

# Aktieninfo Mayr-Melnhof: Ausgepackt aus dem ATX

**Empfehlung:**  **Kauf**

**Kursziel: €91,00**

Auf Sicht 12 Monate

**Kurs: €79,30**

\* Kurs vom 18.09.2025, 23:59 MESZ

Sektor: Grundstoffe

Im Laufe des Monats muss sich Mayr-Melnhof nach mehr als 5 Jahren aus dem ATX verabschieden. Das ist in erster Linie ein Prestigeverlust. Eine baldige Rückkehr ist mit der nach wie vor schwachen Marktentwicklung nicht zu erwarten, dennoch erscheint die Bewertung attraktiv.

**Aktieninfo:  
Mayr-Melnhof**

|                             |    |
|-----------------------------|----|
| Empfehlung, Kursziel        | 1  |
| Brancheneinschätzung        | 2  |
| Einschätzung - Mayr-Melnhof | 2  |
| FAZIT                       | 3  |
| Stärken/Schwächen           | 3  |
| Performanceübersicht        | 4  |
| ESG-Klassifizierung         | 5  |
| Disclaimer                  | 6  |
| Analyst                     | 11 |



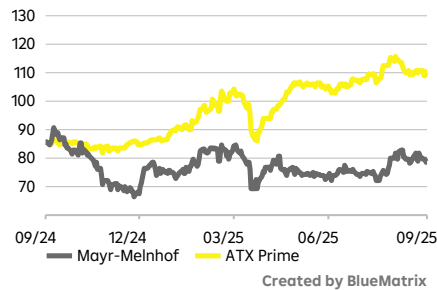
Mayr-Melnhof ist der weltweit größte Hersteller von Recyclingkarton und führender Anbieter in Europa für Frischfaserkarton und Faltschachteln. Der Konzern kann auf eine umfangreiche Akquisitionshistorie verweisen.

**Finanzkennzahlen (in EUR)**

|                           | 2024   | Δ ggü. Vj. | 2025e  | Δ ggü. Vj. | 2026e  | Δ ggü. Vj. |
|---------------------------|--------|------------|--------|------------|--------|------------|
| Umsatz in Mio.            | 4.080  | -2,0 %     | 4.050  | -0,7 %     | 4.093  | 1,1 %      |
| EBITDA-Marge              | 10,3 % |            | 12,0 % |            | 12,2 % |            |
| Gewinn je Aktie           | 5,41   | 24,1 %     | 8,73   | 61,4 %     | 7,88   | -9,7 %     |
| Gewinn je Aktie bereinigt | 5,41   | 24,1 %     | 7,82   | 44,5 %     | 8,12   | 3,8 %      |
| Dividende je Aktie        | 1,80   | 20,0 %     | 2,53   | 40,4 %     | 2,51   | -0,8 %     |
| Dividendenrendite         | 2,2 %  |            | 3,1 %  |            | 3,1 %  |            |
| Kurs/Gewinn-Verhältnis    | 14,8   |            | 9,2    |            | 10,2   |            |
| Kurs/Buchwert-Verhältnis  | 0,8    |            | 0,7    |            | 0,7    |            |
| Kurs/Umsatz-Verhältnis    | 0,4    |            | 0,4    |            | 0,4    |            |

Quelle: LSEG, RBI/Raiffeisen Research

**Mayr-Melnhof vs ATX Prime**



|         | Mayr-Melnhof | ATX Prime |
|---------|--------------|-----------|
| 5J Hoch | 192,0        | 2.425,0   |
| 5J Tief | 67,6         | 1.039,7   |

Quelle: LSEG, RBI/Raiffeisen Research

**Unternehmensdaten**

|                        |                  |
|------------------------|------------------|
| Kurs* in EUR           | €79,30           |
| ISIN                   | AT0000938204     |
| Hauptbörse             | VSX              |
| Website                | mayr-melnhof.com |
| Marktkap. (EUR Mio.)   | 1.586            |
| Umsatz (EUR Mio.)      | 4.079,60         |
| Verschuldungsgrad      | 50,1             |
| Anzahl der Mitarbeiter | 14.710           |
| Fiskaljahresende       | 31.12            |
| Index                  | ATX Prime        |

\* Kurs vom 18.09.2025, 23:59 MESZ

Quelle: LSEG, RBI/Raiffeisen Research

**Gregor KOPPENSTEINER**

Analyst Editor

+43 1 71707-7533

gregor.koppensteiner@rbinternational.com

## Brancheneinschätzung

12-Monatsausblick Grundstoffe/Karton: **neutral**

+ Die rasante Expansion des E-Commerce verstärkt das Wachstum des Marktes für Faltschachteln erheblich, da ein erhöhter Bedarf an schützenden und individualisierbaren Verpackungen für den Online-Versand besteht.

o Die Richtlinie über Einwegkunststoffe (SUPD) und die Verordnung über Verpackungen und Verpackungsabfälle (PPWR) der Europäischen Union schreiben strenge Beschränkungen für verschiedene Kunststoffprodukte vor und zwingen Unternehmen dazu, nach umweltfreundlichen Ersatzstoffen zu suchen, insbesondere nach Verpackungslösungen auf Papierbasis. Die Substitution von Kunststoff- zu Papierverpackung läuft jedoch erst schleppend an und ist zyklisch.

- Ausgeprägter Wettbewerbs- und Preisdruck durch Überkapazitäten

### Einschätzung - Mayr-Melnhof

o **US-Zölle:** Obwohl MM mit einem Umsatzanteil von rund 10 % in Amerika und mit den inländischen Niederlassungen der Division MM Pharma & Healthcare in den USA nur über wenig direktes Exportexposure verfügt, ist das Unternehmen indirekt durch Mitbewerber betroffen, die bereits mit Gewinnwarnungen reagiert haben. Dies wird mit einem negativen Kaufverhalten infolge der US-Importzölle begründet. Wenn ein Teil dieser Exportkapazitäten in Europa zurückbleibt, erhöht sich die Wahrscheinlichkeit von Überkapazitäten. Dementsprechend dürfte sich die Preissetzung noch einige Zeit an der Kostenkurve der Rohmaterialien orientieren. Laut Produzenten ist der Abwärtsspielraum der Verpackungsmaterialpreise auf Gesamtkostenbasis jedoch langsam aufgebraucht. Zusätzlich besteht das Risiko, dass mögliche harte Zölle auf chinesische Importe in die USA dazu führen, dass Papier- und Kartontonnagen umgelenkt werden und Europa mit bereits vorhandenen Produkten aus Asien überschwemmt wird.

o **"Optimierung" des Net Working Capitals:** MM verfolgt ein umfangreiches Factoring-Programm, das aufgrund der positiven Cashflow-Generierung aus dem veränderten Net Working Capital auch die liquiden Zahlungsmittel verbessert. Der Verkauf der Lieferforderungen führt schließlich zu einem vorzeitigen Cash-Zufluss, während der Cash-Abfluss an Lieferanten verzögert wird. Laut Bericht zum ersten Halbjahr reduzierte sich die Nettoverschuldung in der Folge auf 2,5x. Diese Verbesserung der Kreditkennzahlen ist jedoch zu einem gewissen Grad „künstlich“, da die Cash-Generierung deutlich vorteilhafter wirkt, als sie zu diesem Zeitpunkt auf operativer Ebene tatsächlich war. MM kündigte zudem zum Ende des Vorjahres an, mit der TANN-Gruppe einen Profitabilitätsanker zu veräußern und den Erlös von EUR 341 Mio. zur Schuldentilgung zu verwenden. Das Aktienrückkaufprogramm in Kombination mit dem negativen Net-Working-Capital-Effekt absorbierte jedoch im H1 25 fast 70 % des Verkaufserlöses. Die Interest-Coverage-Ratio, die das Verhältnis von EBITDA zu Zinsaufwand misst, ist zuletzt zwar wieder über den Branchenmedian gestiegen, liegt jedoch weit unter dem eigenen langfristigen Durchschnitt.

o **Kostenbasis wieder in Griff bekommen:** Während sich der Materialaufwand (z. B. für Rohfasern und Altpapier) aufgrund des rückläufigen Produktionsvolumens leicht reduzierte, stiegen der Personalaufwand und die sonstigen betrieblichen Aufwendungen (Logistik, Instandhaltung) im ersten Halbjahr merklich an. Das kürzlich initiierte „Fit-for-Future“-Programm soll angesichts der erhöhten Kostenbasis operative Effizienzsteigerungen bringen. Dabei visiert MM nachhaltige Ergebnissteigerungen von über EUR 150 Mio. bis zum Jahr 2027 an. Als Basisjahr dient 2024, wobei Marktschwankungen und der Ergebnisbeitrag der TANN-Gruppe ausgenommen sind. Der Fokus liegt auf den Bereichen Einkauf, Energieverbrauch, Instandhaltung, Personal und Verwaltung, zudem wurde das Investitionsbudget gekürzt. Das Verpackungsunternehmen erwartet bei diesem ambitionierten Ziel lineare Fortschritte.

Schließlich könnte es nach den strategischen Akquisitionen von Kartonwerken in Polen und Finnland in den Jahren 2021 und 2022 weiteres Potenzial für Prozessoptimierungen geben. Dies gilt insbesondere, da die Rohmaterialbeschaffung dieser Werke durch den Krieg in der Ukraine beeinträchtigt war.

+ **Bewertung:** Die MM-Aktie hat sich im Jahresverlauf bisher sehr stabil gehalten, während die enge Peergroup allesamt deutlichere Verluste verzeichnete. In einem von geringem Wachstum geprägten Sektor gilt Mayr-Melnhof aber wieder als "unterbewertet". Aufgrund der Underperformance der letzten Jahre ist die Bewertung attraktiver geworden: Die Marktkapitalisierung entwickelte sich überproportional schlechter als die zugrunde liegenden Ergebnisse – derzeit notiert man mehr als ein Viertel unter dem langfristigen Durchschnitt der eigenen Bewertungshistorie. Gegenüber dem ATX wird die Aktie mit einem Aufschlag von nur mehr 6 % gehandelt, wobei ein Aufschlag von 25 % auf zehn Jahre gerechnet angemessen wäre. Im Vergleich zum europäischen Grundstoffsektor zeigt sich ein ähnliches Bild: Abschlag von derzeit 37 %, wobei ein angemessener Discount bei 19 % liegt. Als einer der Gründe gilt die im Hinblick auf Vergleichsunternehmen niedrigere Profitabilität.

## FAZIT

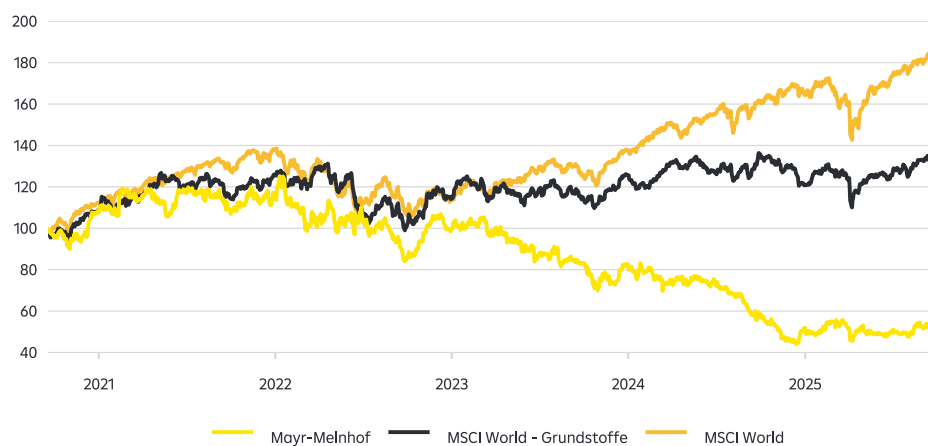
Nach mehr als 5 Jahren verlässt **Mayr-Melnhof** den österreichischen Leitindex – ein symbolträchtiger Schritt, der nicht nur Prestige kostet, sondern auch die Herausforderungen im Verpackungsmarkt widerspiegelt. Für das zweite Halbjahr wird weiterhin mit einer schwachen Marktentwicklung und anhaltenden Überkapazitäten gerechnet, insbesondere bei Frischfaserkarton. Darüber sind sich das Management und der Analystenkonsens einig. Während man intern vor allem die Wettbewerbsfähigkeit gewährleisten und die Kostenbasis stabilisieren will, wurden die Gewinn- und Umsatzschätzungen vom Konsens weiter abgesenkt. Die Aktie von Mayr-Melnhof spiegelt somit die realen aktuellen Bedingungen gut wider. Das erwartete Gewinnwachstum (auf niedrigem Niveau) aufgrund des Effizienzsteigerungsprogramms ist jedoch noch nicht voll eingepreist. Mit einer baldigen Rückkehr in den ATX ist nicht zu rechnen, auch wenn die attraktive Bewertung nun einen günstigen Einstiegszeitpunkt bietet.

Unsere nun positivere Haltung spiegelt sich in einem leicht positiven **Kursziel von EUR 91,00** und einer **KAUF-Empfehlung** wider. Dieses ergibt sich aus einem Discounted-Cashflow-Modell und einem relativen Bewertungsansatz. Letzterer berücksichtigt auf Basis von Multiples auch einen im historischen Kontext angemessenen Aufschlag gegenüber dem breiten Aktienmarkt und einer engeren Peergroup.

## Stärken/Schwächen

- + Führende Marktpositionen in beiden Segmenten
- + Überzeugende organische und externe Wachstumshistorie
- + Zugang zu nicht-zyklischen Kundenindustrien
- Steigende Inputkosten können nur zeitverzögert weitergegeben werden
- Integrationsrisiken im Zusammenhang mit den Übernahmen
- Gestiegene Kapitalintensität aufgrund hoher Investitionen

## Performanceübersicht



Rebasiert auf 100

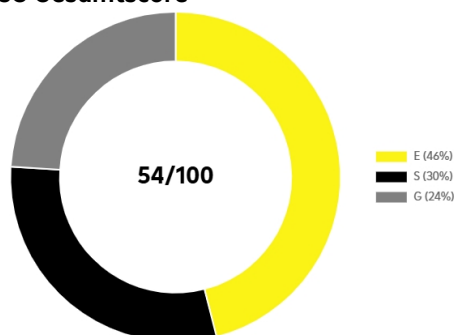
Quelle: LSEG, RBI/Raiffeisen Research

## 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. Schwerwiegende Verstöße gegen die Initiativen "UN Global Compact" und "OECD Principles of Corporate Governance" stellen ebenfalls einen Ausschlussgrund dar.

Mayr-Melnhof schneidet mit einem **Gesamtscore von 54 passabel ab**. Im Sektorvergleich zählt das Unternehmen dabei zu den Top 30 %. Bei den kontroversen Aktivitäten gibt es keine Verstöße, weshalb Mayr-Melnhof gemäß unseren Kriterien als ESG-konforme Aktie gilt.

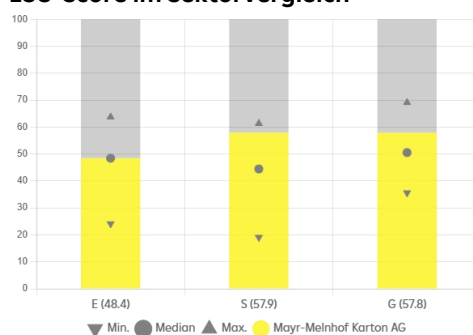
### ESG Gesamtscore



Das Kreisdiagramm zeigt die sektorspezifischen Gewichte für jede Unterkategorie innerhalb unserer Methodik. Derzeit sind ESG-Gesamtscores ab 65 (von maximal 100) schon als sehr gut zu klassifizieren. Dies ist im Modell bewusst so gewählt, um bereits nachhaltig agierenden Unternehmen in den nächsten Jahren die Möglichkeit zu geben sich in ESG-Aspekten weiter zu verbessern.

Quelle: RBI/Raiffeisen Research

### ESG-Score im Sektorvergleich



Das Diagramm zeigt den Score des Unternehmens in der jeweiligen Teilkategorie von E/S/G (gelbe Balken), sowie den besten, den schlechtesten und den Median-Wert in der jeweiligen Industrie.

Quelle: RBI/Raiffeisen Research

## Screening auf kontroverse Aktivitäten

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

Die Tabelle gibt Aufschluss über das Ausmaß der Beteiligung an bestimmten Geschäftsaktivitäten, die philosophischen oder moralischen Überzeugungen unterliegen. Grob kann gesagt werden, dass „stark“ einen Umsatzanteil von mehr als 5 % und „schwach“ ein geringes Exposure in der jeweiligen kontroversen Aktivität kennzeichnet. Bei einer „starken“ Exponierung zählen die Kategorien Atomkraft, konventionelle Öl- und Gasförderung, Rüstungsgüter einschließlich militärischer Waffen und Handfeuerwaffen als Ausschlussgrund im Hinblick auf die ESG-Konformität. Bei den übrigen Aktivitäten gilt dies bereits ab einem „schwachen“ Umsatzanteil. Schwerwiegende Verstöße gegen die Initiativen "UN Global Compact" und "OECD Principles of Corporate Governance" stellen ebenfalls einen Ausschlussgrund dar.

Quelle: Moody's, RBI/Raiffeisen Research

## Folgende wichtige 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

Mayr-Melnhof

3. RBI oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Specialist oder Designated Sponsor oder Stabilisierungsmanager oder sonstiger Liquiditätsspender in den Finanzinstrumenten des 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 Finanzindex 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 Finanzindex 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 Finanzindex 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).

**Mayr-Melnhof Rating History as of 09/17/2025**

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

| Symbol  | Datum      | Empfehlung | Unternehmen  |
|---------|------------|------------|--------------|
| MMKV.VI | 19.09.2025 | Buy        | Mayr-Melnhof |
| MMKV.VI | 04.07.2025 | Hold       | Mayr-Melnhof |
| MMKV.VI | 19.03.2025 | Buy        | Mayr-Melnhof |
| MMKV.VI | 05.11.2024 | Hold       | Mayr-Melnhof |
| MMKV.VI | 31.10.2024 | Hold       | Mayr-Melnhof |

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<br>(vorhergehende 12 Monate) | Alle Empfehlungen aller Finanzinstrumente<br>(vorhergehende 12 Monate) |
| Kauf -Empfehlungen     | 62.2%                                                                  | 60.4%                                                                  |
| Halten -Empfehlungen   | 30.8%                                                                  | 32.3%                                                                  |
| Verkaufs -Empfehlungen | 7.1%                                                                   | 7.3%                                                                   |

**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 Oesterreichischen 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 eine makroökonomische Analyse, die keine Empfehlungen im Hinblick auf Finanzinstrumente, Finanzindizes oder Emittenten von Finanzinstrumenten enthält. Dieses Dokument ist weder ein Angebot, noch eine Einladung zur Angebotsstellung, noch ein Prospekt im Sinne des KMG oder des Börsegesetzes 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 anderwärtig 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 abzugrenzen 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 im Sinne des Kapitalmarktgesetzes („KMG“) dar, noch einen Prospekt im Sinne des KMG oder des Börsegesetzes. Ferner beabsichtigt dieses Dokument nicht die Empfehlung des Kaufs oder Verkaufs von Wertpapieren oder anderen Anlageformen im Sinne des Wertpapieraufsichtsgesetzes. Dieses Dokument stellt keinen Ersatz für die erforderliche Beratung in Bezug auf den Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder Anlagen dar. Für jegliche Beratung in Bezug auf den Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder Anlagen können Sie sich gerne an Ihre RAIFFEISENBANK wenden. Diese Publikation wurde von der Raiffeisen Bank International AG („RBI“) zur Förderung ihres Anlagengeschäftes 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-Marktmisbrauchs-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.

This report is intended for internetwertpapiere@rvs.at. Unauthorized distribution of this report is prohibited.

## AARON ALBER

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

## GREGOR KOPPENSTEINER

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

## JULIAN LINDINGER

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

## HELGE RECHBERGER

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

## ANDREAS SCHILLER

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

## MANUEL SCHLEIFER

📍 Austria   
✉ [manuel.schleifer@rbinternational.com](mailto:manuel.schleifer@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): 9ZHRM6F437SQJ6OUG95  
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 Oesterreichischen 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

- 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: Fundamentaler Analyse, quantitativer Analyse und/oder technischer Analyse.

### Hersteller dieser Publikation

Raiffeisen Bank International AG  
Zeitpunkt der Erstellung dieser Publikation: 19.09.2025 11:01 (MESZ);  
Zeitpunkt der erstmaligen Weitergabe dieser Publikation: 19.09.2025 11:01 (MESZ)

Am Stadtpark 9, A-1030 Wien

This report is intended for internetwertpapiere@rvs.at. Unauthorized distribution of this report is prohibited.