

# Aktieninfo Nel ASA: Verlust dank Einmaleffekt geringer

**Empfehlung:** ! Verkauf

**Kursziel:** NOK4,40

Auf Sicht 12 Monate

**Kurs:** NOK4,57

\* Kurs vom 25.04.2024, 11:59 MESZ

Sektor: Industrieunternehmen

Nel ASA bietet Lösungen für die Herstellung, Speicherung und Verteilung von Wasserstoff aus erneuerbaren Energien an. Den Schritt in die Gewinnzone schafft man trotz vielversprechendem Geschäftsmodell nicht. **VERKAUF.**

**Aktieninfo:**  
**Nel ASA**

|                        |           |
|------------------------|-----------|
| Empfehlung, Kursziel   | <b>1</b>  |
| Brancheneinschätzung   | <b>2</b>  |
| Einschätzung - Nel ASA | <b>2</b>  |
| FAZIT                  | <b>3</b>  |
| Stärken/Schwächen      | <b>4</b>  |
| ESG-Klassifizierung    | <b>5</b>  |
| Disclaimer             | <b>6</b>  |
| Analyst                | <b>11</b> |



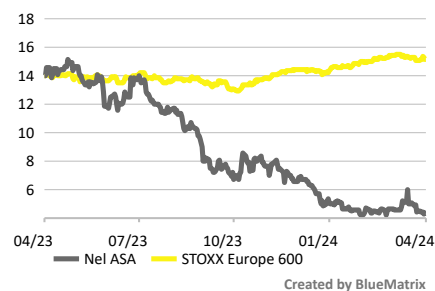
Nel ASA ist ein norwegisches Wasserstoffunternehmen, das Lösungen für die Herstellung, Speicherung und Verteilung von Wasserstoff aus erneuerbaren Energien anbietet. Die Wasserstofflösungen des Unternehmens decken die gesamte Wertschöpfungskette von der Wasserstoffproduktionstechnologie bis hin zu Wasserstofftankstellen ab.

## Finanzkennzahlen (in NOK)

|                           | 2023    | Δ ggü. Vj. | 2024e   | Δ ggü. Vj. | 2025e  | Δ ggü. Vj. |
|---------------------------|---------|------------|---------|------------|--------|------------|
| Umsatz in Mio.            | 1.773   | 93,8 %     | 2.033   | 14,7 %     | 2.770  | 36,3 %     |
| EBITDA-Marge              | -26,7 % |            | -17,3 % |            | -7,6 % |            |
| Gewinn je Aktie           | -0,52   | n.v.       | -0,27   | n.v.       | -0,23  | n.v.       |
| Gewinn je Aktie bereinigt | -0,52   | n.v.       | -0,28   | n.v.       | -0,24  | n.v.       |
| Dividende je Aktie        | 0,00    | n.v.       | 0,00    | n.v.       | 0,00   | n.v.       |
| Dividendenrendite         | 0,0 %   |            | 0,0 %   |            | 0,0 %  |            |
| Kurs/Gewinn-Verhältnis    | neg.    |            | neg.    |            | neg.   |            |
| Kurs/Buchwert-Verhältnis  | 1,2     |            | 1,3     |            | 1,3    |            |
| Kurs/Umsatz-Verhältnis    | 4,3     |            | 3,7     |            | 2,7    |            |

Quelle: Refinitiv, RBI/Raiffeisen Research

## Nel ASA vs STOXX Europe 600



|         | Nel ASA | STOXX Europe 600 |
|---------|---------|------------------|
| 5J Hoch | 34,6    | 512,7            |
| 5J Tief | 4,4     | 279,7            |

Quelle: LSEG, RBI/Raiffeisen Research

## Unternehmensdaten

|                        |                  |
|------------------------|------------------|
| Kurs* in NOK           | NOK4,57          |
| ISIN                   | NO0010081235     |
| Hauptbörse             | OSLO             |
| Website                | nelhydrogen.com  |
| Marktkap. (NOK Mio.)   | 7.631            |
| Umsatz (NOK Mio.)      | 1.773,08         |
| Verschuldungsgrad      | 4,0              |
| Anzahl der Mitarbeiter | 631              |
| Fiskaljahresende       | 31.12            |
| Index                  | STOXX Europe 600 |

\* Kurs vom 25.04.2024, 23:59 MESZ

Quelle: LSEG, RBI/Raiffeisen Research

**Aaron ALBER**

Analyst Editor

+43 1 71707-1513

aaron.alber@rbinternational.com

## Brancheneinschätzung

12-Monatsausblick Investitionsgüterbranche: **neutral**

+ Disruptive Technologien (z. B. Automatisierungstechnik, Robotik, Netzinfrastruktur, erneuerbare Energien) rechtfertigen einen gewissen Bewertungsaufschlag

+ Stimuluspakete weltweit treiben nachhaltige Investitionen

o Gestiegene Energie- und Rohstoffpreise drücken aktuell noch auf die Margen, allerdings zeichnet sich bei den Inputkosten bereits eine Entlastung ab

## Einschätzung - Nel ASA

+ **Zukunftstechnologie Wasserstoff:** Aktuell wird Wasserstoff überwiegend in der Energieproduktion und der Kunstdüngerherstellung eingesetzt und durch die Verbrennung von Erdgas erzeugt, auch bekannt als „grauer Wasserstoff“. Werden die Emissionen abgeschieden und gespeichert (CCS), spricht man auch von „blauem Wasserstoff“. Die Zukunft liegt jedoch in der Herstellung von CO<sub>2</sub>-armen oder -neutralen Wasserstoff durch erneuerbare Energiequellen. Die aktuell noch sehr teure Herstellung muss durch staatliche Subventionen unterstützt werden.

+ **Wachstumspotenzial Wasserstoff:** Während bei PKWs auf batteriebetriebene Fahrzeuge gesetzt wird, liegt die Zukunft von Wasserstoff eher im Schwertransport und bei Schienenfahrzeugen sowie Bussen, wo größere Lasten über längere Strecken befördert werden müssen. Der globale Markt für Wasserstoffherzeugung soll bis 2028 jährlich um 5 % bis 6 % wachsen. Die aktuell noch hohen Produktionskosten sollen laut International Energy Agency durch Skaleneffekte bis 2030 um 30 % sinken. Bloomberg schätzt den Bedarf an Wasserstoff in einer weitgehend dekarbonisierten Welt im Jahr 2050 auf etwa 500 Millionen Metrische Tonnen (MMT), wenn die Nutzung dieses Energieträgers auch auf Bereiche wie Stromproduktion, Stahlerzeugung, Luftfahrt und Schwertransporte ausgedehnt wird. Dies entspricht etwa dem fünffachen der aktuell global erzeugten Menge.

o **Unternehmensstruktur und -ausrichtung:** Nel ASA ist ein weltweit tätiges, auf Wasserstoff spezialisiertes Unternehmen, das Lösungen für die Herstellung, Speicherung und Verteilung von Wasserstoff aus erneuerbaren Energien anbietet. Die Aktivitäten von Nel ASA teilen sich in die zwei Geschäftssegmente *Nel Hydrogen Fueling*, dem das Geschäft mit Wasserstofftankstellen zugeordnet ist, und *Nel Hydrogen Electrolyser*, welches den weltweiten Vertrieb von Wasserstoffproduktionsanlagen und Ausrüstung enthält. Nel ASA erwägt aktuell die Abspaltung des Fueling-Segments in ein separat gelistetes Unternehmen.

- **Geschäftsentwicklung:** Im ersten Quartal 2024 erhöhte sich der Umsatz gegenüber dem Vorjahr um 14 % auf NOK 387 Mio. Das EBITDA verbesserte sich von NOK -121 Mio. auf NOK -16 Mio., lag damit aber noch immer im negativen Bereich. Im Ergebnis enthalten ist ein positiver Einmaleffekt in Höhe von NOK 96 Mio. im Zusammenhang mit der Neuverhandlung einer Liefervereinbarung mit dem Hybrid-LKW-Hersteller Nikola. Unter dem Strich fuhr Nel ASA im Berichtsquartal einen Verlust von NOK -22 Mio. (Q1 2023: NOK -192 Mio.) ein. Der Auftragseingang verringerte sich im Jahresvergleich um 2 % auf NOK 467 Mio. Das Auftragsbuch ist mit einem Volumen von NOK 2,4 Mrd. (-13 % gegenüber Q1 2023) derzeit noch gut gefüllt.

- **Liquidität und Verschuldung:** Der Cash-Flow des Unternehmens ist hochgradig negativ und Nel ASA war bislang auf den stetigen Verkauf eigener Aktien angewiesen, um den Abgang liquider Mittel kompensieren zu können. In den letzten beiden Jahren konnten so NOK 1,61 Mrd. (2023) bzw. NOK 1,55 Mrd. (2022) generiert werden. Aktuell ist das Umfeld für Kapitalerhöhungen aufgrund des niedrigen Aktienkurses jedoch äußerst

ungünstig. Daher wird Nel ASA in Zukunft mehr denn je auf die Aufnahme neuer Schulden angewiesen sein, was besonders im aktuellen Hochzinsumfeld zwar keine günstige, aber alternativlose Option ist. Insofern könnte sich der aktuell noch sehr niedrige Verschuldungsgrad bald erhöhen, wenn die liquiden Mittel verbraucht sind.

- **Langfristige Ergebnisqualität:** Rückblickend konnte Nel ASA auf operativer Ebene bisweilen nicht überzeugen. Negative Cashflows und Jahresfehlbeträge wurden durch stetige Kapitalerhöhungen finanziert. Dies waren – die Kapitalmaßnahmen im Jahr des Börsengangs 2014 nicht eingerechnet – ab dem Jahr 2015 insgesamt 18 (!) an der Zahl. Die Anzahl der ausstehenden Aktien hat sich seither von rund 339 Millionen auf 1,67 Milliarden erhöht, also in etwa um das Fünffache.

## FAZIT

---

**Wasserstoffaktien** erfreuten sich besonders im Zuge der Post-Covid-Börsenhausse **wachsender Beliebtheit** unter den Anleger:innen. Von ihren Höchstständen Anfang des Jahres 2021 sind die einstigen Börsenlieblinge aber weit entfernt. Zwischenzeitliche Bocksprünge nach oben erwiesen sich oft nur als kurzfristige Ausreißer und zeigten bisweilen noch keine nachhaltige Gegenbewegung an. Bei Nel ASA beträgt das Minus seit dem Zwischenhoch Anfang 2021 86 %.

Für **Wachstumstitel** nicht unüblich ist die **von fundamentalen Faktoren** wie Gewinnerzielung und Bewertung **losgelöste Betrachtung der "Story"**. Daher werden insbesondere in der Aufbau- oder Entstehungsphase eines Unternehmens negative Jahresergebnisse oft auch über einen längeren Zeitraum in Kauf genommen, solange zumindest die Aussicht auf zukünftige Gewinne besteht. Seit dem Börsengang konnte Nel ASA auf operativer Ebene hier nicht überzeugen und es braucht schon ein besonderes Faible seitens der Anleger:innen für das Thema Wasserstoff, um hier entsprechende Geduld zu bewahren. Solange auf die Strategiepapiere allerdings keine sichtbaren Impulse in der Praxis bzw. Umsetzung folgen, bleiben Investor:innen zurückhaltend.

Weiters ist die **relative Attraktivität von grünem Wasserstoff** derzeit **nur bei exorbitant hohen Gaspreisen** gegeben, zumal es viele **günstigere Alternativen** gibt. Der deutlich gesunkene Gaspreis hat die Attraktivität hier sicherlich nicht gehoben. Im Rahmen von Europas Diversifizierung in Richtung LNG werden aktuell viele Flüssiggasterminals gebaut. Größere Kapazitäten werden hier bereits im Jahr 2025 in Betrieb genommen. An Verflüssigungsanlagen zum Export von Erdgas gehen bis 2028 in den USA und Qatar Kapazitäten im doppelten Ausmaß der russischen Erdgaseinfuhren in Betrieb. Ein nochmaliges Erreichen der Preisspitzen von jenseits der EUR 300/MWh (TTF) aus dem Jahr 2022 halten wir daher für unwahrscheinlich. Daher wird die Wasserstoff-Technologie bis zur Marktreife noch über einen langen Zeitraum von **Subventionen** getragen werden müssen.

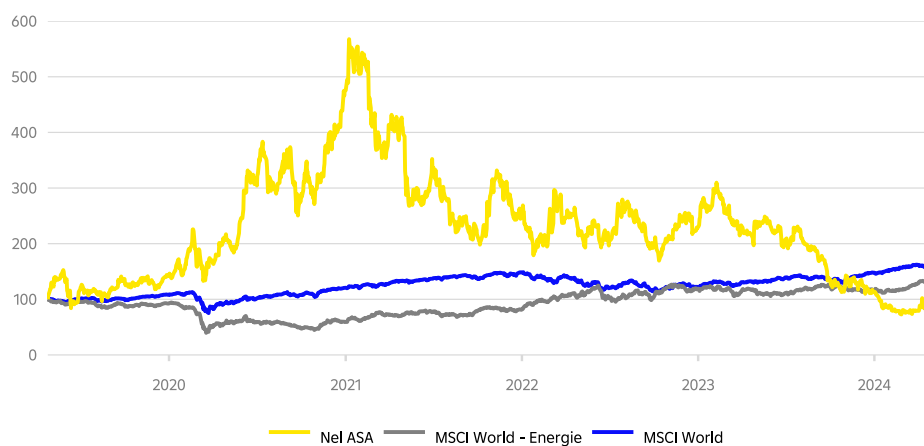
Unternehmen wie **Nel ASA** operieren jedoch nicht ausschließlich in geschützten und/oder subventionierten Märkten und müssen ihre "Story" auch irgendwann in entsprechende Gewinne überführen, welche das Fundament für eine nachhaltig positive Kursentwicklung darstellen. Diese sehen wir jedoch nicht auf absehbare Zeit, weshalb wir die **VERKAUF-Empfehlung** bestätigen. Zumal sich der Kurs der Nel ASA-Aktie seit unserer Initiierung am 12. Jänner 2023 um 72 % verringert hat, sehen wir uns mit der negativen Einschätzung gut aufgehoben. Angesichts ihrer Volatilität dürfte die Aktie wohl eher etwas für hartgesottene Zocker:innen sein. Das **Kursziel** von **USD 4,40** (zuvor: USD 4,60) basiert auf einem Multiple-Ansatz (Kurs/Umsatz-Verhältnis für die Jahre 2024 und 2025) und die geschätzten Zahlen auf Konsens-Schätzungen.

---

### Stärken/Schwächen

- + Unternehmen bedient Zukunftsthema Wasserstoff
- + Große Fangemeinde unter den Investoren
- Geschäftsmodell und -Erfolg abhängig von politischem Willen und Subventionen
- Schlechte Ergebnisqualität
- Häufige Kapitalerhöhungen
- Verschuldung könnte ansteigen

### Performanceübersicht



Rebasiert auf 100

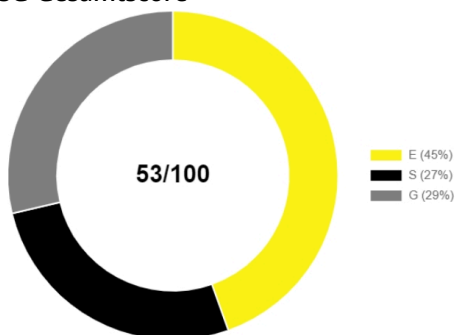
Quelle: LSEG, RBI/Raiffeisen Research

## ESG-Klassifizierung

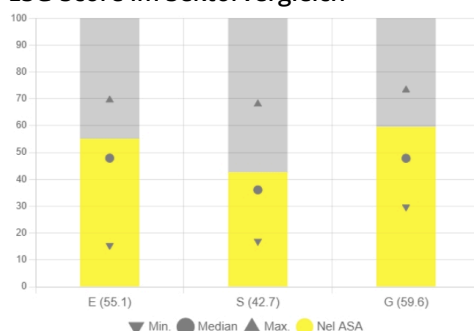
Im Raiffeisen Research Aktienuniversum gilt ein Unternehmen als **ESG-konform**, welches einen Mindest-ESG-Gesamtscore von 50 und einen Mindestscore von 40 in allen Teilbereichen (Environmental, Social and Governance) aufweist. Zudem muss das Unternehmen zu den besten 30 % seines Sektors zählen. Zu guter Letzt darf ein Unternehmen nicht mehr als 10 % seiner Erträge mit den kontroversen Aktivitäten Kohle, Atomenergie, zivile Schusswaffen und Rüstung bzw. mehr als rund 5 % mit Tabakwaren verdienen.

Nel ASA schneidet mit einem **Gesamtscore** von **53 moderat** ab. Bei den ESG-Teilscores liegt man in allen Bereichen über 40. Im **Sektorenvergleich** zählt das Unternehmen nur zu den **Top 30 %**. Bei den kontroversen Aktivitäten gibt es hingegen keine relevanten Verletzungen. Gemäß unseren Kriterien **gilt Nel ASA als ESG-konforme Aktie**.

### ESG-Gesamtscore



### ESG-Score im Sektorvergleich



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

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 kontroverser Aktivitäten

|                         |       |                         |       |                         |         |
|-------------------------|-------|-------------------------|-------|-------------------------|---------|
| Alkohol                 | Keine | Hochzinskredite         | Keine | Fossile Brennstoffe     | Keine   |
| Tierschutz              | Keine | Atomkraft               | Keine | Kohle                   | Keine   |
| Bedenkliche Chemikalien | Keine | Erwachsenenunterhaltung | Keine | Teersand und Ölschiefer | Keine   |
| Glücksspiel             | Keine | Reproduktionsmedizin    | Keine | Zivile Schusswaffen     | Keine   |
| Gentechnik              | Keine | Tabak                   | Keine | Militärindustrie        | Schwach |

Die Tabelle deutet auf das Ausmaß einer Beteiligung an gewissen Geschäftsaktivitäten hin, die philosophischen oder moralischen Überzeugungen unterliegen. Grob kann gesagt werden, wonach "stark" einen Umsatzanteil von mehr als 10 % und "schwach" schon ein geringes Exposure in der jeweiligen kontroversen Aktivität kennzeichnet. Die Kategorien Atomkraft, Kohle, Zivile Schusswaffen und Militärindustrie zählen hier im Falle einer "starken" Exponierung und "Tabak" schon ab einem "schwachen" Umsatzanteil als Ausschlussgrund im Hinblick auf die ESG-Konformität.

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

Nel ASA

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 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/concept\\_and\\_methods](http://www.raiffeisenresearch.com/concept_and_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: <https://www.raiffeisenresearch.com/sensitivityanalysis>.

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: [https://raiffeisenresearch.com/web/rbi-research-portal/recommendation\\_history](https://raiffeisenresearch.com/web/rbi-research-portal/recommendation_history).

### Nel ASA Rating History as of 04/24/2024



| Empfehlungen zu Finanzinstrumenten oder Emittenten mit Empfehlungshorizont 12 Monaten |            |            |             |
|---|------------|------------|-------------|
| Symbol  | Datum      | Empfehlung | Unternehmen |
| NEL.OL  | 26.04.2024 | Sell       | Nel ASA     |
| NEL.OL  | 21.03.2024 | Sell       | Nel ASA     |
| NEL.OL  | 09.01.2024 | Sell       | Nel ASA     |
| NEL.OL  | 25.10.2023 | Sell       | Nel ASA     |
| NEL.OL  | 11.05.2023 | Sell       | Nel ASA     |

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  | Spalte B  |
|------------------------|---|---|
| Anlageempfehlung       | Alle Empfehlungen aller Finanzinstrumente (vorhergehende 12 Monate) | Alle Empfehlungen aller Finanzinstrumente (vorhergehende 12 Monate) |
| Kauf -Empfehlungen     | 57.3%   | 55.3%   |
| Halten -Empfehlungen   | 28.1%   | 27.9%   |
| Verkaufs -Empfehlungen | 14.6%   | 16.8%   |

### 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.

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, Finanzindices oder Emittenten von Finanzinstrumenten enthält. Dieses Dokument ist weder ein Angebot, noch

This report is intended for wp@rlbooe.at. Unauthorized distribution of this report is prohibited.

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/special\\_compensation](http://www.raiffeisenresearch.com/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 Gesamtertragskraft 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 Prospektspflicht 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)

**ALEXANDER FRANK**

📍 Austria  ,  
✉ [alexander.frank@rbinternational.com](mailto:alexander.frank@rbinternational.com)


**OLEG GALBUR**

📍 Austria  ,  
✉ [oleg.galbur@rbinternational.com](mailto:oleg.galbur@rbinternational.com)


**PHILIP HETTICH**

📍 Austria  ,  
✉ [philip.hettich@rbinternational.com](mailto:philip.hettich@rbinternational.com)


**GREGOR KOPPENSTEINER**

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


**JAKUB KRAWCZYK**

📍 Austria  ,  
✉ [jakub.krawczyk@rbinternational.com](mailto:jakub.krawczyk@rbinternational.com)

**HELGE RECHBERGER**

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


**MARKUS REMIS**

📍 Austria  ,  
✉ [markus.remis@rbinternational.com](mailto:markus.remis@rbinternational.com)


**RAPHAEL SCHICHO**

📍 Austria  ,  
✉ [raphael.schicho@rbinternational.com](mailto:raphael.schicho@rbinternational.com)


**ANDREAS SCHILLER**

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


**TERESA SCHINWALD**

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

**MANUEL SCHLEIFER**

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

**JOVAN SIKIMIC**

📍 Austria  ,  
✉ [jovan.sikimic@rbinternational.com](mailto:jovan.sikimic@rbinternational.com)

**ROK STIBRIC**

📍 Austria  ,  
✉ [rok.stibric@rbinternational.com](mailto:rok.stibric@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 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) 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.

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 Am Stadtpark 9, A-1030 Wien

Zeitpunkt der Erstellung dieser Publikation: 26.04.2024 10:57 (MESZ);

Zeitpunkt der erstmaligen Weitergabe dieser Publikation: 26.04.2024 10:57 (MESZ)