



## Wohin fährt die deutsche Autoindustrie?

In den vergangenen Wochen kamen aus dem Autosektor immer wieder schlechte Nachrichten. Wann wird es wieder besser? Zur Beantwortung dieser Frage aktualisieren wir unsere letzjährige Analyse des Automobilsektors. Dabei gibt es von der Konjunktur einige Hoffnungszeichen, und die Umstellung der Produktion auf E-Autos kommt offensichtlich voran. Die anderen damals diskutierten Belastungsfaktoren sind aber geblieben, und mit den hohen US-Zöllen ist ein zusätzliches Problem hinzugekommen. Alles in allem dürfte die deutsche Autoindustrie unter Druck bleiben.

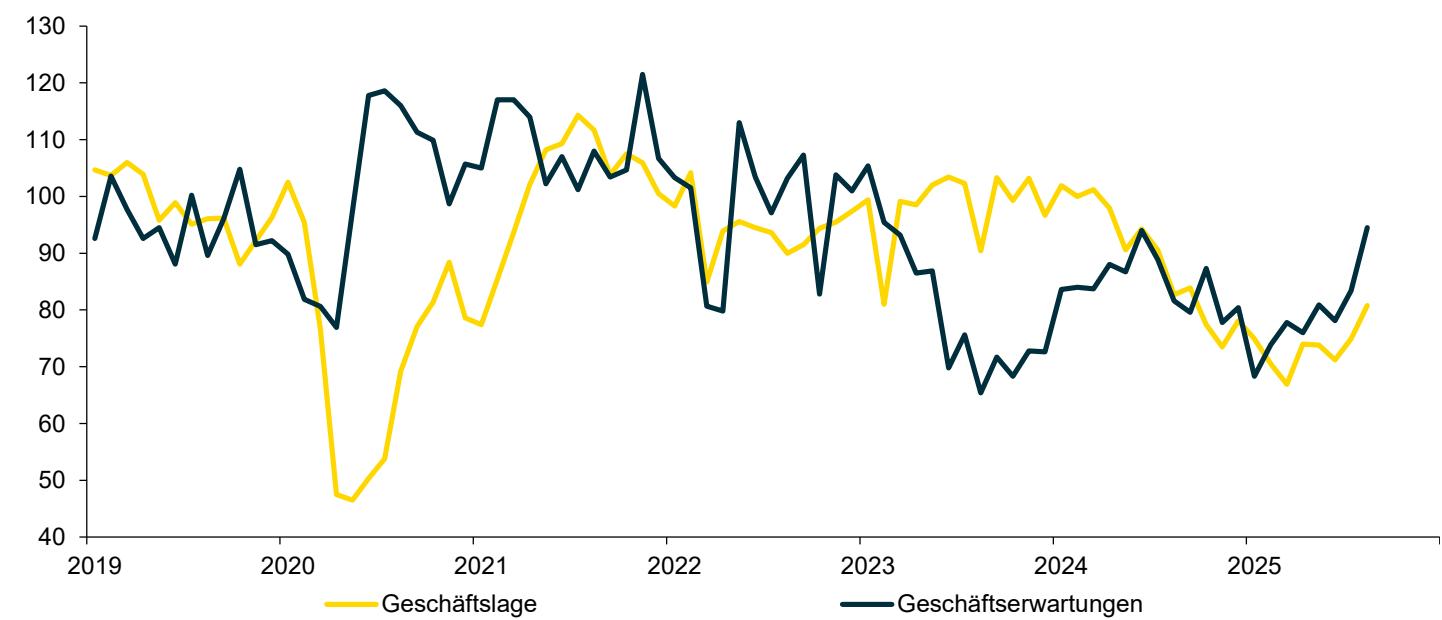
In den vergangenen Jahren hat sich die deutsche Automobil-Industrie von einer Vorzeigebanche zu einem Sorgenkind gewandet. So wurden im vergangenen Jahr in Deutschland mehr als 10 Prozent weniger Autos produziert als vor der Corona-Pandemie; als Reaktion hierauf haben sowohl die großen Hersteller als auch die Zulieferer einen kräftigen Personalabbau angekündigt. In dieser Hinsicht hat sich die Lage im Vergleich zum Frühjahr 2024, als wir uns zuletzt an dieser Stelle mit den Problemen der Automobilindustrie beschäftigt hatten (siehe hier), weiter verschlechtert.

### Hoffnungszeichen bei der Konjunktur

Dabei hat sich die Stimmung bei den Unternehmen seit Anfang des Jahres wie in der gesamten Industrie wieder etwas aufgehellt. Anders als im vergangenen Jahr, als sich zwischenzeitlich die Geschäftserwartungen verbessert hatten, fällt nun auch die Beurteilung der aktuellen Lage bei der Ifo-Umfrage zuletzt nicht mehr ganz so ungünstig aus wie noch im Frühjahr (Chart 1).

#### Chart 1 - Unternehmen hoffen auf bessere Zeiten

Ifo-Geschäftslage und Ifo-Geschäftserwartungen für die Autoindustrie, saisonbereinigte Monatswerte, Index 2015=100

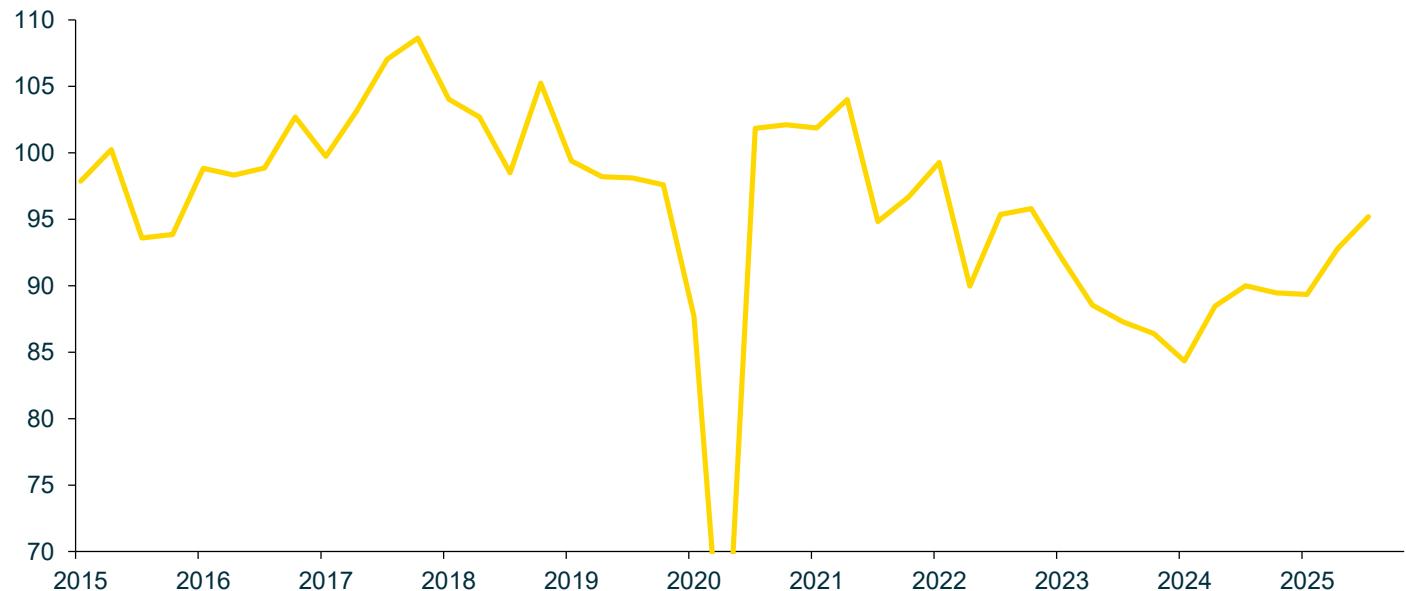


Quelle: Ifo, S&P Global, Commerzbank-Research

Anders als in der übrigen Industrie gibt es in der Autoindustrie auch bei den „harten“ Konjunkturzahlen positive Signale. So steigen die Auftragseingänge im Trend seit dem Frühjahr des vergangenen Jahres. Auch die Produktion im Inland hat, nach einem neuerlichen deutlichen Rückgang in der zweiten Hälfte des vergangenen Jahres wieder zugelegt. Ein Blick auf die Details der Aufträge zeigt dabei, dass sich die stärkere Nachfrage bisher in erster Linie auf die Hersteller (OEMs) beschränkt und bisher nicht bei den Zulieferern ankommt.

**Chart 2 - Deutsche Auto-Industrie erhält wieder mehr Aufträge**

Auftragseingänge der deutschen Autoindustrie, Volumen, saisonbereinigte Quartalswerte, Index 2021=100; 3. Quartal 2025: Juli-Wert



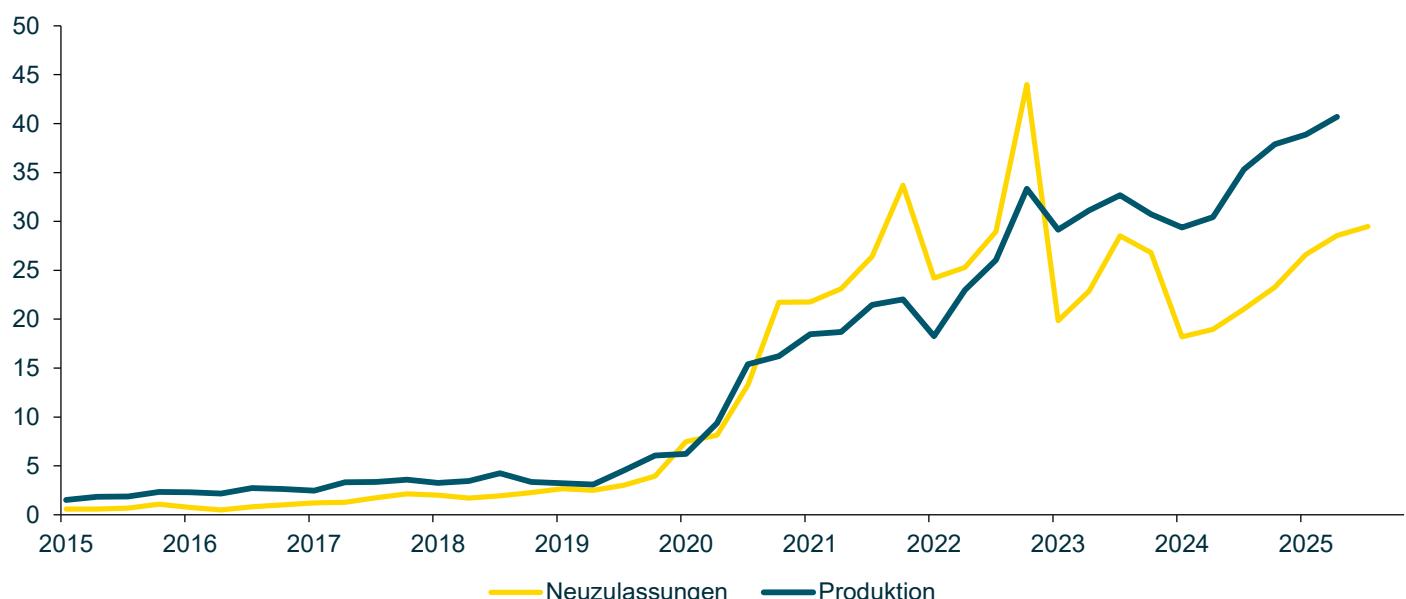
Quelle: Destatis, S&amp;P Global, Commerzbank-Research

**Umstellung auf E-Mobilität kommt voran, ...**

Positiv zu bemerken ist zudem, dass die Umstellung der Produktion in Deutschland vorankommt. So hatten zuletzt immerhin 40 Prozent der in Deutschland produzierten Pkws einen Elektroantrieb. Auch bei den Neuzulassungen ist deren Anteil – nach einem auch durch Änderungen bei der Förderung ausgelösten Rückschlag im Jahr 2023 – in den vergangenen Quartalen wieder deutlich gestiegen. Außerdem ist der Marktanteil im Inland von in Deutschland produzierten E-Autos mit knapp 50 Prozent höher als der der hier produzierten Verbrenner, der sich bei 30% bewegt.

**Chart 3 - Anteil der E-Autos an der Inlandsproduktion steigt deutlich**

Anteil der E-Autos inklusive Plug-in-Hybride an Produktion und Neuzulassungen in Deutschland, in Prozent



Quelle: VDA, Commerzbank-Research



## **... belastet aber weiter**

Abgeschlossen ist die Umstellung der Industrie aber noch lange nicht. So sind gerade die Zulieferer oft noch von Komponenten für den Verbrennungsmotor abhängig. Zwar benötigt auch ein E-Auto Reifen, Chassis und Bremsen. Allerdings sind in der Transformation stärker denn je Akku- und Softwaretechnologien gefragt, was bisher nicht unbedingt eine Kernkompetenz in Deutschland darstellte. Auch die deutlich höhere Ausstattung eines E-Fahrzeugs mit Halbleitern oder sonstigen Elektronikkomponenten (Bildschirme, Radar, Sensorik) ändert die Nachfrage der OEMs.

Nicht alle Komponenten können kosteneffizient und zeitnah von der Branche in Eigenregie entwickelt und produziert werden, weshalb weltweit Partnerschaften geschlossen wurden. Das verschiebt zwar einen hohen Anteil der Wertschöpfung aus den Unternehmen heraus, ist aber ökonomisch unabdingbar. Ein Lichtblick bildet dabei die Tatsache, dass der Zenit der Transformationsinvestitionen für die meisten Automobilhersteller inzwischen überschritten sein und diese in den kommenden Jahren abnehmen dürften.

Erschwert wird die Transformation dadurch, dass die ambitionierten CO2-Zielwerte der EU schwer zu erreichen sind, große Märkte wie China (Elektro) und die USA (Verbrenner) auf divergierende Antriebsstränge setzen, die Infrastruktur wie Ladesäulen in Europa längst nicht ausreichend ist, die Stromkosten zu hoch sind und die Versorgungssicherheit Fragen aufwirft.

## **Weiter zunehmender Wettbewerb in und aus China, ...**

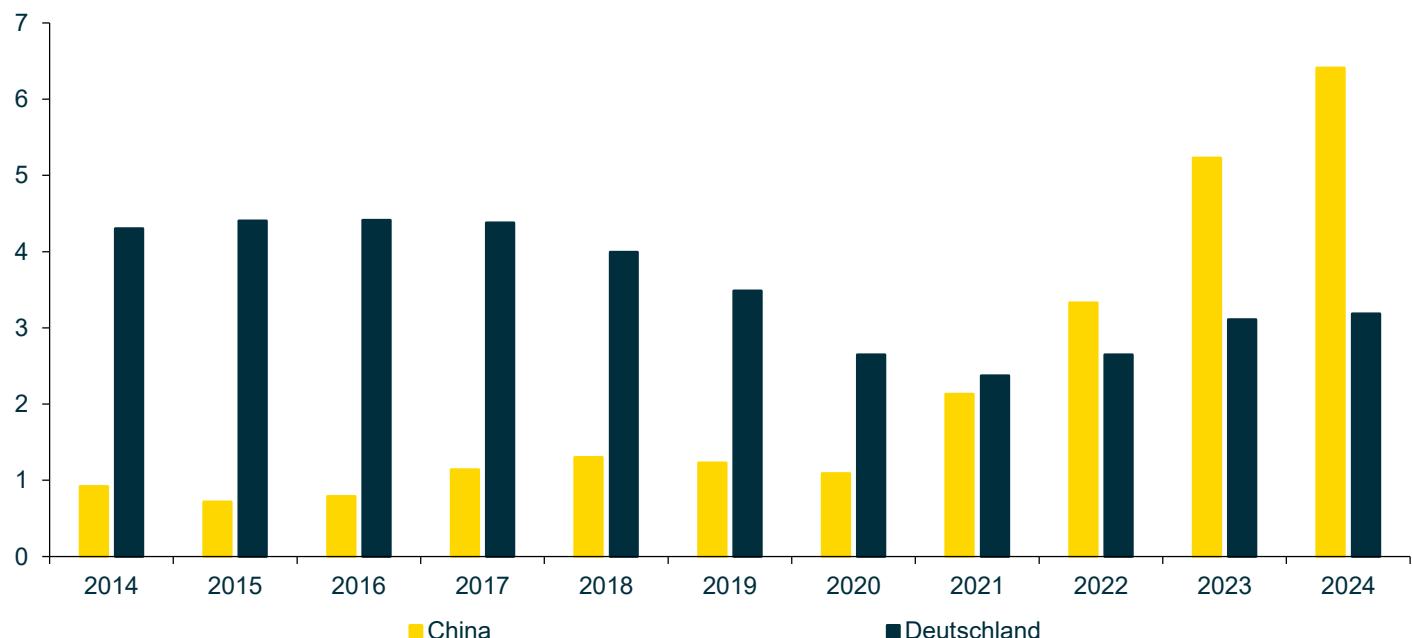
Eher noch verschärft hat sich die Konkurrenz durch chinesische Auto-Produzenten. Da sich diese Unternehmen schon lange auf Elektro-Fahrzeuge konzentriert oder ihre Wurzeln in der Elektroindustrie haben, weisen sie in einigen Bereichen einen technischen Vorsprung auf. Hinzu kommen Kostenvorteile der Produktion in China, sodass die chinesischen Autobauer sehr wettbewerbsfähig sind, ohne dabei als "Billigheimer" aufzutreten. Dabei fordern sie die deutschen Auto-Unternehmen vor allem bei kleinen und mittleren Autos heraus, aber noch weniger im (marginstarken) Premium- oder Luxus-Segment. .

Weil der chinesische Automarkt durch Überkapazitäten und Preiskämpfe gekennzeichnet ist, weichen sie zunehmend auf den Export aus und bieten inzwischen in Europa auch beachtliche und günstige Verbrennermodelle, um in den Markt einzudringen, zumal diese von den EU-Strafzöllen auf chinesische E-Automobile nicht betroffen sind.

Diese starke Konkurrenz macht den deutschen Auto-Unternehmen massiv zu schaffen. Dies zeigt sich zum einen darin, dass sie nach den Zahlen des VDA im vergangenen Jahr in Asien – was zu einem großen Teil China bedeuten dürfte – fast 20 Prozent weniger Autos produziert haben als vor der Corona-Pandemie. Zudem werden die chinesischen Hersteller auch in anderen Märkten zunehmend starke Wettbewerber. So sind Chinas Exporte im vergangenen Jahr erneut kräftig gestiegen und waren fast doppelt so hoch wie die des früheren "Exportweltmeisters" Deutschland (Chart 4). Für das laufende Jahr zeichnet sich ein erneuter Sprung nach oben ab. So wurden in den ersten sieben Monaten dieses Jahres fast 20% mehr Autos aus China exportiert als im gleichen Zeitraum des Vorjahres.

**Chart 4 - Chinas Autoexporte massiv gestiegen**

Exporte von Pkws (Deutschland) und Kfz inkl. Chassis mit Motor (China), in Mio



Quelle: Chinesische Zollbehörde, VDA, S&amp;P Global, Commerzbank-Research

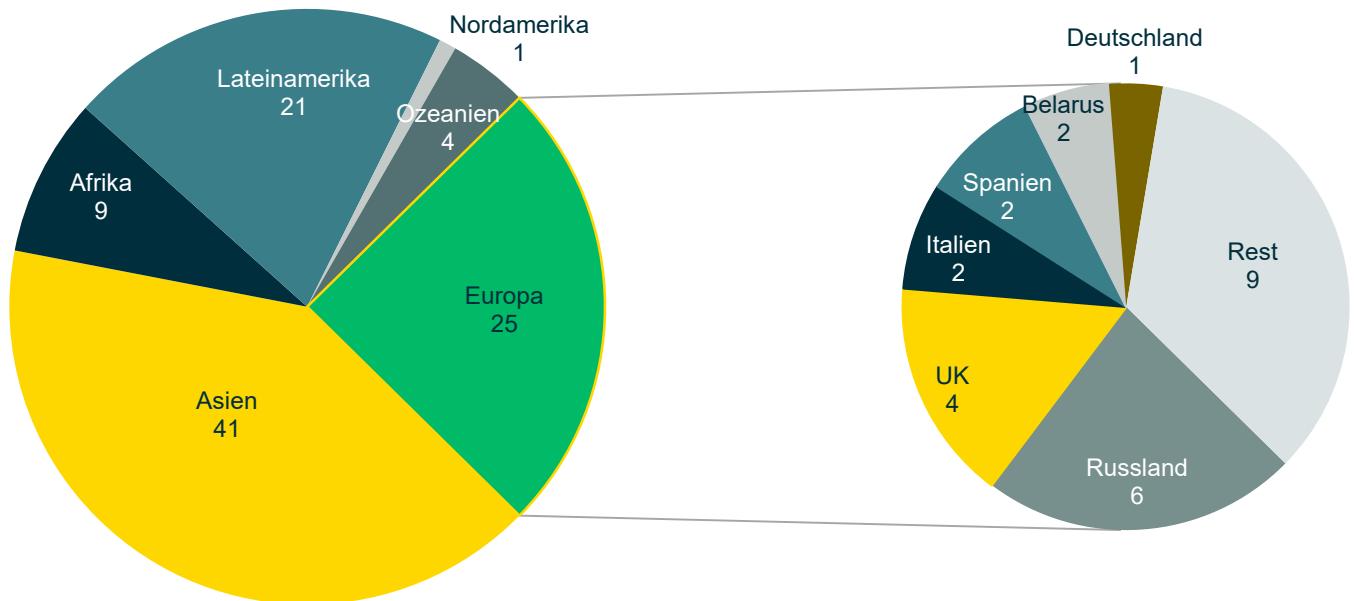
**... wobei sich die Hauptzielmärkte noch unterscheiden**

Gemildert wird dieser Konkurrenzdruck für die deutschen Unternehmen dadurch, dass ein beträchtlicher Teil der chinesischen Autos in Länder geht, die für die deutschen Unternehmen als Absatzmärkte zumindest nicht an erster Stelle stehen. So bleiben mehr als 40% der chinesischen Exporte in Asien; auch Lateinamerika hat mit gut 20% einen viel größeren Anteil an den chinesischen Exporten als an den deutschen Lieferungen ins Ausland (Chart 5).

Mit einem Anteil von etwa 25 Prozent ist Europa der zweitwichtigste Auslandsmarkt für Chinas Autobauer, und in absoluten Zahlen bewegen sich die Lieferungen aus Deutschland in die anderen europäischen Länder in der gleichen Größenordnung wie die ihrer chinesischen Konkurrenten. Aber auch hier sind die Gewichte der einzelnen Länder sehr unterschiedlich. So spielen Russland und Belarus für die chinesischen Unternehmen eine große Rolle, während sie zuletzt für die deutschen Unternehmen – natürlich auch wegen der Sanktionen der EU – praktisch nicht existent sind. Deutschland selber ist mit Lieferungen von etwa 38 Tsd Autos in den ersten sieben Monaten bisher für die chinesischen Unternehmen ein unbedeutender Automarkt.

**Chart 5 - Nur ein Viertel der chinesischen Exporte gehen nach Europa**

Anteil der Regionen/Länder an den chinesischen Auto-Exporten, in Prozent



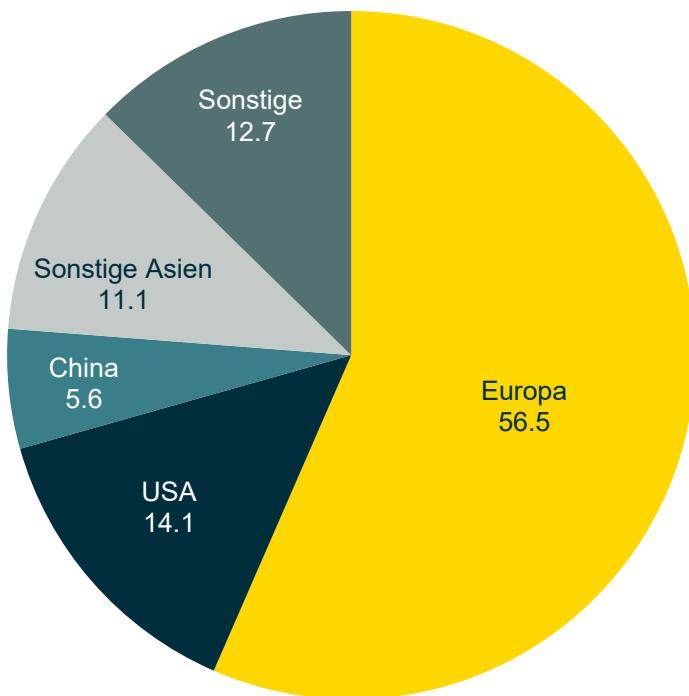
Quelle: Chinesische Zollbehörde, Commerzbank-Research

**US-Zölle als zusätzliche Belastung**

Mit den deutlich erhöhten US-Zöllen ist zuletzt für die deutschen Autobauer eine weitere Belastung hinzugekommen. Schließlich waren die USA nach den europäischen Ländern der zweitwichtigste Auslandsmarkt für die deutschen Autobauer (Chart 6). Die noch immer bestehenden US-Strafzölle von 25% auf EU-Automobile belasten deshalb die Branche erheblich. Zwar wurde in dem vorläufigen Abkommen zwischen den USA und der EU vereinbart, dass der Zollsatz auf 15% fallen soll. Die dafür von der EU zu leistenden Vorbedingungen sind aber noch nicht erbracht, und weitere Zollstreitigkeiten auf anderen Gebieten drohen diese Verringerung weiter zu verzögern, sodass der Zugang zum wichtigen US-Markt weiterhin spürbar erschwert bleiben dürfte.

**Chart 6 - Rund ein Siebtel der aus Deutschland exportierten Pkws ging in die USA**

Anteile einzelner Länder an den deutschen Pkw-Exporten, in Prozent



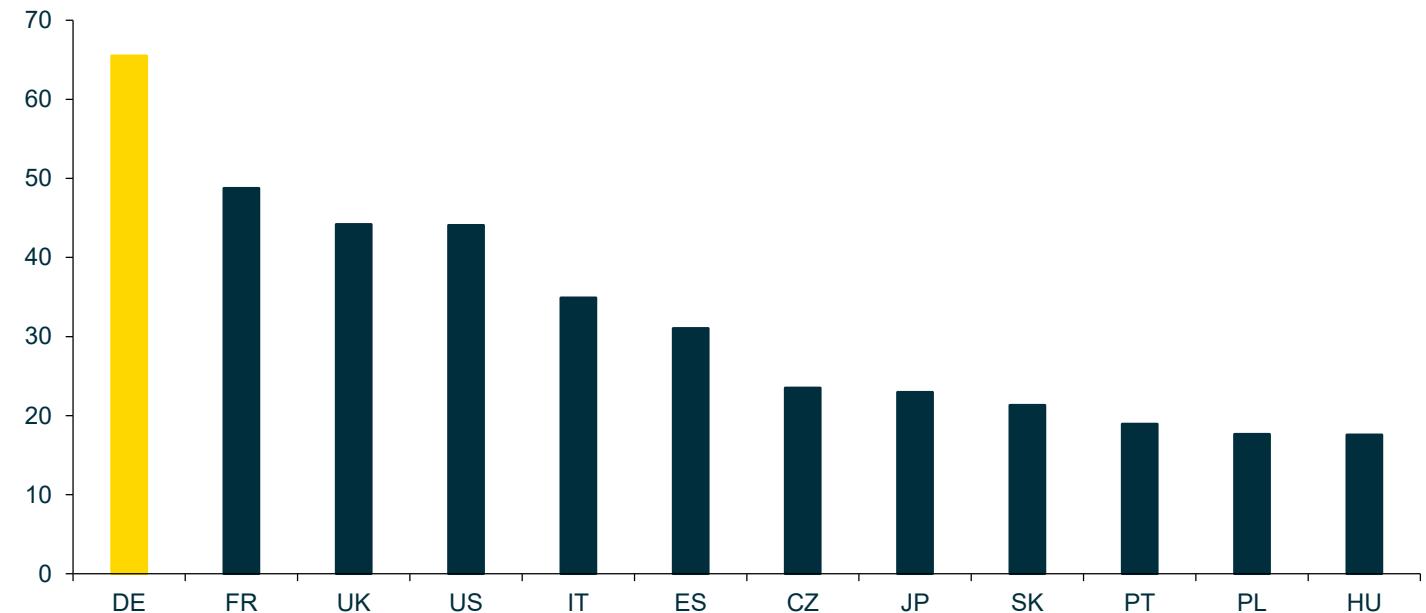
Quelle: VDA, Commerzbank-Research

**Standortbedingungen bleiben schwierig**

Last but not least haben sich die Standortbedingungen in Deutschland in den vergangenen eineinhalb Jahren kaum verbessert. So sind die Arbeitskosten weiterhin deutlich höher als in den anderen Ländern mit einer nennenswerten Automobilindustrie (Chart 7) [1], ohne dass die restlichen Standortbedingungen diese Belastung ausgleichen. Ob sich hieran in den kommenden Monaten und Jahren etwas Grundlegendes ändern wird, ist zweifelhaft. Denn die deutlichen Unterschiede in den wirtschaftspolitischen Ansätzen der aktuellen Regierungsparteien machen wenig Hoffnung, dass sie sich auf einen durchgreifenden Neustart der deutschen Wirtschaftspolitik verständigen und damit Deutschland als Investitionsstandort wieder attraktiver machen werden.

**Chart 7 - Deutschland mit den höchsten Arbeitskosten**

Arbeitskosten in der Automobilindustrie, in Euro pro Stunde, 2024



Quelle: VDA, Commerzbank-Research

**Fazit: Krise wohl noch lange nicht zu Ende**

Alles in allem ist die deutsche Automobilindustrie weiter mit beträchtlichen Herausforderungen konfrontiert, die nicht einfach zu besehen sind. Zwar hat die deutsche Automobilindustrie auch die „Invasion“ der japanischen Autobauer Ende der 70er und Anfang der 80er Jahre überstanden, sich an die neuen Gegebenheiten angepasst und am Ende ihre Stellung weitgehend verteidigt. Allerdings erscheinen die Herausforderungen dieses Mal größer, weil ein regulatorisches Rahmenwerk eine technologische Transformation erfordert, die ins Herz der ursprünglichen Kernkompetenz reicht. Dazu kommen handels- und geopolitische Störfeuer.

Allerdings hat die deutsche Automobilindustrie inzwischen zahlreiche Vorarbeiten geleistet, Kompetenzen aufgebaut und Allianzen geschmiedet. Der Zenit der für die Umstellung auf die neuen Technologien erforderlichen Investitionen dürfte überwiegend überschritten sein. Die Hersteller haben Partnerschaften und Produktionsstätten in China aufgebaut, umfassende Kostensenkungen und Produktionskürzungen vorgenommen – und werden dies fortführen. Zudem haben sie das eigene Angebot an E-Autos ausgebaut, die sich bisher durchaus als konkurrenzfähig erweisen.

Die Automobilindustrie ist eine fixkostenintensive Industrie, bei der Größenvorteile besonders wichtig sind. Der untere Massenmarkt wird aufgrund des höheren Kostenbewusstseins der Kunden und zahlreicher Produzenten aus China schwierig bleiben, wobei sich mittel-/langfristig die großen Hersteller durchsetzen dürften. Premium- und Luxusfahrzeuge profitieren hingegen grundsätzlich davon, dass ihre Käufer weniger konjunktursensitiv sind und ein Statusversprechen mit einkaufen. Auch wenn diese Stärke aktuell nicht besonders sichtbar ist, dürfte sich daran auf mittlere bis lange Sicht wenig ändern.

Herausfordernder als für die großen Hersteller bleibt die Lage für viele Zulieferer. Während bei größeren Zulieferern derzeit eine zum Teil radikale Anpassung an die neuen Gegebenheiten erfolgt und hierbei durchaus erste Erfolge zu verzeichnen sind, fällt vielen kleinen und mittleren Unternehmen die Transformation wesentlich schwerer. Sie leiden unter der Konzentration der Wertschöpfung auf einige große Unternehmen, zumal für Elektro-Autos weniger "Hardware", aber mehr "Software" benötigt wird. Für diese Umstellung müssen auch die Kompetenzen der Mitarbeiter verbessert werden, was kleineren Unternehmen schwerer fällt als größeren. Alles in allem dürfte es bei den Zulieferern im weiteren Zuge der Transformation zur E-Mobilität zu einer spürbaren Marktbereinigung kommen wird, wodurch in Deutschland einiges an Wertschöpfung verloren gehen wird.

[1] Zu den Arbeitskosten in China liefert der VDA keine Zahlen. Sie dürften aber deutlich niedriger als in Deutschland sein. ([zurück zum Text](#))



# Analysts

## Dr. Jörg Krämer<sup>AC</sup>

Chefvolkswirt

+49 69 136 23650

joerg.kraemer@commerzbank.com

## Bernd Weidensteiner<sup>AC</sup>

Senior Economist

+49 69 9353 45625

bernd.weidensteiner@commerzbank.com

Wir weisen darauf hin, dass diese Ausarbeitung am 19/9/2025 07:19 CEST fertiggestellt und am 19/9/2025 07:19 CEST verbreitet wurde.

Für die Erstellung und Veröffentlichung dieser Ausarbeitung sind die Abteilung Group Research (GM-R) im Unternehmensbereich Group Management der Commerzbank AG, Frankfurt am Main, bzw. etwaig in der Ausarbeitung genannte Filialen der Commerzbank außerhalb der USA verantwortlich.

**Analyst Certification (AC): Die Verfasser, die am Anfang dieses Berichts mit AC bezeichnet werden, bestätigen, dass die in diesem Dokument geäußerten Einschätzungen ihre eigene Einschätzung zu den betreffenden Wertpapieren und Emittenten genau wiedergeben und kein Zusammenhang zwischen ihrer Vergütung – weder direkt noch indirekt noch teilweise – und den jeweiligen, in diesem Dokument enthaltenen Empfehlungen oder Einschätzungen bestand, besteht oder bestehen.**

Ob und in welchem zeitlichen Abstand eine Aktualisierung dieser Ausarbeitung erfolgt, ist vorab nicht festgelegt worden. Wenn nicht anders angegeben, beziehen sich die Kurse der in diesem Dokument erwähnten Wertpapiere auf den Schlusskurs oder Spread des letzten Handelstages, die Schwankungen unterliegen können.

## Mögliche Interessenkonflikte

Offenlegung möglicher Interessenkonflikte der Commerzbank AG, ihrer Tochtergesellschaften, verbundenen Unternehmen („Commerzbank“) und Mitarbeitern in Bezug auf die Emittenten oder Finanzinstrumente; die in diesem Dokument analysiert werden, zum Ende des dem Veröffentlichungszeitpunkt diesem Dokument vorangegangenen Monats\*:

Für Angaben zu den in Kompendien genannten Unternehmen bzw. den von den Analysten der Commerzbank analysierten Unternehmen folgen Sie bitte diesem Link: <https://commerzbank.bluematrix.com/sellside/Disclosures.action>\*

\*Die Aktualisierung dieser Informationen kann bis zu 10 Tage nach Monatsende erforderlich.

## Disclaimer

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken und ist für Empfänger bestimmt, die wie professionelle Kunden gemäß der MiFID II ausreichende Erfahrungen, Kenntnisse und Sachverstand haben, um kapitalmarktbezogene Information zu verstehen. Es berücksichtigt nicht die besonderen Umstände des Empfängers und es stellt keine Anlageberatung dar. Die Inhalte dieses Dokuments sind nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder irgendeiner anderen Handlung beabsichtigt und dienen nicht als Grundlage oder Teil eines Vertrages. Anleger sollten sich unabhängig und professionell beraten lassen und ihre eigenen Schlüsse im Hinblick auf die Eignung der Transaktion einschließlich ihrer wirtschaftlichen Vorteilhaftigkeit und Risiken sowie ihrer Auswirkungen auf rechtliche und regulatorische Aspekte sowie Bonität, Rechnungslegung und steuerliche Aspekte ziehen.

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen sind öffentliche Daten und stammen aus Quellen, die von der Commerzbank als zuverlässig und korrekt erachtet werden. Die Commerzbank übernimmt keine Garantie oder Gewährleistung im Hinblick auf Richtigkeit, Genauigkeit, Vollständigkeit oder Eignung für einen bestimmten Zweck. Die Commerzbank hat keine unabhängige Überprüfung oder Due Diligence öffentlich verfügbarer Informationen im Hinblick auf einen unverbundenen Referenzwert oder -index durchgeführt. Alle Meinungsaussagen oder Einschätzungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers bzw. der Verfasser zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen spiegeln nicht zwangsläufig die Meinungen der Commerzbank wider. Die Commerzbank ist nicht dazu verpflichtet, dieses Dokument zu aktualisieren, abzuändern oder zu ergänzen oder deren Empfänger auf andere Weise zu informieren, wenn sich ein in diesem Dokument genannter Umstand oder eine darin enthaltene Stellungnahme, Schätzung oder Prognose ändert oder unzutreffend wird.

Um potenziellen Interessenkonflikten vorzubeugen, arbeitet die Research-Abteilung der Commerzbank unabhängig von anderen Geschäftseinheiten der Bank. Dies wird durch physische und administrative Informationsbarrieren und getrennte Berichtslinien sowie durch schriftliche interne Richtlinien und Verfahren erreicht.

Diese Ausarbeitung kann Handelsideen enthalten, im Rahmen derer die Commerzbank mit Kunden oder anderen Geschäftspartnern in solchen Finanzinstrumenten handeln darf. Die hier genannten Kurse (mit Ausnahme der als historisch gekennzeichneten) sind nur Indikationen und stellen keine festen Notierungen in Bezug auf Volumen oder Kurs dar. Die in der Vergangenheit gezeigte Kursentwicklung von Finanzinstrumenten erlaubt keine verlässliche Aussage über deren zukünftigen Verlauf. Eine Gewähr für den zukünftigen Kurs, Wert oder Ertrag eines in diesem Dokument genannten Finanzinstruments oder dessen Emittenten kann daher nicht übernommen werden. Es besteht die Möglichkeit, dass Prognosen oder Kursziele für die in diesem Dokument genannten Unternehmen bzw. Wertpapiere aufgrund verschiedener Risikofaktoren nicht erreicht werden. Hierzu zählen in unbegrenztem Maße Marktvolatilität, Branchenvolatilität, Unternehmensentscheidungen, Nichtverfügbarkeit vollständiger und akkurate Informationen und/



oder die Tatsache, dass sich die von der Commerzbank oder anderen Quellen getroffenen und diesem Dokument zugrunde liegenden Annahmen als nicht zutreffend erweisen.

Die Commerzbank und/oder ihre verbundenen Unternehmen dürfen als Market Maker in den(m) Instrument(en) oder den entsprechenden Derivaten handeln, die in unseren Research-Studien genannt sind. Mitarbeiter der Commerzbank oder ihrer verbundenen Unternehmen dürfen unseren Kunden und Geschäftseinheiten gegenüber mündlich oder schriftlich Kommentare abgeben, die von den in dieser Studie geäußerten Meinungen abweichen. Die Commerzbank darf Investmentbanking-Dienstleistungen für in dieser Studie genannte Emittenten ausführen oder anbieten.

Weder die Commerzbank noch ihre Geschäftsleitungsorgane, leitenden Angestellten oder Mitarbeiter übernehmen die Haftung für Schäden, die ggf. aus der Verwendung dieses Dokuments, seines Inhalts oder in sonstiger Weise entstehen.

Die Aufnahme von Hyperlinks zu den Websites von Organisationen, die in diesem Dokument erwähnt werden, impliziert keineswegs eine Zustimmung, Empfehlung oder Billigung der Informationen der Websites bzw. der von dort aus zugänglichen Informationen durch die Commerzbank. Die Commerzbank übernimmt keine Verantwortung für den Inhalt dieser Websites oder von dort aus zugängliche Informationen oder für eventuelle Folgen aus der Verwendung dieser Inhalte oder Informationen.

Dieses Dokument ist nur zur Verwendung durch den Empfänger bestimmt. Es darf weder in Auszügen noch als Ganzes ohne vorherige schriftliche Genehmigung der Commerzbank auf irgendeine Weise verändert, vervielfältigt, verbreitet, veröffentlicht oder an andere Personen weitergegeben werden. Die Art und Weise, wie dieses Produkt vertrieben wird, kann in bestimmten Ländern, einschließlich der USA, weiteren gesetzlichen Beschränkungen unterliegen. Personen, in deren Besitz dieses Dokument gelangt, sind verpflichtet, sich diesbezüglich zu informieren und solche Einschränkungen zu beachten.

Mit Annahme dieses Dokuments stimmt der Empfänger der Verbindlichkeit der vorstehenden Bestimmungen zu.

#### **Zusätzliche Informationen für Kunden in folgenden Ländern:**

**Deutschland:** Die Commerzbank AG ist im Handelsregister beim Amtsgericht Frankfurt unter der Nummer HRB 32000 eingetragen. Die Commerzbank AG unterliegt der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Strasse 108, 53117 Bonn, Marie-Curie-Strasse 24-28, 60439 Frankfurt am Main und der Europäischen Zentralbank, Sonnemannstrasse 20, 60314 Frankfurt am Main, Deutschland.

**Großbritannien:** Dieses Dokument ist nicht zur Verteilung an Retail-Kunden bestimmt und wurde von der Commerzbank AG, Filiale London, herausgegeben oder für eine Herausgabe in Großbritannien genehmigt; diese Filiale ist von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) und der Europäischen Zentralbank amtlich zugelassen und unterliegt deren Regulierung. Sie ist von der Prudential Regulation Authority amtlich zugelassen. Sie unterliegt der Regulierung durch die Financial Conduct Authority und in beschränktem Umfang der Regulierung durch die Prudential Regulation Authority. Einzelheiten zum Umfang unserer Regulierung durch die Prudential Regulation Authority sind auf Anfrage bei uns erhältlich.

**USA:** Diese Ausarbeitung wurde von der Commerzbank AG erstellt, einem Unternehmen, das in Deutschland und dem Europäischen Wirtschaftsraum (EWR) zum Wertpapierhandel zugelassen ist. Die Commerzbank AG ist kein in den USA registrierter Broker-Händler und unterliegt daher nicht den US-Vorschriften für die Erstellung von Research und den damit verbundenen Vorschriften für Research-Analysten. Dieses Dokument ist nicht zur Weitergabe an Privatkunden bestimmt. Jegliche Verteilung dieser Ausarbeitung an US-Investoren ist für institutionelle Großanleger mit Hauptsitz in USA unter Berufung auf Befreiung von der Registrierung gemäß Rule 15a-6(a)(2) des U.S. Securities Exchange Act von 1934 in der jeweils gültigen Fassung (der „Exchange Act“) bestimmt. Jeder U.S.-Empfänger dieses Research-Berichts, der auf der Grundlage der in diesem Research-Bericht enthaltenen Informationen Transaktionen zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder damit verbundenen Finanzinstrumenten durchführen möchte, darf dies nur über einen bei der Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) registrierten Broker-Händler tun. Commerz Markets LLC (CMLLC) ist ein in den USA registrierter Broker-Händler und eine hundertprozentige Tochtergesellschaft der Commerzbank AG. Die Commerzbank AG ist ein bei der Commodity Futures Trading Commission (CFTC) registrierter Derivate-Swaphändler gemäß dem Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act. US-Personen und damit verbundene Dodd-Frank-relevante Anleger, die auf der Grundlage der in diesem Research-Bericht enthaltenen Informationen Transaktionen mit nicht auf Wertpapieren basierenden Swaps durchführen möchten, dürfen dies nur über einen bei der CFTC registrierten Swap-Händler tun.

**Kanada:** Die Inhalte dieses Dokuments sind nicht als Prospekt, Anzeige, öffentliche Emission oder Angebot bzw. Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der beschriebenen Wertpapiere in Kanada oder einer kanadischen Provinz bzw. einem kanadischen Territorium beabsichtigt. Angebote oder Verkäufe der beschriebenen Wertpapiere erfolgen in Kanada ausschließlich im Rahmen einer Ausnahme von der Prospektpflicht und nur über einen nach den geltenden Wertpapiergesetzen ordnungsgemäß registrierten Händler oder alternativ im Rahmen einer Ausnahme von der Registrierungspflicht für Händler in der kanadischen Provinz bzw. dem kanadischen Territorium, in dem das Angebot abgegeben bzw. der Verkauf durchgeführt wird. Die Inhalte dieses Dokuments sind keinesfalls als Anlageberatung in einer kanadischen Provinz bzw. einem kanadischen Territorium zu betrachten und nicht auf die Bedürfnisse des Empfängers zugeschnitten. In Kanada sind die Inhalte dieses Dokuments ausschließlich für Permitted Clients (gemäß National Instrument 31-103) bestimmt, mit denen die Commerzbank AG und/oder die Commerz Markets LLC im Rahmen der Ausnahmen für internationale Händler Geschäfte treibt. Die Inhalte dieses Dokuments dürfen sich nicht auf Wertpapiere eines Emittenten beziehen, der nach den Gesetzen Kanadas oder einer kanadischen Provinz bzw. eines kanadischen Territoriums gegründet wurde, da die Commerzbank AG und die Commerz Markets LLC im Rahmen der Ausnahmen für internationale Händler gemäß National Instrument 31-103 tätig sind. Keine Wertpapieraufsicht oder ähnliche Aufsichtsbehörde in Kanada hat dieses Material, die Inhalte dieses Dokuments oder die beschriebenen Wertpapiere geprüft oder genehmigt; gegenteilige Behauptungen zu erheben, ist strafbar.

**Europäischer Wirtschaftsraum:** Soweit das vorliegende Dokument durch eine außerhalb des Europäischen Wirtschaftsraumes ansässige Rechtsperson erstellt wurde, erfolgte eine Neuausgabe für die Verbreitung im Europäischen Wirtschaftsraum durch die Commerzbank AG, Filiale London. Die Commerzbank AG, Filiale London, ist von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) und der Europäischen Zentralbank amtlich zugelassen und unterliegt deren Regulierung. Sie ist von der Prudential Regulation Authority amtlich zugelassen. Sie unterliegt der Regulierung durch die Financial Conduct Authority und in beschränktem Umfang der Regulierung durch die Prudential Regulation Authority.



**Schweiz:** Dieses Dokument ist grundsätzlich nicht zur Verteilung an Retail-Kunden bestimmt. Weder diese Research-Studie noch die hierin enthaltenen Informationen sind als persönliche Empfehlungen für Transaktionen in Finanzinstrumenten im Sinne des Finanzdienstleistungsgesetzes zu betrachten..

**Singapur:** Dieses Dokument wird in Singapur von der Commerzbank AG, Filiale Singapur, zur Verfügung gestellt. Es darf dort nur von institutionellen Investoren, akkreditierten Investoren oder sachkundigen Investoren, jeweils laut Definition in Section 4A des Securities and Futures Act, Chapter 289, von Singapur („SFA“) gemäß Section 274 bzw. Section 275 des SFA, entgegengenommen werden. Dieses Dokument stellt keine Beratung in bilanziellen, rechtlichen, regulatorischen, steuerlichen, finanziellen oder anderen Fragen und/oder Empfehlungen für den Empfänger dieser Ausarbeitung dar. Darüber hinaus stellen die hierin enthaltenen Mitteilungen/Informationen keine „Finanzberatungs-Dienstleistung“ im Sinne des Financial Advisers Act, Chapter 110, von Singapur („FAA“) dar; deshalb gelten die gegenüber einem Kunden gegebenenfalls zu beachtenden aufsichtsrechtlichen Anforderungen und geschuldeten Pflichten nach oder in Verbindung mit dem FAA nicht in Verbindung mit dieser Ausarbeitung für den Empfänger. Den Empfängern wird empfohlen, zu den hierin enthaltenen Informationen den unabhängigen Rat ihrer eigenen professionellen Berater einzuhören.

**Japan:** Diese Informationen und ihre Verteilung stellen keine „Aufforderung“ gemäß dem Financial Instrument Exchange Act (FIEA) von Japan dar und sind nicht als solche auszulegen. Diese Informationen dürfen von internationalen Filialen der Commerzbank außerhalb Japans ausschließlich an „professionelle Anleger“ gemäß Article 2(31) des FIEA und Article 23 der Cabinet Ordinance Regarding Definition of Article 2 of the FIEA verteilt werden. Die Commerzbank AG, Tokyo Branch, war nicht an der Erstellung dieser Informationen beteiligt. In dieser Ausarbeitung erwähnte Instrumente können nicht von der Filiale eingeführt werden. Anfragen bezüglich der Verfügbarkeit dieser Instrumente richten Sie bitte an den Bereich Firmenkunden der Commerzbank AG..

**Australien:** Die Commerzbank AG hat keine australische Lizenz für Finanzdienstleistungen. Dieses Dokument wird in Australien an Großkunden unter einer Ausnahmeregelung zur australischen Finanzdienstleistungslizenz von der Commerzbank gemäß Class Order 04/1313 verteilt. Die Commerzbank AG wird durch die BaFin nach deutschem Recht geregelt, das vom australischen Recht abweicht.

**Volksrepublik China (VRC):** Dieses Dokument wird von der Commerzbank AG zur Verfügung gestellt und ist ausschließlich für berechtigte Institute bestimmt. Niemand sonst darf sich auf Informationen verlassen, die in diesem Dokument enthalten sind. Die in diesem Dokument enthaltenen Produkte und Dienstleistungen gelten nur für Institute in der VRC, für die die Bereitstellung dieser Produkte und Dienstleistungen nach den Gesetzen und Vorschriften der VRC zulässig ist. Für jede Person, die dieses Dokument erhält, dürfen die Informationen in diesem Dokument weder als Marketing oder Werbung des Geschäfts noch als buchhalterische, rechtliche, regulatorische, steuerliche, finanzielle oder andere Beratung und/oder Anlageberatung an den Empfänger dieses Dokuments angesehen werden und dem Empfänger wird geraten, sich von seinen eigenen professionellen Beratern über die hierin enthaltenen Informationen unabhängig zu beraten und sich bei der Durchführung von betreffenden Transaktionen an die Gesetze und Vorschriften der VRC zu halten.

© Commerzbank AG 2025. Alle Rechte vorbehalten. Version 25.03

Frankfurt	London	New York	Singapore
Commerzbank AG	Commerzbank AG	Commerz Markets LLC	Commerzbank AG
DLZ - Gebäude 2, Händlerhaus	PO BOX 52715	225 Liberty Street, 32nd floor,	128 Beach Road
Mainzer Landstraße 153 60327 Frankfurt	30 Gresham Street London, EC2P 2XY	New York, NY 10281-1050	#17-01 Guoco Midtown Singapore 189773
Tel: + 49 69 136 21200	Tel: + 44 207 623 8000	Tel: + 1 212 703 4000	Tel: +65 631 10000