

Marktdaten im Überblick	2
Unternehmenskommentare	3
Airbus	3
BMW St	4
GEA Group	10
Rechtliche Hinweise	16



Marktdaten im Überblick

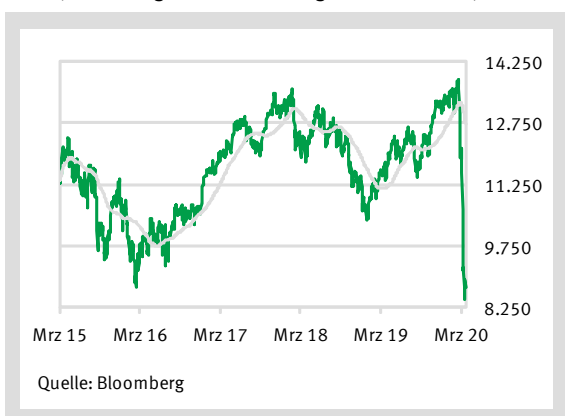
	23.03.2020	20.03.2020	Änderung
Deutschland			
DAX	8.741	8.929	-2,1%
MDAX	18.837	19.521	-3,5%
TecDAX	2.317	2.349	-1,4%
Bund-Future	171,12	170,42	0,4%
10J Bund in %	-0,3750	-0,3210	-0,0540 PP
3M Zins in %	-0,6360	-0,6640	0,0280 PP
Europa			
EuroStoxx 50	2.486	2.549	-2,5%
FTSE 100	4.994	5.191	-3,8%
SMI	8.161	8.624	-5,4%
Welt			
DOW JONES	18.592	19.174	-3,0%
S&P 500	2.237	2.305	-2,9%
NASDAQ COMPOSITE	6.861	6.880	-0,3%
NIKKEI 225	16.888	16.553	2,0%
TOPIX	1.292	1.283	0,7%
Rohstoffe / Devisen			
EUR in USD	1,0726	1,0688	0,4%
Gold (USD je Feinunze)	1.525,40	1.494,40	2,1%
Brent-Öl (USD je Barrel)	27,03	26,98	0,2%

Quelle: Bloomberg

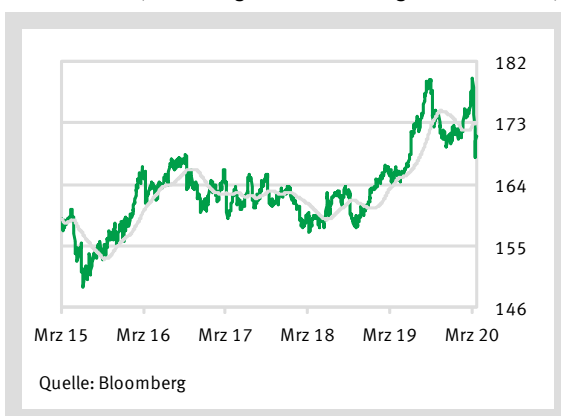
PP: Prozentpunkte

Hinweis: Die Indexstände von NIKKEI 225 und TOPIX beziehen sich auf die Handelstage vom 23.03. und 19.03. (kein Handel am 20.03.).

DAX (Kurs und gleitender 90 Tage-Durchschnitt)



Bund-Future (Kurs und gleitender 90 Tage-Durchschnitt)



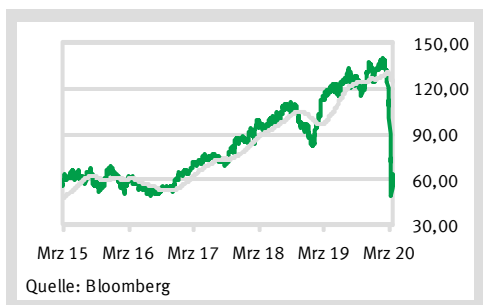
Unternehmenskommentare

Airbus

Halten (Halten)

Kurs am 23.03.20 um 17:35h	55,14 EUR
Erstellung abgeschlossen	24.03.2020 / 11:55h
Erstmals weitergegeben	24.03.2020 / 13:55h
Kursziel	62,00 EUR
Marktkapitalisierung	43,14 Mrd. EUR
Branche	Industrie
Land	Niederlande
WKN	938914
Reuters	AIRG.DE

Kennzahlen	12/19	12/20e	12/21e
Ergebnis je Aktie (EUR)	-1,75	4,24	3,80
Kurs/Gewinn	neg.	13,0	14,5
Dividende je Aktie (EUR)	0,00	0,00	1,00
Div.-Rendite	0,0%	0,0%	1,8%
Kurs/Umsatz	1,3	0,6	0,7
Kurs/Op. Ergebnis	69,2	8,5	9,3
Kurs/Cashflow	24,7	86,3	8,4
Kurs/Buchwert	15,5	4,6	3,5



Performance	3 M	6 M	12 M
Absolut	-58,5%	-53,6%	-51,9%
Relativ z. MDAX	-24,4%	-26,9%	-26,4%

Erstempfehlung 13.05.2014

Historie der Umstufungen (12 Monate):

02.05.2019 Von Kaufen auf Halten

Anlass

Gewinnwarnung und Dividendenausfall

Einschätzung

Der Airbus-Konzern hat vor dem Hintergrund, dass sich seine wichtigste Kundenbranche - die zivilen Fluggesellschaften - in ihrer wohl größten Krise befindet (wird u.E. zu Verschiebung von Flugzeugkäufen und Stornierungen führen), den Ausblick für das laufende Geschäftsjahr (Auslieferungen von zivilen Flugzeugen: rund 880 (Gj. 2019: 863) Stück; bereinigtes Konzern-EBIT: ca. 7,5 (Gj. 2019: 6,95) Mrd. Euro; freier Cashflow vor M&A und Kundenfinanzierung: ca. 4 (Gj. 2019: 3,51) Mrd. Euro) zurückgezogen. Dies überrascht uns nicht (siehe unsere Kommentierung vom 20.03.). Was für uns aber unerwartet kam, war, dass Airbus auch den Dividendenvorschlag für das abgelaufene Geschäftsjahr (1,80 Euro je Aktie, entspricht einem Rekordniveau) zurückgezogen hat. Dies führt zu einer Verhinderung eines Mittelabflusses von ca. 1,4 Mrd. Euro. Zudem erweitert der Konzern seinen Kreditrahmen und verfügt damit nun über Liquiditätsreserven von rund 30 Mrd. Euro. Damit ist Airbus nun u.E. krisenfester aufgestellt. Auf Grund der Staatsbeteiligung (Deutschland, Frankreich und Spanien zusammen 26,0%) sowie der strategischen Bedeutung des Konzerns für die europäische Luftfahrt-, Raumfahrt- und Verteidigungsindustrie könnte Airbus u.E. im Fall der Fälle mit Staatshilfe rechnen. Unsere am 20.03. gesenkten Umsatz- und Ergebnisprognosen haben Bestand (u.a. EpS 2020e: 4,24 Euro; EpS 2021e: 3,80 Euro). Unsere DpS-Prognosen haben wir aber erneut gesenkt (u.a. 2020e: 0,00 (alt: 1,50) Euro; EpS 2021e: 1,00 (alt: 1,50) Euro). Unter Berücksichtigung der Geschäftsentwicklung, der Perspektiven sowie des gegenwärtigen Kursniveaus (seit Jahresbeginn: -58%; KBV 2020e: 4,5; Verhältnis Goodwill zu Eigenkapital per 31.12.2019: 217%) lautet unser Votum für die Airbus-Aktie weiterhin Halten (Kursziel: unverändert 62,00 Euro (Discounted-Cashflow-Modell)).

Sven Diermeier (Senior Analyst)

BMW St

Halten (Halten)

Kurs am 23.03.20 um 17:35h 39,80 EUR

Erstellung abgeschlossen 24.03.2020 / 11:55h

Erstmals weitergegeben 24.03.2020 / 13:55h

Kursziel 45,00 EUR

Marktkapitalisierung 25,87 Mrd. EUR

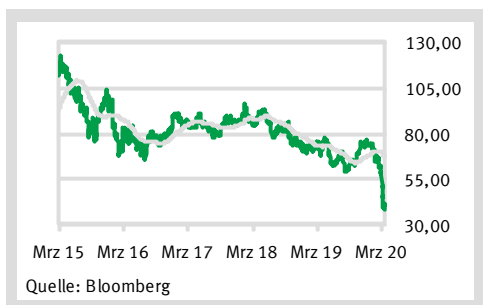
Branche Automobile / Zulieferer

Land Deutschland

WKN 519000

Reuters BMWG.DE

Kennzahlen	12/19	12/20 e	12/21 e
Ergebnis je Aktie (EUR)	7,47	4,51	6,46
Kurs/Gewinn	9,2	8,8	6,2
Dividende je Aktie (EUR)	2,50	1,50	2,15
Div.-Rendite	3,6%	3,8%	5,4%
Kurs/Umsatz	0,4	0,3	0,3
Kurs/Op. Ergebnis	6,0	5,7	4,1
Kurs/Cashflow	12,3	7,9	6,8
Kurs/Buchwert	0,8	0,4	0,4



Performance	3 M	6 M	12 M
Absolut	-45,9%	-37,5%	-42,8%
Relativ z. DAX30	-11,4%	-8,3%	-17,4%

Erstempfehlung 24.08.2007

Historie der Umstufungen (12 Monate):

Anlass

Geschäftsbericht 2019

Einschätzung

Der Geschäftsbericht 2019 bestätigte die Mitte März veröffentlichten Eckdaten. BMW hat die Ziele für das Gesamtjahr 2019 mehrheitlich erfüllt. Der Dividendenvorschlag für 2019, der erneut eine deutliche Reduzierung bedeutet, war bereits bekannt. Der erstmals veröffentlichte Ausblick für das Geschäftsjahr 2020 steht im Zeichen der Covid-19-Pandemie (deutlicher Rückgang des EBT erwartet, EBIT-Marge des Kernsegments Automobile rückläufig). Das Geschäftsmodell ist überdurchschnittlich konjunkturresistent und die Konjunkturrisiken haben in den letzten Wochen noch einmal zugenommen. Zudem bestehen nach wie vor die strukturellen Herausforderungen auf Grund der automobilen Sektortransformation. Bei der Reduzierung der Flottenmission in der EU28 ist BMW in 2019 nur geringfügig vorangekommen. Allerdings kann der Autobauer nach wie vor auf ein solides finanzielles Polster zurückgreifen. Wir haben unsere Prognosen gesenkt (u.a. EpS 2020e: 4,51 (alt: 4,97) Euro; EpS 2021e: 6,46 (alt: 8,32) Euro). Unter Berücksichtigung der Geschäftsentwicklung, der Perspektiven sowie des gegenwärtigen Kursniveaus (seit Jahresbeginn: -46%; KBV 2020e: 0,4; kaum Goodwill) lautet unser Votum für die BMW-Stammaktie nach wie vor Halten (Kursziel: 45,00 (alt: 48,00) Euro (Discounted-Cashflow-Modell)).

Sven Diermeier (Senior Analyst)

Highlights

- Das Segment Automobile erzielte in 2019 eine EBIT-Marge von 4,9% (Vj.: 7,2%).
- Die Flottenemission von BMW belief sich in 2019 in der EU28 auf 127 (Vj.: 128) g CO2 pro km.
- Die Nettoliquidität des Kernsegments Automobile bezifferte sich per Ende Dezember 2019 auf 17,58 Mrd. Euro.
- BMW sieht für 2020 einen deutlichen Rückgang des Konzern-EBT.

Geschäftsentwicklung

Der Konzernumsatz stieg im vierten Quartal (Q4) 2019 deutlich um 20% auf 29,37 (Vj.: 24,48; vorläufig: 29,37) Mrd. Euro (Q3 2019: +8% y/y; Q2 2019: +3% y/y; Q1 2019: -1% y/y; Q4 2018: +/-0% y/y; Q3 2018: +5% y/y; Q2 2018: -3% y/y; Q1 2018: -5% y/y). Im Kernsegment Automobile stiegen die Umsätze um 16% (Absatz: +1%) y/y). Gleichzeitig zeigte das Kernsegment einen starken Ergebnisanstieg (EBIT: +26% auf 1,83 (Vj.: 1,45) Mrd. Euro). Die EBIT-Marge des Segments verbesserte sich entsprechend auf 6,8% (Vj.: 6,3%). Das Konzern-EBT legte um 14% auf 2,06 (Vj.: 1,80; vorläufig: 2,06) Mrd. Euro zu. Das Ergebnis je Stammaktie stieg auf Grund einer höheren Steuerquote unterproportional um 6% auf 2,09 (Vj.: 1,98; vorläufig: 2,09) Euro.

BMW	Umsatz (in Mio. EUR)			Umsatz (in Mio. EUR)		
	Q4 2018	Q4 2019	Veränderung gg. Vj.	Gj. 2018	Gj. 2019	Veränderung gg. Vj.
Automobile	23.217	26.829	15,6%	85.846	91.682	6,8%
Motorräder	515	497	-3,5%	2.173	2.368	9,0%
Finanzdienstleistungen	6.898	7.617	10,4%	27.705	29.598	6,8%
Sonstige, Konsolidierung	-6.148	-5.577	-	-18.869	-19.438	-
Konzern	24.482	29.366	19,9%	96.855	104.210	7,6%

Quelle: BMW, NATIONAL-BANK AG

Im Gesamtjahr 2019 stiegen die Konzern Erlöse um 8% y/y. Im Kernsegment Automobile kletterte der Umsatz um 7% y/y (dabei Absatz: +3% y/y). Das EBIT des Segments Automobile brach u.a. wegen der Rückstellung (1,4 Mrd. Euro) für ein EU-Kartellverfahren (gebildet in Q1 2019) um 27% y/y ein, woraus eine EBIT-Marge von 4,9% (Vj.: 7,2%; Guidance: 4,5% bis 6,5%) resultierte. Das Konzern-EBT verringerte sich deutlich um 26% (Guidance: deutlicher Rückgang) auf 7,12 (Vj.: 9,63) Mrd. Euro. Das Ergebnis je Stammaktie ging um 30% auf 7,47 (Vj.: 10,60) Euro zurück. Für das abgelaufene Geschäftsjahr will BMW eine Dividende von 2,50 (Vj.: 3,50) Euro je Stammaktie ausschütten.

Der freie Cashflow des Kernsegments Automobile zeigte sich in Q4 2019 infolge der Ergebnisentwicklung sowie einer geringeren Mittelbindung deutlich verbessert und war positiv (+1.543 (Vj.: +671) Mio. Euro; aber Gj. 2019: +2.567 (Vj.: +2.713) Mio. Euro). Die Nettoliquidität des Segments bezifferte sich per Ende Dezember 2019 auf 17,58 (30.09.2019: 14,92; 31.12.2018: 19,49) Mrd. Euro. BMW verfügt über Investmentgrade-Ratings (S&P: „A+“ (Ausblick: „negativ“); Moody's: „A1“ (Ausblick: „stabil“)).

BMW	EBIT (in Mio. EUR)		Veränderung	EBIT (in Mio. EUR)		Veränderung
	Q4 2018	Q4 2019	gg. Vj.	Gj. 2018	Gj. 2019	gg. Vj.
Automobile	1.452	1.825	25,7%	6.182	4.499	-27,2%
EBIT-Marge	6,3%	6,8%	0,5 PP	7,2%	4,9%	-2,3 PP
Motorräder	-33	-32	-	175	194	10,9%
EBIT-Marge	-6,4%	-6,4%	0,0 PP	8,1%	8,2%	0,1 PP
Finanzdienstleistungen	478	452	-5,4%	2.172	2.312	6,4%
Sonstige, Konsolidierung	-132	87	-	404	406	0,5%
Konzern	1.765	2.332	32,1%	8.933	7.411	-17,0%
EBIT-Marge	7,2%	7,9%	0,7 PP	9,2%	7,1%	-2,1 PP

Quelle: BMW, NATIONAL-BANK AG

PP: Prozentpunkte

Perspektiven

Im Rahmen des Strategieprogramms „Number One Next“ beabsichtigt BMW die Entwicklung von Automatisierung und autonomem Fahren weiter voranzutreiben (u.a. Beteiligung am Kartendienst Here, Kooperationen mit Intel und Mobileye, Daimler). BMW hat angekündigt, die E-Mobilitätsstrategie zu beschleunigen. Demnach sollen nun bereits 2023 (bisher: 2025) 25 elektrifizierte Modelle angeboten werden. Davon mehr als die Hälfte vollelektrisch. Den Absatz elektrifizierter Fahrzeuge will der Autobauer eigenen Angaben zufolge in 2021 ggü. 2019 verdoppeln. Bis 2025 soll dann der E-Autoabsatz um mehr als 30% p.a. steigen. Für die Jahre 2017 bis 2020 strebt BMW eine Konzern-EBT-Marge von über 10% (2019: 6,8%; 2018: 10,1%; 2017: 10,9%; 2016: 10,3%) an. Für das Automobil-Segment besteht weiterhin die Zielsetzung einer EBIT-Marge von 8%-10% (2019: 4,9%; 2018: 7,2%; 2017: 9,2%; 2016: 8,9%) sowie eines freien Cashflows von mindestens 3 (2019: 2,57; 2018: 2,71; 2017: 4,46; 2016: 5,79) Mrd. Euro. Die Ausschüttungsquote soll bei 30-40% liegen. Um die Profitabilität zu erhöhen, hat BMW neue Effizienzsteigerungsmaßnahmen (u.a. Reduzierung der heutigen Antriebsvarianten um 50%, Verkürzen der Dauer des Entwicklungsprozesses für neue Fahrzeugmodelle um bis zu einem Drittel durch Digitalisierung) angekündigt, die im Vierjahreszeitraum bis Ende 2022 insgesamt zu Einsparungen von mehr als 12 Mrd. Euro führen sollen.

Im Rahmen der Veröffentlichung des Geschäftsberichts (am 18.03.) hat BMW einen Ausblick für das Geschäftsjahr 2020 veröffentlicht. Demnach soll das Konzern-EBT (Gj. 2019: 7,12 Mrd. Euro) deutlich zurückgehen (bedeutet: >10% y/y; impliziert EBT von <6,41 Mrd. Euro). Im Automobil-Geschäft sollen die Auslieferungen deutlich sinken und die EBIT-Marge in einer Spanne von 2,0% bis 4,0% (Gj. 2019: 4,9%; Gj. 2018: 7,2%) liegen.

Unsere Prognosen für die Geschäftsjahre 2020 (u.a. EpS (Stämme): 4,51 (alt: 4,97) Euro; DpS (Stämme): 1,50 (alt: 2,00) Euro) und 2021 (u.a. EpS (Stämme): 6,46 (alt: 8,32) Euro; DpS (Stämme): 2,15 (alt: 2,60) Euro) haben wir gesenkt. Auf Basis unseres Discounted-Cashflow-Modells (Startjahr: 2020 (bisher: 2019); Prognosesenkung 2020ff) haben wir für die BMW-Stammaktie ein neues Kursziel von 45,00 (alt: 48,00) Euro ermittelt. Bei einem Aufwärtspotenzial von <15% lautet unser Votum weiterhin Halten.

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> - BMW verfügt über starke Marken (BMW, Rolls-Royce) - weltweit größter Anbieter von Premium- und Luxusautomobilen - technologische Kompetenz sowie hohe Kundenbindung - Ankeraktionär Familie Quandt 	<ul style="list-style-type: none"> - hohe Abhängigkeit von wenigen Modellen, kaum Modelle für Massenmarkt - hoher Fixkostenanteil - Unternehmensstrategie „Erhaltung der Innovationsführerschaft“ bedarf hoher Investitionen in Forschung und Entwicklung
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> - Übertragung des Premium-Images auf neue Automobilssegmente - Übertragung innovativer Antriebstechnologien von BMWi auf andere Modelle - geringe Automobildichte in Schwellen- und Entwicklungsländern 	<ul style="list-style-type: none"> - immer strengere Emissionsanforderungen (Premiumhersteller sind davon besonders betroffen, Dieseldiagnostik-Manipulationen könnten Strategie scheitern lassen) - tiefgreifender Strukturwandel in der Automobilindustrie (Elektrifizierung, autonomes Fahren, Digitalisierung/Vernetzung, Aufkommen von neuen Wettbewerbern aus der Technologieindustrie) - globaler Konjunkturabschwung (v.a. wegen Covid-19) - Ratingherabstufung - Wechselkursbelastungen

Quelle: NATIONAL-BANK AG

BMW: Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. EUR (außer Ergebnis je Aktie und Dividende je Aktie)	2017	2018	2019	2020e	2021e
Umsatz	98.282	96.855	104.210	96.134	101.181
Bruttoergebnis	19.953	18.378	18.063	14.180	16.695
EBITDA	14.721	14.046	13.428	10.285	12.293
Abschreibungen	-4.822	-5.113	-6.017	-5.719	-5.970
EBIT	9.899	8.933	7.411	4.566	6.324
Finanzergebnis	776	694	-293	-300	-325
EBT	10.675	9.627	7.118	4.266	5.999
Steuern	-2.000	-2.530	-2.140	-1.227	-1.650
Ergebnis nach Steuern	8.675	7.097	4.978	3.040	4.349
Minderheitenanteile	-86	-90	-107	-75	-95
Nettoergebnis	8.589	6.974	4.915	2.965	4.254
Anzahl Aktien (Mio. St.)	602	602	602	602	603
Ergebnis je Aktie	13,07	10,60	7,47	4,51	6,46
Dividende je Aktie	4,00	3,50	2,50	1,50	2,15
in % vom Umsatz					
Umsatz	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Bruttoergebnis	20,3%	19,0%	17,3%	14,8%	16,5%
EBITDA	15,0%	14,5%	12,9%	10,7%	12,2%
Abschreibungen	4,9%	5,3%	5,8%	5,9%	5,9%
EBIT	10,1%	9,2%	7,1%	4,8%	6,3%
EBT	10,9%	9,9%	6,8%	4,4%	5,9%
Steuern	2,0%	2,6%	2,1%	1,3%	1,6%
Ergebnis nach Steuern	8,8%	7,3%	4,8%	3,2%	4,3%
Nettoergebnis	8,7%	7,2%	4,7%	3,1%	4,2%

Quelle: BMW, NATIONAL-BANK AG

BMW: Bilanz- und Kapitalflussdaten

in Mio. EUR	2017	2018	2019	2020e	2021e
Bilanzsumme	195.506	208.938	228.034	233.631	239.708
Anlagevermögen	121.964	124.202	137.404	143.443	149.753
Geschäfts- und Firmenwert	380	380	380	380	380
Vorräte	12.707	14.248	15.891	14.516	15.177
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	2.667	2.546	2.518	2.211	2.226
Liquide Mittel	9.039	10.979	12.036	12.974	11.764
Eigenkapital	54.107	57.829	59.907	61.308	64.673
Verzinsliches Fremdkapital	94.648	103.597	116.740	122.013	124.735
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	9.731	9.669	10.182	9.517	9.916
Summe Fremdkapital	141.399	151.109	168.127	172.323	175.035
Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit	5.909	5.051	3.662	3.313	3.831
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-6.163	-7.363	-7.284	-6.008	-6.779
Free Cashflow	-254	-2.312	-3.622	-2.696	-2.948
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	1.572	4.296	4.790	3.634	1.738
Summe der Cashflows	1.318	1.984	1.168	938	-1.210

Quelle: BMW, NATIONAL-BANK AG

BMW: Wichtige Kennzahlen

	2017	2018	2019	2020e	2021e
EV / Umsatz	1,4	1,5	1,4	1,4	1,3
EV / EBITDA	9,5	10,4	11,1	12,7	10,6
EV / EBIT	14,2	16,4	20,1	28,6	20,6
KGV	6,5	7,8	9,2	8,8	6,2
KBV	1,0	0,9	0,8	0,4	0,4
KCV	9,4	10,8	12,3	7,9	6,8
KUV	0,6	0,6	0,4	0,3	0,3
Dividendenrendite	4,7%	4,2%	3,6%	3,8%	5,4%
Eigenkapitalrendite (ROE)	15,9%	12,1%	8,2%	4,8%	6,6%
ROCE	7,8%	6,8%	5,1%	3,0%	4,0%
ROI	4,4%	3,3%	2,2%	1,3%	1,8%
Eigenkapitalquote	27,7%	27,7%	26,3%	26,2%	27,0%
Anlagendeckungsgrad	44,4%	46,6%	43,6%	42,7%	43,2%
Anlagenintensität	62,4%	59,4%	60,3%	61,4%	62,5%
Vorräte / Umsatz	12,9%	14,7%	15,2%	15,1%	15,0%
Forderungen / Umsatz	2,7%	2,6%	2,4%	2,3%	2,2%
Working Capital-Quote	5,7%	7,4%	7,9%	7,5%	7,4%
Nettofinanzverschuldung (in Mio. EUR)	85.609	92.618	104.704	109.039	112.970
Nettofinanzverschuldung / EBITDA	5,8	6,6	7,8	10,6	9,2
Capex / Umsatz	7,2%	8,0%	6,6%	6,3%	6,7%
Capex / Abschreibungen	147,5%	152,1%	114,7%	105,1%	113,6%
Free Cashflow / Umsatz	-0,3%	-2,4%	-3,5%	-2,8%	-2,9%
Free Cash Flow / Aktie (EUR)	-0,39	-3,53	-5,53	-4,11	-4,49
Nettofinanzverschuldung / Aktie (EUR)	130,67	141,37	159,81	166,43	172,17
Cash / Aktie (EUR)	13,80	16,76	18,37	19,80	17,93
Buchwert / Aktie (EUR)	82,59	88,27	91,44	93,58	98,56

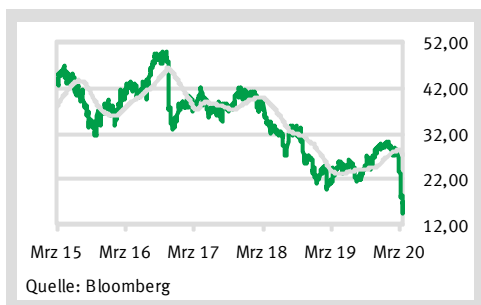
Quelle: BMW, NATIONAL-BANK AG

GEA Group

Halten (Verkaufen)

Kurs am 23.03.20 um 17:34 h	16,29 EUR
Erstellung abgeschlossen	24.03.2020 / 11:55h
Erstmals weitergegeben	24.03.2020 / 13:55h
Kursziel	18,00 EUR
Marktkapitalisierung	2,94 Mrd. EUR
Branche	Industrie
Land	Deutschland
WKN	660200
Reuters	G1AG.DE

Kennzahlen	12/19	12/20 e	12/21 e
Ergebnis je Aktie (EUR)	-0,95	0,53	0,98
Kurs/Gewinn	neg.	30,6	16,7
Dividende je Aktie (EUR)	0,85	0,45	0,45
Div.-Rendite	3,4%	2,8%	2,8%
Kurs/Umsatz	0,6	0,6	0,6
Kurs/Op. Ergebnis	neg.	20,9	12,0
Kurs/Cashflow	9,3	18,6	7,7
Kurs/Buchwert	2,1	1,4	1,4



Performance	3 M	6 M	12 M
Absolut	-46,0%	-37,7%	-27,6%
Relativ z. MDAX	-11,9%	-11,0%	-2,1%

Erstempfehlung 20.06.2012

Historie der Umstufungen (12 Monate):

24.03.2020 Von Verkaufen auf Halten

Anlass

Zahlen für das vierte Quartal 2019

Einschätzung

Die endgültigen Zahlen für das Geschäftsjahr 2019 entsprachen den vorläufigen Eckdaten. GEA hat die Ziele für 2019 erreicht bzw. leicht übertroffen. Für das abgelaufene Geschäftsjahr will der Konzern eine unveränderte Dividende von 0,85 Euro je Aktie ausschütten. Für 2020 rechnet GEA mit einem leichten Umsatzrückgang (2019: +1,1% y/y auf 4,88 Mrd. Euro) sowie einem bereinigten EBITDA von 430 bis 480 (2019: 479) Mio. Euro. Die Mittelfristziele (u.a. bereinigte EBITDA-Marge von 11,5% bis 13,5% (2019: 9,8%) bis 2022) sowie die Ausschüttungspolitik wurden bestätigt. Der guten Auftragslage (2019 neuer Höchststand beim Auftragszugang) sowie den bereits ergriffenen Restrukturierungsmaßnahmen (u.a. Personalabbau) stehen die deutlich höheren Konjunkturrisiken durch die Ausbreitung von Covid-19 gegenüber. Zwar gehen wir von einer sinkenden Investitionsbereitschaft aus, die Endmärkte von GEA dürften sich u.E. jedoch als weniger konjunktursensitiv erweisen. Wir haben unsere Prognosen für 2020 (u.a. EpS von 0,53 (alt: 1,07) Euro) und 2021 (u.a. EpS von 0,98 (alt: 1,27) Euro) gesenkt. Auf Basis unseres Discounted-Cashflow-Modells haben wir ein Kursziel von 18,00 Euro (u.a. Startjahr 2020 (bisher: 2019), höheres Beta) für die GEA-Aktie ermittelt. Angesichts des moderaten Aufwärtspotenzials votieren wir neu mit Halten (alt: Verkaufen).

Markus Armer (Analyst)

Highlights

- GEA hat die eigenen Ziele für 2019 erreicht.
- Der Auftragseingang ist in Q4 2019 um 8,8% y/y gestiegen.
- Der Dividendenvorschlag für 2019 beläuft sich auf 0,85 Euro je Aktie.
- GEA erwartet für 2020 einen leichten Umsatzrückgang (y/y) sowie ein bereinigtes EBITDA von 430 bis 480 Mio. Euro.

Geschäftsentwicklung

Der Umsatz ging im vierten Quartal (Q4) 2019 um 2,4% (Q3 2019: +3,9% y/y; Q2 2019: +1,7% y/y; Q1 2019: +1,7% y/y; Q4 2018: +3,1% y/y) auf 1,34 (Vj.: 1,37) Mrd. Euro zurück. Auf organischer Basis (lfl.) wurde ein Umsatzrückgang von 3,4% (Q3 2019: +2,4%; Q2 2019: +1,1%; Q1 2019: +1,0%; Q4 2018: +1,6%) y/y ausgewiesen. Der Anteil des Serviceumsatzes ist auf 32,7% (Vj.: 31,1%) gestiegen. Das bereinigte Konzern-EBITDA (vor Restrukturierungsaufwand) fiel um 14,2% auf 150 (Vj.: 175) Mio. Euro. Dementsprechend verschlechterte sich die bereinigte EBITDA-Marge auf 11,2% (Vj.: 12,8%). Beide Segmente verzeichneten jeweils einen Umsatzrückgang bzw. einen Rückgang des bereinigten EBITDA.

GEA Group	Umsatz (in Mio. EUR)			Umsatz (in Mio. EUR)		
	Q4 2018	Q4 2019	Veränderung gg. Vj.	Gj. 2018	Gj. 2019	Veränderung gg. Vj.
Equipment	732	724	-1,0%	2.628	2.682	2,1%
Solutions	706	687	-2,6%	2.441	2.463	0,9%
Konsolidierung	-65	-71	-	-241	-265	-
Konzern	1.373	1.340	-2,4%	4.828	4.880	1,1%

Quelle: GEA Group, NATIONAL-BANK AG

Der Konzernumsatz erhöhte sich im Gesamtjahr 2019 um 1,1% (organisch: +0,1%) y/y auf 4,88 (Vj.: 4,83; vorläufig: 4,88; Guidance: Umsatz auf dem Vorjahresniveau) Mrd. Euro. Das bereinigte EBITDA (vor Restrukturierungsaufwand) verringerte sich um 11,1% auf 479 (Vj.: 539; Guidance: 470 bis 480) Mio. Euro. Die bereinigte EBITDA-Marge belief sich entsprechend auf 9,8% (Vj.: 11,2%). Das Nettoergebnis verschlechterte sich u.a. auf Grund einer Abschreibung auf den Geschäfts- und Firmenwert der erst Ende 2017 übernommenen Pavan Gruppe (248 Mio. Euro) sowie Aufwendungen für Restrukturierungsmaßnahmen (105 Mio. Euro) auf -171 (Vj.: +113; unsere Prognose: -108) Mio. Euro. Das EpS lag bei -0,95 (Vj.: +0,63) Euro. GEA will dennoch für das abgelaufene Geschäftsjahr eine unveränderte Dividende von 0,85 (Vj.: 0,85; unsere Prognose: 0,85) Euro je Aktie ausschütten.

Der freie Cashflow verbesserte sich vor allem infolge einer niedrigeren Mittelbindung (Working Capital) 2019 auf 342 (Vj.: 122) Mio. Euro. Das Gearing belief sich per Ende Dezember 2019 auf -1,4% (31.12.2018: +2,9%), wobei der Konzern per 31.12.2019 über eine Nettofinanzposition von +28 (31.12.2018: -72) Mio. Euro verfügte. Die Eigenkapitalquote sank per Ende Dezember auf 36,6% (31.12.2018: 42,8%). Gegenwärtig verfügt GEA über niedrige Investmentgrade-Ratings (Moody's: „Baa2“; Fitch: „BBB“) mit jeweils „negativem“ Ausblick.

GEA Group	EBITDA* (in Mio. EUR)			EBITDA* (in Mio. EUR)		
	Q4 2018	Q4 2019	Veränderung gg. Vj.	Gj. 2018	Gj. 2019	Veränderung gg. Vj.
Equipment	130	112	-13,6%	417	387	-7,1%
EBITDA-Marge*	17,8%	15,5%	-2,3 PP	15,9%	14,4%	-1,4 PP
Solutions	60	55	-8,1%	152	133	-12,9%
EBITDA-Marge*	8,4%	8,0%	-0,5 PP	6,2%	5,4%	-0,9 PP
Konsolidierung/Sonstiges	-14	-17	-	-30	-41	-
Konzern	175	150	-14,2%	539	479	-11,1%
EBITDA-Marge*	12,8%	11,2%	-1,5 PP	11,2%	9,8%	-1,3 PP

Quelle: GEA Group, NATIONAL-BANK AG

*bereinigt (vor Restrukturierungsaufwand); PP: Prozentpunkte

Perspektiven

Auf dem Kapitalmarkttag am 26.09.2019 hat GEA die Mittelfristziele bis 2022 vorgestellt. Diese sehen ein durchschnittliches jährliches Umsatzwachstum von 2% bis 3% y/y vor. Die bereinigte EBITDA-Marge (vor Restrukturierungsaufwand) soll bis 2022 zwischen 11,5% und 13,5% liegen. Der Margenanstieg soll u.a. von Synergien im Einkauf, einer Optimierung des weltweiten Produktionsnetzwerks sowie Kosteneinsparungen getragen werden. So sollen bis Ende 2020 insgesamt rund 800 (davon 2019: 200) Vollzeitstellen abgebaut werden (per 31.12.2018: 18.642 Mitarbeiter). In diesem Zusammenhang rechnet GEA bis 2022 mit Restrukturierungskosten von insgesamt 210 bis 250 (davon 2019: 105) Mio. Euro. Die Restrukturierungsmaßnahmen sollen ab 2022 zu einer Verbesserung des EBITDA von 65 bis 130 Mio. Euro pro Jahr führen. Die Investitionen sieht der Konzern zwischen 2020 und 2022 bei 2,5% bis 3,5% des Umsatzes. Des Weiteren sieht die neue Organisationsstruktur (ab dem 01.01.2020) die Aufgliederung in fünf Divisionen (Separation & Flow Technologies, Liquid & Powder Technologies, Food & Healthcare Technologies, Refrigeration Technologies, Farm Technologies) vor (bisher zwei Business Areas: Equipment, Solutions). In den Bereichen Farm Technologies und Refrigeration sollen zudem niedrigmarginige Aktivitäten veräußert werden. So prüft der Konzern den Verkauf des Kompressorenherstellers GEA Bock (Umsatz 2018: rund 90 Mio. Euro), dessen Verkauf laut GEA im Laufe des Jahres 2020 erfolgen könnte.

Der Auftragseingang ist in Q4 2019 um 8,8% (organisch: +7,8%) y/y (Book-to-Bill-Ratio: 1,00 (Vj.: 0,90)) gestiegen (Gj. 2019: +0,3% (organisch: -0,6%) y/y (Book-to-Bill-Ratio: 1,01 (Vj.: 1,02))). Der Auftragsbestand belief sich per Ende Q4 2019 auf 2,41 (30.09.2019: 2,44; 31.12.2018: 2,42) Mrd. Euro. Für das Geschäftsjahr 2020 (keine Akquisitionen/Desinvestitionen berücksichtigt) rechnet GEA mit einem leichten Umsatzrückgang (2019: 4,88 Mrd. Euro) und einem bereinigten EBITDA von 430 bis 480 (2019: 479) Mio. Euro (impliziert -10% bis +/-0% y/y). Zudem geht der Konzern von einem ROCE von 9,0% bis 11,0% (2019: 10,6% (Guidance: 8,5% bis 10,5%)) aus. Allerdings betonte GEA, dass die Auswirkungen durch Covid-19 nur schwer abschätzbar seien. Im ersten Quartal 2020 gab es laut dem Konzern bis dato noch keine wesentlichen Auswirkungen. Die Mittelfristziele bis 2022 wurden bestätigt. Des Weiteren wird unverändert eine Ausschüttungsquote von 40% bis 50% des Konzernergebnisses angestrebt.

Wir haben unsere Prognosen für 2020 (u.a. EpS von 0,53 (alt: 1,07) Euro, DpS von 0,50 (alt: 0,85) Euro) und 2021 (u.a. EpS von 0,98 (alt: 1,27) Euro, DpS von 0,50 (alt: 0,85) Euro) gesenkt. Auf Basis unseres Discounted-Cashflow-Modells haben wir ein Kursziel von 18,00 Euro (u.a. Startjahr 2020 (bisher: 2019), Senkung der Prognosen, höheres Beta) für die GEA-Aktie ermittelt. Wir votieren neu mit Halten (alt: Verkaufen).

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> - hohe technologische Kompetenz - starker Fokus auf langfristig wachsende Nahrungsmittelindustrie - weltweit gute Positionierung in wichtigen Wachstumsmärkten auf Grund von Schlüsseltechnologien 	<ul style="list-style-type: none"> - konjunkturabhängiges Geschäftsmodell - wechselkursabhängiges Geschäftsmodell - hoher Goodwill - verhältnismäßig geringe Unternehmensgröße
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> - wachsende Weltbevölkerung (steigender Bedarf an verarbeiteten Nahrungsmitteln) - erfolgreiche Umsetzung von Kosteneinsparungen - Rückgewinnung des Investorenvertrauens (durch das neue Management) - Hebung von Synergien in der Produktion und im Einkauf 	<ul style="list-style-type: none"> - sinkende Investitionsbereitschaft bei Kunden aus der Nahrungsmittelindustrie - Restrukturierungskosten im Zusammenhang mit dem Konzernumbau - Verfehlen der Mittelfristziele - Ratingherabstufung

Quelle: NATIONAL-BANK AG

GEA Group: Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. EUR (außer Ergebnis je Aktie und Dividende je Aktie)	2017	2018	2019	2020e	2021e
Umsatz	4.605	4.828	4.880	4.636	4.914
Bruttoergebnis	1.433	1.406	1.401	1.321	1.425
EBITDA	499	431	374	346	456
Abschreibungen	-118	-171	-483	-205	-210
EBIT	380	260	-109	141	246
Finanzergebnis	-22	-29	-16	-16	-16
EBT	358	231	-126	125	230
Steuern	-130	-116	-61	-29	-53
Ergebnis nach Steuern	228	115	-187	96	177
Minderheitenanteile	0	0	0	0	0
Nettoergebnis	243	113	-171	96	177
Anzahl Aktien (Mio. St.)	186	181	181	181	182
Ergebnis je Aktie	1,30	0,63	-0,95	0,53	0,98
Dividende je Aktie	0,85	0,85	0,85	0,45	0,45
in % vom Umsatz					
Umsatz	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Bruttoergebnis	31,1%	29,1%	28,7%	28,5%	29,0%
EBITDA	10,8%	8,9%	7,7%	7,5%	9,3%
Abschreibungen	2,6%	3,6%	9,9%	4,4%	4,3%
EBIT	8,3%	5,4%	-2,2%	3,0%	5,0%
EBT	7,8%	4,8%	-2,6%	2,7%	4,7%
Steuern	2,8%	2,4%	1,3%	0,6%	1,1%
Ergebnis nach Steuern	4,9%	2,4%	-3,8%	2,1%	3,6%
Nettoergebnis	5,3%	2,3%	-3,5%	2,1%	3,6%

Quelle: GEA Group, NATIONAL-BANK AG

GEA Group: Bilanz- und Kapitalflussdaten

in Mio. EUR	2017	2018	2019	2020e	2021e
Bilanzsumme	5.748	5.719	5.711	5.447	5.667
Anlagevermögen	3.234	3.115	3.067	3.001	2.938
Geschäfts- und Firmenwert	1.734	1.755	1.512	1.512	1.512
Vorräte	661	741	741	719	762
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	1.391	1.387	1.328	1.330	1.410
Liquide Mittel	251	248	355	212	361
Eigenkapital	2.503	2.449	2.090	2.033	2.129
Verzinsliches Fremdkapital	263	334	514	505	497
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	737	1.346	1.381	1.293	1.371
Summe Fremdkapital	3.245	3.270	3.620	3.414	3.539
Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit	270	268	483	158	386
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-320	-146	-141	-139	-147
Free Cashflow	-50	122	342	19	239
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	-598	-113	-226	-162	-90
Summe der Cashflows	-648	9	116	-143	149

Quelle: GEA Group, NATIONAL-BANK AG

GEA Group: Wichtige Kennzahlen

	2017	2018	2019	2020e	2021e
EV / Umsatz	1,6	1,2	0,6	0,7	0,6
EV / EBITDA	14,4	13,5	8,3	9,0	6,8
EV / EBIT	18,9	22,5	neg.	22,0	12,6
KGV	29,5	50,7	neg.	30,6	16,7
KBV	2,9	2,3	2,1	1,4	1,4
KCV	26,6	21,5	9,3	18,6	7,7
KUV	1,6	1,2	0,6	0,6	0,6
Dividendenrendite	2,2%	2,7%	3,4%	2,8%	2,8%
Eigenkapitalrendite (ROE)	9,7%	4,6%	-8,2%	4,7%	8,3%
ROCE	8,4%	6,7%	-2,9%	3,7%	6,6%
ROI	4,2%	2,0%	-3,0%	1,8%	3,1%
Eigenkapitalquote	43,5%	42,8%	36,6%	37,3%	37,6%
Anlagendeckungsgrad	77,4%	78,6%	68,2%	67,7%	72,4%
Anlagenintensität	56,3%	54,5%	53,7%	55,1%	51,8%
Vorräte / Umsatz	14,4%	15,4%	15,2%	15,5%	15,5%
Forderungen / Umsatz	30,2%	28,7%	27,2%	28,7%	28,7%
Working Capital-Quote	28,6%	16,2%	14,1%	16,3%	16,3%
Nettofinanzverschuldung (in Mio. EUR)	12	86	159	294	136
Nettofinanzverschuldung / EBITDA	0,0	0,2	0,4	0,8	0,3
Capex / Umsatz	2,6%	2,7%	2,8%	3,0%	3,0%
Capex / Abschreibungen	100,2%	77,0%	28,3%	67,8%	70,2%
Free Cashflow / Umsatz	-1,1%	2,5%	7,0%	0,4%	4,9%
Free Cash Flow / Aktie (EUR)	-0,27	0,67	1,90	0,10	1,32
Nettofinanzverschuldung / Aktie (EUR)	0,07	0,48	0,88	1,63	0,75
Cash / Aktie (EUR)	1,34	1,37	1,96	1,17	1,99
Buchwert / Aktie (EUR)	13,43	13,57	11,58	11,26	11,73

Quelle: GEA Group, NATIONAL-BANK AG

Rechtliche Hinweise: WICHTIGE INFORMATION: BITTE LESEN !

Die in dieser Ausgabe enthaltenen Angaben, verwendeten Zahlen und Informationen beruhen auf eigener Kenntnis und/oder dritten Quellen (Bloomberg, Thomson Reuters, Unternehmen, Börsen-Zeitung, Frankfurter Allgemeine Zeitung, Handelsblatt, Finanz und Wirtschaft, Wall Street Journal, Financial Times, Dow Jones Newswires, dpa-afx, IWF, OECD, Eurostat, Statistisches Bundesamt), die wir hinsichtlich der Recherche und Prüfung für verlässlich halten. Die Gewähr für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität der Angaben können wir nicht übernehmen. Diese Ausgabe stellt keine Anlageberatung dar, sondern dient ausschließlich dem Zweck, eine Hilfe für die eigene und selbstständige Anlageentscheidung zu bieten. Die Meinungsäußerungen der Autoren geben deren aktuelle Einschätzung wieder, die sich ohne Ankündigung ändern kann, und stimmen nicht notwendigerweise mit der Auffassung der NATIONAL-BANK AG überein. Angaben zu Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für eine vergleichbare künftige Entwicklung. Die NATIONAL-BANK AG übernimmt keinerlei Haftung für den Fall der Verwendung der veröffentlichten Informationen oder deren Inhalt.

Aufsichtsbehörde:

Die NATIONAL-BANK AG unterliegt der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn, sowie der Europäischen Zentralbank, Sonnemannstraße 20, 60314 Frankfurt am Main.

Mögliche Interessenkonflikte:

Diese Ausgabe wurde in Übereinstimmung mit den internen Regeln der NATIONAL-BANK AG zum Umgang mit möglichen Interessenkonflikten erstellt. Danach sind in einer Anlageempfehlung mögliche Interessenkonflikte der NATIONAL-BANK AG zur Information der Anleger offen zu legen. Im Einzelnen sind dies:

- 1) Der Verfasser einer Anlageempfehlung oder einer seiner Mitarbeiter bzw. Kollegen hält unmittelbar die den Gegenstand der Anlageempfehlung bildenden Wertpapiere oder hierauf bezogene Derivate.
- 2) Ein Mitglied der Geschäftsleitung oder ein Mitarbeiter der NATIONAL-BANK AG ist Mitglied im Vorstand oder Aufsichtsrat der zur Anlage empfohlenen Gesellschaft.
- 3) Die NATIONAL-BANK AG hält Anteile von mehr als 5% des Aktienkapitals der bewerteten Gesellschaft.
- 4) Die NATIONAL-BANK AG hält eine Nettoverkaufs- oder -kaufposition, welche die Schwelle von 0,5% des Aktienkapitals der bewerteten Gesellschaft überschreitet.
- 5) Die NATIONAL-BANK AG war in den vergangenen zwölf Monaten an der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten der bewerteten Gesellschaft federführend beteiligt.

Die Überwachung der korrekten Handhabung möglicher Interessenkonflikte obliegt dem Compliance-Beauftragten der NATIONAL-BANK AG.

Zusammenfassung der Bewertungsgrundlagen

Zur Unternehmensbewertung werden gängige und anerkannte Bewertungsmethoden (u.a. Discounted-Cash-Flow-Methode (DCF-Methode), Peer-Group-Analyse) verwandt. In der DCF-Methode wird der Ertragswert der Emittenten berechnet, der die Summe der abgezinsten Unternehmenserfolge, d.h. des Barwertes der zukünftigen Nettoausschüttungen des Emittenten, darstellt. Der Ertragswert wird somit durch die erwarteten künftigen Unternehmenserfolge und durch den angewandten Kapitalisierungszinsfuß bestimmt. In der Peer-Group-Analyse werden an der Börse notierte Emittenten durch den Vergleich von Verhältniskennzahlen (z.B. Kurs-/Gewinnverhältnis, Kurs-/Buchwert-Verhältnis, Enterprise Value/Umsatz, Enterprise Value/EBITDA, Enterprise Value/EBIT) bewertet. Die Vergleichbarkeit der Verhältniskennzahlen wird in erster Linie durch die Geschäftstätigkeit und die wirtschaftlichen Aussichten bestimmt. Bei der Einstufung von Anlageempfehlungen stellen die Analysten die von ihnen erwartete Wertentwicklung innerhalb des folgenden 6-12-Monatszeitraums ihrer Einschätzung der gesamten erwarteten Kursentwicklung auf dem jeweiligen Markt gegenüber. Dabei fließt das vorstehend Beschriebene und ganz allgemein ihre Sicht der künftigen Markt- und Konjunktorentwicklung in die Bewertung ein. Innerhalb dieses allgemeinen Rahmens bedeutet die Einstufung "Kaufen", dass die erwartete Wertentwicklung des Gegenstands der Anlageempfehlung über dem Kursverlauf des Marktes liegt. "Halten" bedeutet, dass die erwartete Wertentwicklung des Gegenstands der Anlageempfehlung im Marktdurchschnitt liegt. "Verkaufen" bedeutet, dass die erwartete Wertentwicklung des Gegenstands der Anlageempfehlung unter dem Kursverlauf des Marktes liegt.

Weitere Informationen zu den geschützten Bewertungsmodellen finden sich auf der Homepage der NATIONAL-BANK AG unter

https://www.national-bank.de/fileadmin/user_upload/nationalbank/Vermögensmanagement/Research/Verordnung_2016-958.pdf

sowie eine Übersicht der Empfehlungen unter

https://www.national-bank.de/fileadmin/user_upload/nationalbank/Vermögensmanagement/Research/Uebersicht_Empfehlungen.pdf.

Sensitivität der Bewertungsparameter

Die der Unternehmensbewertung zugrunde liegenden Zahlen aus der Gewinn- und Verlustrechnung, Kapitalabflussberechnung und Bilanz sind datumsbezogene Schätzungen und somit mit Risiken behaftet. Diese können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern.

Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode besteht ein deutliches Risiko, dass das Kursziel nicht innerhalb des erwarteten Zeitrahmens erreicht wird. Zu den Risiken gehören unvorhergesehene Änderungen im Hinblick auf den Wettbewerbsdruck oder bei der Nachfrage nach den Produkten eines Emittenten. Solche Nachfrageschwankungen können sich durch Veränderungen technologischer Art, der gesamtkonjunkturellen Aktivität oder in einigen Fällen durch Änderungen bei gesellschaftlichen Wertvorstellungen ergeben. Veränderungen im Steuerrecht, beim Wechselkurs und, in bestimmten Branchen, auch bei Regulierungen können sich gleichfalls auf die Bewertung auswirken. Diese Erörterung von Bewertungsmethoden und Risikofaktoren erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit.

Zeitliche Bedingungen vorgesehener Aktualisierungen:

Es existiert keine zeitliche Bedingung für die Aktualisierungen einer Anlageempfehlung, da diese laufend überprüft wird. Ein Datum oder eine Frequenz für eine Aktualisierung der Anlageempfehlungen kann daher nicht angegeben werden. Falls eine zeitliche Bedingung vorgesehener Aktualisierungen einer Anlageempfehlung existiert bzw. eine Änderung bereits angekündigter derartiger Bedingungen eintritt, so wird dies in der Anlageempfehlung genannt.

Beschreibung der organisatorischen internen Regelungen zur Vermeidung von Interessenkonflikten und eine Angabe zur Vergütungspolitik

Die Informationen können auf der Homepage der NATIONAL-BANK AG abgerufen werden:

https://www.national-bank.de/fileadmin/user_upload/nationalbank/Vermögensmanagement/Research/Verordnung_2016-958.pdf.