

<b>Marktdaten im Überblick .....</b>	<b>2</b>
<b>Unternehmenskommentare .....</b>	<b>3</b>
AstraZeneca .....	3
BT Group .....	5
freenet .....	7
Imperial Brands .....	9
MTU Aero Engines .....	15
thyssenkrupp .....	16
Zurich Insurance Group .....	22
<b>Rechtliche Hinweise .....</b>	<b>24</b>



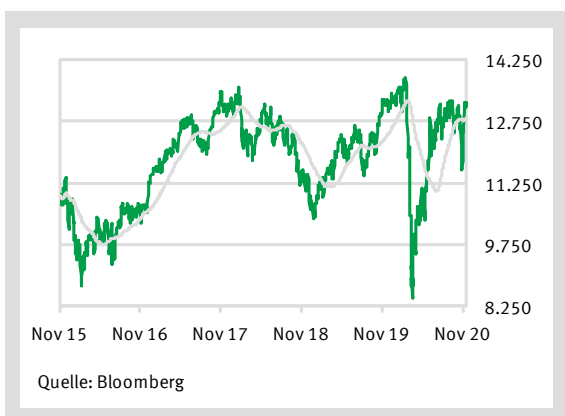
## Marktdaten im Überblick

	19.11.2020	18.11.2020	Änderung
<b>Deutschland</b>			
DAX	13.086	13.202	-0,9%
MDAX	28.746	28.799	-0,2%
TecDAX	3.033	3.017	0,5%
Bund-Future	175,33	175,12	0,1%
10J Bund in %	-0,5710	-0,5540	-0,0170 PP
3M Zins in %	-0,6510	-0,6510	0,0000 PP
<b>Europa</b>			
EuroStoxx 50	3.452	3.482	-0,9%
FTSE 100	6.334	6.385	-0,8%
SMI	10.491	10.564	-0,7%
<b>Welt</b>			
DOW JONES	29.483	29.438	0,2%
S&P 500	3.582	3.568	0,4%
NASDAQ COMPOSITE	11.905	11.802	0,9%
NIKKEI 225	25.634	25.728	-0,4%
TOPIX	1.726	1.721	0,3%
<b>Rohstoffe / Devisen</b>			
EUR in USD	1,1875	1,1853	0,2%
Gold (USD je Feinunze)	1.857,35	1.876,10	-1,0%
Brent-Öl (USD je Barrel)	44,20	44,34	-0,3%

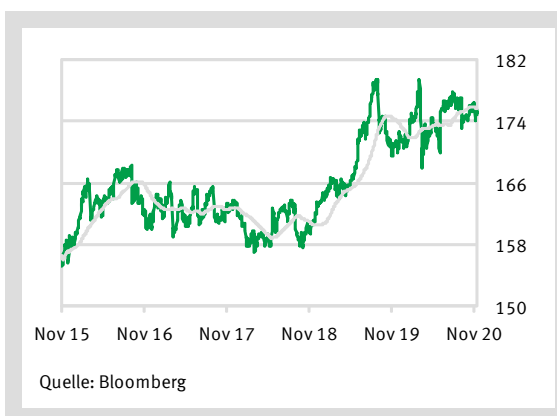
Quelle: Bloomberg

PP: Prozentpunkte

**DAX** (Kurs und gleitender 90 Tage-Durchschnitt)



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



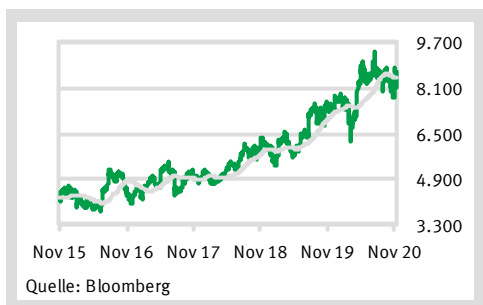
## Unternehmenskommentare

### AstraZeneca

Halten (Halten)

<b>Kurs am 19.11.20 um 17:38h</b>	8.125,00 GBp
<b>Erstellung abgeschlossen</b>	20.11.2020 / 12:00h
<b>Erstmals weitergegeben</b>	20.11.2020 / 13:30h
<b>Kursziel</b>	8.600,00 GBp
<b>Marktkapitalisierung</b>	106,55 Mrd. GBP
<b>Branche</b>	Gesundheit
<b>Land</b>	Großbritannien
<b>WKN</b>	886455
<b>Reuters</b>	AZN.L

Kennzahlen	12/19	12/20 e	12/21 e
Ergebnis je Aktie (USD)	1,03	2,22	3,23
Kurs/Gewinn	81,4	48,5	33,4
Dividende je Aktie (USD)	2,80	2,80	2,80
Div.-Rendite	3,3%	2,6%	2,6%
Kurs/Umsatz	5,8	5,4	4,9
Kurs/Op. Ergebnis	48,3	28,0	21,6
Kurs/Cashflow	20,3	57,0	44,8
Kurs/Buchwert	7,5	10,4	10,2



Performance	3 M	6 M	12 M
Absolut	-5,0%	-8,5%	12,0%
Relat. z. Stoxx Europe 50	-7,8%	-14,8%	19,9%

**Erstempfehlung** 19.03.2014

**Historie der Umstufungen (12 Monate):**

### Anlass

Zahlen für das dritte Quartal 2020

### Einschätzung

Das Zahlenwerk für das dritte Quartal (Q3) 2020 lag sowohl beim Umsatz als auch beim bereinigten EpS moderat unter unseren Erwartungen. Das bereinigte Ergebnis wurde von höheren Abschreibungen belastet, während es auf berichteter Basis von gesunkenen Vertriebs- und Verwaltungskosten profitierte. Die Guidance für 2020 wurde erneut bestätigt. Wir werten die Fortsetzung der Phase II/III-Studie des COVID-19-Impfstoffkandidaten nach aufgetretenen Komplikationen zwar positiv, da BioNTech/Pfizer aber bereits Ergebnisse der Phase III mit einer Wirksamkeitsrate von 95% vorgestellt haben und sich in den Vorbereitungen zur Einreichung der Anträge für eine Notfallzulassung befinden, kann sich der COVID-19-Impfstoffkandidat von AstraZeneca und der Universität Oxford im Falle einer Zulassung u.E. nur beim Aufweisen einer ähnlich hohen Wirksamkeitsrate am Markt behaupten. Wir haben unsere Ergebnisprognosen für die Geschäftsjahre 2020 (u.a. berichtetes EpS: 2,22 (alt: 2,31) USD; bereinigtes EpS: 3,97 (alt: 4,06) USD) sowie 2021 (u.a. berichtetes EpS: 3,23 (alt: 3,29) USD; bereinigtes EpS: 4,89 (alt: 4,95 USD) moderat gesenkt. In Erwartung eines positiven Gesamtertrags (12 Monate) von <10% lautet unser Votum für die AstraZeneca-Aktie weiterhin Halten (Kursziel: 8.600,00 (alt: 8.900,00) GBp (Discounted-Cashflow-Modell; moderate Prognosesenkung höheres Beta)).

Tobias Gottschalt (Analyst)

## SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> <li>- gute regionale Diversifikation</li> <li>- Engagement im attraktiven Onkologie-Bereich</li> <li>- Kompetenz bei Immuntherapien</li> <li>- vielversprechende Pipeline</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Umsatzrückgänge nach Patentabläufen bei wichtigen Blockbustern</li> <li>- Vergleichsweise hohe Verschuldung</li> <li>- Abhängigkeit von Wechselkurseffekten</li> </ul>
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Entwicklung innovativer Therapien</li> <li>- Zulassungserfolge</li> <li>- Umstrukturierung und Fokussierung</li> <li>- Kooperation im Bereich Onkologie (Daiichi Sankyo)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- wachsender Wettbewerb durch Generika</li> <li>- steigender Kostendruck in den Gesundheitssystemen</li> <li>- Forschungsfehlschläge</li> <li>- Unsicherheiten nach Brexit</li> </ul>

Quelle: NATIONAL-BANK AG

## BT Group

Halten (Halten)

<b>Kurs am 19.11.20 um 17:35h</b>	128,00 GBP
<b>Erstellung abgeschlossen</b>	20.11.2020 / 12:00h
<b>Erstmals weitergegeben</b>	20.11.2020 / 13:30h
<b>Kursziel</b>	140,00 GBP
<b>Marktkapitalisierung</b>	12,67 Mrd. GBP
<b>Branche</b>	Telekommunikation
<b>Land</b>	Großbritannien
<b>WKN</b>	794796
<b>Reuters</b>	BT.L

Kennzahlen	03/20	03/21e	03/22e
Ergebnis je Aktie (GBP)	17,54	16,23	16,61
Kurs/Gewinn	10,5	7,9	7,7
Dividende je Aktie (GBP)	4,62	0,00	7,70
Div.-Rendite	2,5%	0,0%	6,0%
Kurs/Umsatz	0,8	0,6	0,6
Kurs/Op. Ergebnis	5,6	4,4	4,3
Kurs/Cashflow	2,9	1,7	2,2
Kurs/Buchwert	1,2	0,8	0,7



Performance	3 M	6 M	12 M
Absolut	24,2%	15,7%	-32,6%
Relativ z. FTSE 100	18,8%	11,3%	-19,8%

**Erstempfehlung** 03.12.2015

**Historie der Umstufungen (12 Monate):**

## Anlass

Zahlen für das zweite Quartal 2020/21

## Einschätzung

Die Zahlen für das zweite Quartal (Q2) 2020/21 (30.09.), die erneut von Umsatz- und Ergebnisrückgängen geprägt waren, fielen aus unserer Sicht insgesamt erfreulich aus. Die BT Group hat zudem die EBITDA-Zielsetzung für 2020/21 am unteren Ende der Zielspanne (7,3 und 7,5 (bisher: 7,2-7,5) Mrd. GBP) leicht angehoben. Zudem gab der Konzern erstmals auch eine EBITDA-Zielsetzung für das Geschäftsjahr 2022/23 (31.03.) bekannt, wonach dieses auf mindestens 7,9 Mrd. GBP steigen soll. Darüber hinaus erwägt die BT Group nun, die Festnetzsparte Openreach für Investoren öffnen zu wollen, wie der Konzern auf einer Konferenz zu erkennen gegeben hatte. Wir haben unsere EPS-Prognosen für 2020/21 (berichtet: 16,23 (alt: 14,81) GBP; bereinigt: 18,67 (alt: 17,65) GBP) und für 2021/22 (berichtet: 16,61 (alt: 15,74) GBP; bereinigt: 19,04 (alt: 18,17) GBP) angehoben. In Erwartung eines positiven Gesamtertrags (12 Monate) von <10% votieren wir für die Aktie der BT Group weiterhin mit Halten (Kursziel: 140,00 (alt: 110,00) GBP (Discounted Cashflow-Modell; Prognoseanhebungen für 2020/21 und 2021/22 sowie optimistischere langfristige Annahmen)).

Markus Jost (Analyst)

## SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Marktführer im Breitbandgeschäft in Großbritannien</li> <li>- breites Angebot an Produkten und Dienstleistungen</li> <li>- breite regionale Diversifikation im Firmenkundengeschäft</li> <li>- hohe Akzeptanz bei Firmenkunden</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- nicht transparente Berichterstattung</li> <li>- hoher Regulierungsdruck und hohe Wettbewerbsintensität in Europa bzw. Großbritannien</li> <li>- sehr hohe Pensionsverpflichtungen</li> <li>- schwache Bilanzkennzahlen</li> <li>- auf das Gesamtgeschäft bezogen sehr hohe Abhängigkeit vom Heimatmarkt</li> </ul>
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Wachstumspotenziale durch Bündelangebote, Internet der Dinge (neue Dienste, stark steigende Anzahl von vernetzten Geräten), neuer Mobilfunkstandard 5G</li> <li>- steigende Nachfrage der Kunden nach mehr Datenvolumen und besserer Netzqualität</li> <li>- Marktanteilsausbau im TV-Geschäft</li> <li>- sich abschwächender Regulierungsdruck in Europa</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- ständige Bedrohung des Geschäftsmodells durch Technologiekonzerne wie Google oder Facebook</li> <li>- Ausweitung des Defizits in der Pensionskasse</li> <li>- Notwendigkeit signifikant höherer Investitionen</li> <li>- Integrationsrisiken / überteuerte Übernahmen</li> <li>- unsichere Folgen durch Brexit</li> <li>- Bilanzskandal im Italien-Geschäft</li> </ul>

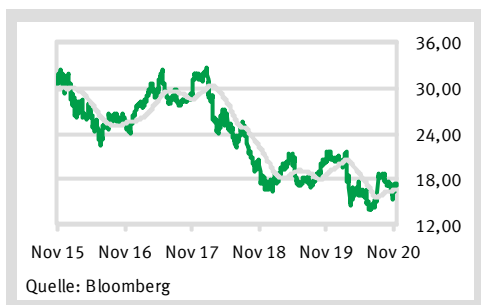
Quelle: NATIONAL-BANK AG

## freenet

Halten (Halten)

<b>Kurs am 19.11.20 um 17:35h</b>	17,06 EUR
<b>Erstellung abgeschlossen</b>	20.11.2020 / 12:00h
<b>Erstmals weitergegeben</b>	20.11.2020 / 13:30h
<b>Kursziel</b>	18,00 EUR
<b>Marktkapitalisierung</b>	2,18 Mrd. EUR
<b>Branche</b>	Telekommunikation
<b>Land</b>	Deutschland
<b>WKN</b>	A0Z2ZZ
<b>Reuters</b>	FNTGn.DE

Kennzahlen	12/19	12/20 e	12/21 e
Ergebnis je Aktie (EUR)	1,49	2,34	1,77
Kurs/Gewinn	12,7	7,3	9,6
Dividende je Aktie (EUR)	0,04	1,40	1,40
Div.-Rendite	0,2%	8,2%	8,2%
Kurs/Umsatz	0,8	0,8	0,8
Kurs/Op. Ergebnis	9,0	8,2	8,0
Kurs/Cashflow	6,6	5,6	5,6
Kurs/Buchwert	1,8	1,3	1,3



Performance	3 M	6 M	12 M
Absolut	-5,6%	5,3%	-20,7%
Relativ z. MDAX	-11,1%	-11,0%	-24,9%

**Erstempfehlung** 27.03.2014

**Historie der Umstufungen (12 Monate):**

## Anlass

Zahlen für das dritte Quartal 2020

## Einschätzung

Der Umsatz reduzierte sich im dritten Quartal (Q3) 2020 stärker als erwartet um 14,4% auf 634,5 (Vj.: 741,0; unsere Prognose: 666,9; Marktkonsens: 650,3) Mio. Euro. Die Ergebniskennzahlen fielen jedoch besser als erwartet aus (bspw. Nettoergebnis: +2,3% auf 60,9 (Vj.: 59,5; unsere Prognose: 52,2; Marktkonsens: 57,9) Mio. Euro). Des Weiteren wurde der Ausblick für 2020 bestätigt. Darüber hinaus ist freenet per 11.11. aus dem Verkauf der Sunrise-Aktien ein Betrag von 1,1 Mrd. Euro in bar zugeflossen. Ein Großteil davon (ca. 800 Mio. Euro; 610 Mio. Euro per 20.11. getilgt; restlichen 200 Mio. Euro spätestens im März 2021) wird in die Entschuldung des Unternehmens gehen, während der übrige Teil reinvestiert und/oder den freenet Aktionären zugutekommen soll. Wir haben unsere EpS-Prognose für 2020 auf 2,34 (alt: 1,80) Euro angehoben (erstmalige Berücksichtigung des Gewinns aus dem Sunrise-Verkauf) und für 2021 bei 1,77 Euro belassen. In Erwartung eines positiven Gesamtertrags (12 Monate) von <10% votieren wir weiterhin mit Halten für die freenet-Aktie (Kursziel: unverändert 18,00 Euro (Peer Group-Modell; Prognoseanhebung für 2020 vs. gesunkene Multiplikatoren der Vergleichsunternehmen)).

Markus Jost (Analyst)

## SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Marktführer in Deutschland bei den netzunabhängigen Telekommunikationsanbietern</li> <li>- Alleinstellungsmerkmale im Markt</li> <li>- hohe Dividendenrendite bei sehr niedrigem Investitionsbedarf (Grund: keine eigene Netzinfrastruktur)</li> <li>- Bereiche „Digital Lifestyle“ sowie das TV-Geschäft als neue Erlösquellen neben dem wettbewerbsintensiven Mobilfunkgeschäft</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Preisdruck im Mobilfunkbereich</li> <li>- hoher Wettbewerbsdruck im deutschen Mobilfunkmarkt</li> <li>- hohe Verschuldung</li> </ul>
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Partizipieren am Wachstum des mobilen Internets (Kooperationen mit Apple und Samsung; „Digital Lifestyle“-Produkte wie bspw. Smart Home)</li> <li>- Steigerung der Profitabilität durch Fokussierung auf profitablere Geschäftsbereiche</li> <li>- TV-Geschäft könnte für langfristiges Erlös- und Gewinnwachstum sorgen, vor allem wenn es gelingt, die bisherigen Mobilfunkkunden für das Angebot zu gewinnen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Integrationsrisiken</li> <li>- eine mögliche von der EU geförderte zukünftige Stärkung ehemaliger Monopolisten bzw. großer Netzbetreiber wie die Deutsche Telekom und Vodafone wäre zum Nachteil kleiner Anbieter wie freenet</li> <li>- hoher Firmenwert (rund 30% der Bilanzsumme und über 100% des Eigenkapitals)</li> </ul>

Quelle: NATIONAL-BANK AG



## Imperial Brands

Halten (Halten)

<b>Kurs am 19.11.20 um 17:37h</b>	1.505,00 GBP
<b>Erstellung abgeschlossen</b>	20.11.2020 / 12:00h
<b>Erstmals weitergegeben</b>	20.11.2020 / 13:30h
<b>Kursziel</b>	1.450,00 GBP
<b>Marktkapitalisierung</b>	14,24 Mrd. GBP
<b>Branche</b>	Nahrungsmittel / Getränke / Tabak
<b>Land</b>	Großbritannien
<b>WKN</b>	903000
<b>Reuters</b>	IMB.L

Kennzahlen	09/20(e)	09/21e	09/22e
Ergebnis je Aktie (GBP)	158,07	168,65	186,59
Kurs/Gewinn	11,9	8,9	8,1
Dividende je Aktie (GBP)	137,71	140,00	146,00
Div.-Rendite	7,3%	9,3%	9,7%
Kurs/Umsatz	2,0	1,6	1,6
Kurs/Op. Ergebnis	6,5	5,0	4,7
Kurs/Cashflow	4,4	5,9	5,3
Kurs/Buchwert	3,2	2,4	2,2



Performance	3 M	6 M	12 M
Absolut	19,0%	-2,0%	-14,5%
Relativ z. FTSE 100	13,6%	-6,4%	-1,8%

**Erstempfehlung** 16.05.2014

**Historie der Umstufungen (12 Monate):**

01.10.2020 Von Verkaufen auf Halten

## Anlass

Zahlen für das Geschäftsjahr 2019/20

## Einschätzung

Die Zahlen für das zweite Halbjahr (H2) 2019/20 (30.09.; untestiert) lagen operativ (u.a. Netto-Gesamtumsatz (inkl. Distribution): +3,3% y/y; bereinigtes operatives Ergebnis: -2,9% y/y) im Rahmen unserer Erwartung. Das berichtete EpS übertraf unsere Erwartung moderat. Der Ausblick für das Geschäftsjahr 2020/21 (30.09.) fällt u.E. insgesamt positiv aus (u.a. leichte Verbesserung des bereinigten EpS (zu konstanten Wechselkursen)). Zu Aktienrückkäufen machte Imperial Brands noch keine Angaben. Diese und Informationen zu der vom neuen CEO Bomhard (Amtsantritt: 01.07.) angekündigten strategischen Überprüfung des Geschäftsmodells erwarten wir auf dem Kapitalmarkttag (27.01.). Als Belastungsfaktoren sehen wir die Schwäche im Duty-Free-Geschäft und die Probleme bei NGP-Produkten. Wir passen unsere Prognosen für das Geschäftsjahr 2020/21 (EpS berichtet: 168,65 (alt: 160,12) GBP; EpS bereinigt: 255,50 (alt: 264,77) GBP) mehrheitlich an. Für das Geschäftsjahr 2021/22 prognostizieren wir erstmals ein berichtetes EpS von 186,59 GBP, ein bereinigtes EpS von 260,58 GBP sowie ein DpS von 146,00 GBP. Auf Basis unseres DCF-Modells haben wir ein neues Kursziel von 1.450,00 (alt: 1.300,00) GBP (Startjahr 2020/21 (zuvor: 2019/20); niedrigeres Beta, angepasste Prognosen) ermittelt. Bei einem positiven Gesamtertrag (12 Monate) von unter 10% stufen wir die Imperial Brands-Aktie weiterhin mit dem Votum Halten ein.

Lars Lusebrink (Analyst)

## Highlights

- Die Zahlen für das H2 2019/20 fielen operativ solide aus und lagen im Rahmen unserer Erwartungen.
- Für das Geschäftsjahr 2020/21 erwartet Imperial Brands eine verbesserte operative Entwicklung (u.a. leichte Verbesserung des bereinigten EpS (zu konstanten Wechselkursen)).

## Geschäftsentwicklung

Der Tabak-Nettoumsatz (inkl. NGP-Produkte) stieg in H2 2019/20 (30.09.) um 1,3% auf 4,39 (Vj.: 4,34) Mrd. GBP. Auf währungsbereinigter (wb.) Basis ergab sich ein Zuwachs von 2,5% y/y. Wachstumstreiber war dabei das Segment Nord- und Südamerika mit einem Anstieg um 2,4% auf 1,39 (Vj.: 1,36) Mrd. GBP (wb.: +3,5% y/y). Die NGP-Produkte (Produkte der nächsten Generation (u.a. E-Zigaretten, Tabak-Heizgeräte etc.)) verzeichneten einen Umsatzrückgang von 9,2% auf 118 (Vj.: 130) Mio. GBP, was aber einer deutlichen Trendverbesserung gegenüber dem H1 2019/20 (-43,9% y/y) entsprach. Der Netto-Gesamtumsatz (inkl. Distribution) legte um 1,4% auf 4,92 (Vj.: 4,85; unsere Prognose: 4,89) Mrd. GBP zu. Das bereinigte operative Ergebnis sank dagegen um 2,9% auf 2,06 (Vj.: 2,12; unsere Prognose: 2,10; Marktkonsens: 2,05) Mrd. GBP (bereinigte operative Marge: 41,8% (Vj.: 43,7%)). Verantwortlich dafür war ein überproportionaler Anstieg der Umsatzkosten (+5,1% y/y). Positive Impulse kamen dabei lediglich vom Segment Nord- und Südamerika (+2,7% y/y auf 642 Mio. GBP). Das berichtete Nettoergebnis verbesserte sich deutlich auf 970 (Vj.: 331; unsere Prognose: 922) Mio. GBP bzw. 102,60 (Vj.: 34,80; unsere Prognose: 97,50) GBp je Aktie. Ursächlich dafür war ein negativer Sondereffekt im Vorjahr (Wertberichtigung auf das Geschäft mit Premium-Zigaretten von 525 Mio. GBP). Das bereinigte EpS sank um 3,4% auf 151,26 (Vj.: 156,55; unsere Prognose: 156,93) GBp.

Imperial Brands	Umsatz (in Mio. GBP)			Umsatz (in Mio. GBP)		
	H2 2018/19	H2 2019/20	Veränderung gg. Vj.	Gj. 2018/19	Gj. 2019/20	Veränderung gg. Vj.
Tabak und NGP-Produkte**	4.335	4.393	1,3%	7.991	7.985	-0,1%
Europa	1.953	1.951	-0,1%	3.633	3.569	-1,8%
Nord- und Südamerika	1.355	1.388	2,4%	2.469	2.480	0,4%
Afrika, Asien, Australasien	1.027	1.054	2,6%	1.889	1.936	2,5%
Distribution	516	527	2,1%	1.015	1.015	0,0%
Konzern	4.851	4.920	1,4%	9.006	9.000	-0,1%

Quelle: Imperial Brands, NATIONAL-BANK AG \*bereinigt; NGP\*\*: Produkte der nächsten Generation (E-Zigaretten, Tabak-Heizprodukte etc.)

Im Geschäftsjahr 2020/21 stagnierte der Netto-Gesamtumsatz (inkl. Distribution) annähernd bei 9,00 (Vj.: 9,01) Mrd. GBP. Das bereinigte operative Ergebnis verringerte sich auf Grund eines überproportionalen Anstiegs der Umsatzkosten (+4,1% y/y) um 5,7% auf 3,53 (Vj.: 3,74; unsere Prognose: 3,77) Mrd. GBP. Das berichtete Nettoergebnis verbesserte sich dagegen um 48,0% auf 1.495 (Vj.: 1.010; Wertberichtigung auf das Geschäft mit Premium-Zigaretten von 525 Mio. GBP) Mio. GBP bzw. 158,07 (Vj.: 105,8) GBp je Aktie. Das bereinigte EpS sank um 6,5% auf 254,07 (Vj.: 271,76) GBp (währungsbereinigt: -5,6% y/y). Der operative Cashflow verbesserte sich um 24,5% auf 4,03 (Vj.: 3,24) Mrd. GBP.

Imperial Brands	Operatives Ergebnis* (in Mio. GBP)		Veränderung	Operatives Ergebnis* (in Mio. GBP)		Veränderung
	H2 2018/19	H2 2019/20	gg. Vj.	Gj. 2018/19	Gj. 2019/20	gg. Vj.
Tabak und NGP-Produkte**	1.983	1.905	-3,9%	3.521	3.288	-6,6%
Europa	923	876	-5,1%	1.694	1.582	-6,6%
Nord- und Südamerika	625	642	2,7%	1.064	1.032	-3,0%
Afrika, Asien, Australasien	435	387	-11,0%	763	674	-11,7%
Distribution	130	131	0,8%	232	226	-2,6%
Eliminierungen	6	22	266,7%	-14	13	-
Konzern	2.119	2.058	-2,9%	3.739	3.527	-5,7%

Quelle: Imperial Brands, NATIONAL-BANK AG

\*bereinigt

## Perspektiven

Für das Geschäftsjahr 2020/21 (30.09.) stellt Imperial Brands eine verbesserte operative Entwicklung in Aussicht und erwartet einen Anstieg des bereinigten operativen Ergebnisses (zu konstanten Wechselkursen; ohne den Effekt des Verkaufs des Premium-Zigarrengeschäfts) im niedrigen bis mittleren einstelligen Prozentbereich. Das Duty-Free-Geschäft wird für den Großteil des Geschäftsjahres 2020/21 weiter unter Druck bleiben (Umsatz H1 2019/20: -9% y/y; H2 2019/20: -85% y/y). Die Betriebskosten werden weiterhin etwas höhere regulatorische Kosten und weitere Ineffizienzen bei der Herstellung auf Grund Covid-19-bedingter Störungen widerspiegeln. Für die NGP-Produkte rechnet Imperial Brands mit einem Umsatzrückgang auf einem ähnlichen Niveau wie in H2 2020/21 (-9,2% y/y). Für das bereinigte EpS (zu konstanten Wechselkursen) rechnet Imperial Brands, bei einer Belastung von rund 2 Prozentpunkten durch eine höhere Steuerquote, mit einer leichten Verbesserung gegenüber dem Vorjahr.

Die Schlussdividende wird, wie von uns erwartet, auf 48,01 (Vj.: 72,01) GBP je Aktie gesenkt. Damit sinkt die Gesamtdividende für das Geschäftsjahr 2019/20, wie bereits vom Unternehmen in Aussicht gestellt, um ein Drittel auf 137,71 (Vj.: 206,57) GBP und stellt damit eine deutliche Abkehr von der bisherigen Dividendenpolitik (zuletzt: progressiv (zuvor: jährliche Dividendenerhöhung von 10%)) dar. Für die Zukunft stellte das Unternehmen bereits anlässlich der H1-Zahlen, ausgehend von dem niedrigeren 2019/20-Niveau aber wieder eine Rückkehr zu einer progressiven Dividendenpolitik in Aussicht. Keine Aussagen machte das Unternehmen hinsichtlich geplanter Aktienrückkäufe. Hierfür könnte sich mit Blick auf die signifikante Verbesserung der finanziellen Situation nach der Kürzung der Dividende für das Geschäftsjahr 2019/20 und dem Verkauf des Premium-Zigarrengeschäfts (u.a. liquide Mittel zum 30.09.2020 (1.626 Mio. GBP, 31.03.2020: 773 Mio. GBP; 30.09.2019: 2.286 Mio. GBP; Verschuldungsfaktor (Gearing (bereinigte Nettofinanzverschuldung/EBITDA) zum 30.09.2020: 2,7; 31.03.2020: 3,3; 30.09.2019: 3,2)) u.E. ein begrenzter Spielraum ergeben. Nähere Informationen hierzu und zu den Ergebnissen der vom neuen CEO Bomhard (Amtsantritt: 01.07.2020) angekündigten strategischen Überprüfung des Geschäftsmodells erwarten wir auf dem Kapitalmarkttag Ende Januar (27.01.).

Wir passen unsere Prognosen für das Geschäftsjahr 2020/21 (EpS berichtet: 168,65 (alt: 160,12) GBP; EpS bereinigt: 255,50 (alt: 264,77) GBP; DpS: unverändert 140,00 GBP) mehrheitlich an. Für das Geschäftsjahr 2021/22 prognostizieren wir erstmals ein berichtetes EpS von 186,59 GBP, ein bereinigtes EpS von 260,58 GBP sowie ein DpS von 146,00 GBP. Auf Basis unseres DCF-Modells haben wir ein neues Kursziel von 1.450,00 (alt: 1.300,00) GBP (Startjahr 2020/21 (zuvor: 2019/20); niedrigeres Beta, angepasste Prognosen) ermittelt. Zusammen mit unserer Dividendenerwartung (12 Monate: 138,01 GBP je Aktie) ergibt sich ein positiver Gesamtertrag (12 Monate) von unter 10%. Wir stufen die Imperial Brands-Aktie daher weiterhin mit dem Votum Halten ein.

**SWOT-Analyse**

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> <li>- relativ konjunkturresistentes Geschäftsmodell</li> <li>- attraktive Ausschüttungspolitik</li> <li>- bekannte Marken (Davidoff, Gauloises, Winston, blu)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- starke Abhängigkeit vom europäischen Markt</li> <li>- schwache Marktposition in Russland</li> <li>- schwache Entwicklung bei NGP-Produkten</li> <li>- schwacher Ausblick für das Duty-Free-Geschäft</li> <li>-</li> </ul>
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Verstärkung der Präsenz in Wachstumsregionen (Osteuropa, Naher Osten, Fernost)</li> <li>- konsequente Umsetzung weiterer Kostensenkungsmaßnahmen</li> <li>- Ausbau der Marktposition im Markt für E-Zigaretten</li> <li>- Joint Venture mit CNTC</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- stringendere staatliche Vorschriften (z.B. Werbung, Rauchverbot, Verbot von aromatischen E-Zigaretten u. Mentholzigaretten in den USA)</li> <li>- deutliche Erhöhung der Tabaksteuer in Schlüsselmärkten könnte den Absatz nachhaltig verringern</li> <li>- hoher Wettbewerbsdruck</li> <li>- Zunahme des illegalen Handels</li> <li>- stärkere Regulierung bei NGP-Produkten v.a. in den USA</li> <li>- Ausweichen der Kunden auf preisgünstigere Marken auf Grund der Pandemie</li> </ul>

Quelle: NATIONAL-BANK AG

**Imperial Brands: Gewinn- und Verlustrechnung**

in Mio. GBP (außer Ergebnis je Aktie und Dividende je Aktie)	2017/18	2018/19	2019/20(e)	2020/21e	2021/22e
Umsatz	8.686	9.016	9.000	8.865	8.936
Rohertrag/Bruttoergebnis	6.010	6.240	6.180	6.188	6.318
EBITDA	3.673	3.513	3.641	3.798	3.982
Abschreibungen	-1.266	-1.316	-910	-931	-956
EBIT	2.407	2.197	2.731	2.867	3.026
Finanzergebnis	-584	-507	-565	-502	-490
EBT	1.823	1.690	2.166	2.365	2.536
Steuern	-396	-609	-608	-709	-710
Ergebnis nach Steuern	1.427	1.081	1.558	1.655	1.826
Minderheitenanteile	-59	-71	-63	-60	-61
Nettoergebnis	1.368	1.010	1.495	1.595	1.765
Anzahl Aktien (Mio. St.)	952	955	946	946	946
Ergebnis je Aktie	143,64	105,77	158,07	168,65	186,59
Dividende je Aktie	187,79	206,57	137,71	140,00	146,00
in % vom Umsatz					
Umsatz	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Rohertrag/Bruttoergebnis	69,2%	69,2%	68,7%	69,8%	70,7%
EBITDA	42,3%	39,0%	40,5%	42,8%	44,6%
Abschreibungen	14,6%	14,6%	10,1%	10,5%	10,7%
EBIT	27,7%	24,4%	30,3%	32,3%	33,9%
EBT	21,0%	18,7%	24,1%	26,7%	28,4%
Steuern	4,6%	6,8%	6,8%	8,0%	7,9%
Ergebnis nach Steuern	16,4%	12,0%	17,3%	18,7%	20,4%
Nettoergebnis	15,7%	11,2%	16,6%	18,0%	19,8%

Quelle: Imperial Brands, NATIONAL-BANK AG

**Imperial Brands: Bilanz- und Kapitalflussdaten**

in Mio. GBP	2017/18	2018/19	2019/20(e)	2020/21e	2021/22e
Bilanzsumme	30.848	33.074	32.310	32.111	32.210
Anlagevermögen	23.595	22.417	22.660	22.084	21.485
Geschäfts- und Firmenwert	13.040	13.040	13.041	13.042	13.043
Vorräte	3.692	4.082	4.065	4.050	4.080
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	2.585	2.854	2.638	2.640	2.711
Liquide Mittel	775	2.286	1.626	2.417	2.954
Eigenkapital	6.445	5.584	5.518	5.871	6.373
Verzinsliches Fremdkapital	11.995	13.634	11.652	11.680	11.220
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	8.270	9.352	10.170	9.225	9.226
Summe Fremdkapital	24.403	27.490	26.792	26.240	25.837
Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit	3.087	3.236	4.030	2.420	2.678
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-230	-425	-331	-355	-357
Free Cashflow	2.857	2.811	3.699	2.066	2.321
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	-2.654	-1.271	-4.310	-1.274	-1.784
Summe der Cashflows	203	1.540	-611	791	536

Quelle: Imperial Brands, NATIONAL-BANK AG

**Imperial Brands: Wichtige Kennzahlen**

	2017/18	2018/19	2019/20(e)	2020/21e	2021/22e
EV / Umsatz	4,4	3,7	3,1	2,7	2,7
EV / EBITDA	10,4	9,6	7,6	6,4	6,1
EV / EBIT	15,8	15,3	10,2	8,5	8,0
KGV	19,7	22,1	11,9	8,9	8,1
KBV	4,2	4,0	3,2	2,4	2,2
KCV	8,7	6,9	4,4	5,9	5,3
KUV	3,1	2,5	2,0	1,6	1,6
Dividendenrendite	6,6%	8,8%	7,3%	9,3%	9,7%
Eigenkapitalrendite (ROE)	21,2%	18,1%	27,1%	27,2%	27,7%
ROCE	11,1%	11,0%	14,2%	14,7%	15,9%
ROI	4,4%	3,1%	4,6%	5,0%	5,5%
Eigenkapitalquote	20,9%	16,9%	17,1%	18,3%	19,8%
Anlagendeckungsgrad	27,3%	24,9%	24,4%	26,6%	29,7%
Anlagenintensität	76,5%	67,8%	70,1%	68,8%	66,7%
Vorräte / Umsatz	42,5%	45,3%	45,2%	45,7%	45,7%
Forderungen / Umsatz	29,8%	31,7%	29,3%	29,8%	30,3%
Working Capital-Quote	-22,9%	-26,8%	-38,5%	-28,6%	-27,2%
Nettofinanzverschuldung (in Mio. GBP)	11.220	11.348	10.026	9.263	8.266
Nettofinanzverschuldung / EBITDA	3,1	3,2	2,8	2,4	2,1
Capex / Umsatz	3,8%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Capex / Abschreibungen	25,8%	27,4%	39,6%	38,1%	37,4%
Free Cashflow / Umsatz	32,9%	31,2%	41,1%	23,3%	26,0%
Free Cash Flow / Aktie (GBP)	3,00	2,94	3,91	2,18	2,45
Nettofinanzverschuldung / Aktie (GBP)	11,78	11,88	10,60	9,79	8,74
Cash / Aktie (GBP)	81,37	239,40	171,92	255,52	312,22
Buchwert / Aktie (GBP)	676,71	584,77	583,42	620,61	673,65

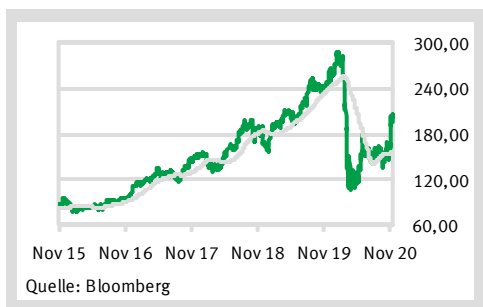
Quelle: Imperial Brands, NATIONAL-BANK AG

## MTU Aero Engines

**Verkaufen** (Verkaufen)

<b>Kurs am 19.11.20 um 17:35h</b>	196,00 EUR
<b>Erstellung abgeschlossen</b>	20.11.2020 / 12:00h
<b>Erstmals weitergegeben</b>	20.11.2020 / 13:30h
<b>Kursziel</b>	-
<b>Marktkapitalisierung</b>	10,36 Mrd. EUR
<b>Branche</b>	Industrie
<b>Land</b>	Deutschland
<b>WKN</b>	A0D9PT
<b>Reuters</b>	MTXGn.DE

Kennzahlen	12/19	12/20 e	12/21 e
Ergebnis je Aktie (EUR)	9,23	3,42	5,70
Kurs/Gewinn	23,5	57,4	34,4
Dividende je Aktie (EUR)	0,04	1,00	1,50
Div.-Rendite	0,0%	0,5%	0,8%
Kurs/Umsatz	2,4	2,5	2,5
Kurs/Op. Ergebnis	15,9	33,3	22,4
Kurs/Cashflow	13,5	18,2	19,7
Kurs/Buchwert	4,6	3,9	3,6



Performance	3 M	6 M	12 M
Absolut	33,7%	46,3%	-19,5%
Relativ z. DAX30	32,0%	31,5%	-16,0%

**Erstempfehlung** 29.04.2014

**Historie der Umstufungen (12 Monate):**

10.06.2020 Von Halten auf Verkaufen

## Anlass

Kapitalmarkttag

## Einschätzung

MTU hat auf dem Kapitalmarkttag (19.11.) erste Indikationen für das Geschäftsjahr 2021 veröffentlicht. Demnach soll der Umsatz (organisch) im Militärgeschäft und Ersatzteilgeschäft jeweils leicht steigen, im zivilen Neugeschäft stagnieren und in der zivilen Instandhaltung (umsatzstärker als OEM, aber deutlich margenschwächer als OEM) im Zwanziger-Prozentbereich ansteigen. Allerdings rechnet der Konzern mit Gegenwind von der Währungsseite (Umsatzrealisierung in USD vs. Bilanzierung in Euro). Zum Vergleich für das Geschäftsjahr 2020 stellt MTU einem Umsatzrückgang von 9% bis 14% y/y in Aussicht. Ab 2024 will das Unternehmen wieder überproportionales Wachstum im Vergleich zur Branche erzielen. Es ist u.E. zu konstatieren (auf Basis der Neunmonatszahlen und der 2020er Guidance), dass sich MTU in Anbetracht der Branchenkrise sehr ordentlich schlägt (z.B. positiver freier Cashflow). Dass das Unternehmen im Gegensatz zu den vorangegangenen Kapitalmarkttagen keinen mittelfristigen Ausblick wagt, ist u.E. verständlich und dokumentiert die geringe Visibilität. Die Studienergebnisse zu den Covid-19-Impfstoffen (BioNTech/Pfizer/Moderna) sind positiv für MTU zu werten (Luftfahrtindustrie deutlich überproportional von der Covid-19-Pandemie betroffen). Dennoch bleiben Unsicherheiten hinsichtlich der zukünftigen Geschäftsentwicklung (Fluggesellschaften schwer finanziell angeschlagen (Investitionsverhalten), eventuell strukturell verändertes Reiseverhalten, Fliegen als „Klimakiller“). Zudem bestehen strukturelle Herausforderungen (Entwicklung von alternativen Antrieben). Die MTU-Aktie ist in den letzten Tagen wegen der Impfstoff-Meldungen deutlich gestiegen (Schlusskurs 19.11. vs. Schlusskurs 06.11.: +19%; ggü. 52-Wochentief: +101%). In Erwartung eines negativen Gesamtertrags (12 Monate) lautet unser Votum für die MTU-Aktie (vorerst) weiterhin Verkaufen.

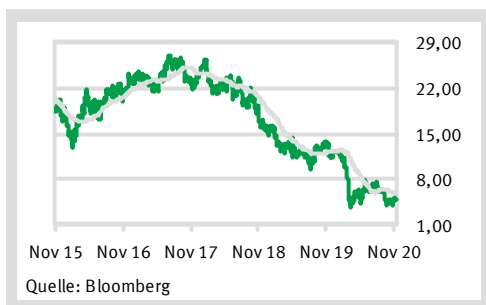
Sven Diermeier (Senior Analyst)

## thyssenkrupp

Halten (Halten)

<b>Kurs am 19.11.20 um 17:35h</b>	4,74 EUR
<b>Erstellung abgeschlossen</b>	20.11.2020 / 12:00h
<b>Erstmals weitergegeben</b>	20.11.2020 / 13:30h
<b>Kursziel</b>	5,10 EUR
<b>Marktkapitalisierung</b>	2,95 Mrd. EUR
<b>Branche</b>	Industrie
<b>Land</b>	Deutschland
<b>WKN</b>	750000
<b>Reuters</b>	TKAG.DE

Kennzahlen	09/20	09/21e	09/22e
Ergebnis je Aktie (EUR)	15,40	-1,78	0,29
Kurs/Gewinn	0,5	neg.	16,6
Dividende je Aktie (EUR)	0,00	0,00	0,00
Div.-Rendite	0,0%	0,0%	0,0%
Kurs/Umsatz	0,2	0,1	0,1
Kurs/Op. Ergebnis	neg.	neg.	5,4
Kurs/Cashflow	neg.	55,8	3,0
Kurs/Buchwert	0,5	0,3	0,3



Performance	3 M	6 M	12 M
Absolut	-22,4%	-10,3%	-64,9%
Relativ z. MDAX	-27,9%	-26,6%	-69,1%

**Erstempfehlung** 09.03.2009

**Historie der Umstufungen (12 Monate):**

20.05.2020	Von Kaufen auf Halten
14.05.2020	Von Halten auf Kaufen

## Anlass

Zahlen für das vierte Quartal 2019/20

## Einschätzung

Das Zahlenwerk für das vierte Quartal (Q4) 2019/20 (30.09., testiert) war stark durch die Covid-19-Pandemie sowie milliardenschwere Wertberichtigungen (v.a. Stahlgeschäft) belastet (EpS der fortgeführten Aktivitäten deutlich negativ). Dem stand aber der milliardenschwere Buchgewinn aus dem Elevator-Verkauf gegenüber (EpS, insgesamt und EpS der nicht-fortgeführten Aktivitäten signifikant positiv). Die Guidance für das Geschäftsjahr 2019/20 wurde erreicht (FCF vor M&A) bzw. übertroffen (bereinigtes EBIT). Der erneute Dividendenausfall überrascht uns nicht. Die Elevator-Transaktion hat (erwartungsgemäß) zu einer Bilanzsanierung geführt. Der Ausblick für das Geschäftsjahr 2020/21 (y/y-Verbesserungen, aber deutlich negative Ergebnisse/Cashflows) blieb signifikant hinter unseren Erwartungen zurück. Der Konzern verschärft die Restrukturierung (Abbau von 11.000 (bisher: 6.000) Vollzeitstellen) deutlich. Eine Grundsatzentscheidung zum Belastungsfaktor Steel Europe (nicht bindende Offerte von Libery in nicht bekannter Höhe liegt vor) soll erst im Frühjahr getroffen werden. Die positiven Studienergebnisse zu den Covid-19-Impfstoffen erhöhen u.E. die Wahrscheinlichkeit einer dynamischen globalen Konjunkturerholung, wovon thyssenkrupp (konjunkturzyklisches Geschäftsmodell) u.E. eigentlich profitieren sollte. In Erwartung eines positiven Gesamtertrags (12 Monate) von <10% lautet unser Votum für die thyssenkrupp-Aktie (am 19.11.: -3%) weiterhin Halten (Kursziel: 5,10 (alt: 6,60) Euro (Discounted-Cashflow-Modell)).

Sven Diermeier (Senior Analyst)



## Highlights

- Die Guidance für das Geschäftsjahr 2019/20 wurden erreicht bzw. übertroffen.
- Der Ausblick für das Geschäftsjahr 2020/21 verfehlte unsere Erwartungen signifikant.
- Bezüglich Steel Europe will thyssenkrupp erst im Frühjahr 2021 eine Grundsatzentscheidung treffen.

## Geschäftsentwicklung

Der Umsatz (fortgeführte Aktivitäten; Elevator Technology = nicht-fortgeführte Aktivität) ist im vierten Quartal (Q4) 2019/20 (30.09.) um 17% auf 7,26 (Vj.: 8,72; unsere Prognose: 7,87; Marktkonsens: 7,13) Mrd. Euro gesunken. Alle Bereiche mit Ausnahme von Marine Systems (+13% y/y) zeigten eine rückläufige Umsatzentwicklung. Das bereinigte EBIT (fortgeführte Aktivitäten) verschlechterte sich um 359 Mio. Euro auf -511 (Vj.: -152; unsere Prognose: -653; Marktkonsens: -558) Mio. Euro. Die Mehrheit der Bereiche zeigte Ergebnisverschlechterungen und war defizitär. Hauptverantwortlich für den Verlust und die Ergebnisverschlechterung war erneut der Bereich Steel Europe (bereinigtes EBIT: -195 Mio. Euro auf -240 (Vj.: -45) Mio. Euro). Das EpS legte dagegen signifikant auf +18,61 (Vj.: -0,16; unsere Prognose: +21,17; Marktkonsens: +12,15) Euro zu. Ausschlaggebend war der milliardenschwere Buchgewinn (15,15 Mrd. Euro) aus dem Verkauf von Elevator Technology (EpS der nicht-fortgeführten Aktivitäten: +24,36 (Vj.: +0,75) Euro). Dem standen die schwache operative Entwicklung sowie hohen Sonderbelastungen (v.a. milliardenschwere Wertberichtigungen (ca. Hälfte auf Steel Europe)) gegenüber (EpS der fortgeführten Aktivitäten: -5,75 (Vj.: -0,91) Euro).

thyssenkrupp	Umsatz (in Mio. EUR)			Umsatz (in Mio. EUR)		
	Q4 2018/19	Q4 2019/20	Veränderung gg. Vj.	Gj. 2018/19	Gj. 2019/20	Veränderung gg. Vj.
Automotive Technology	1.453	1.226	-15,6%	5.407	4.702	-13,0%
Industrial Components	639	530	-17,1%	2.522	2.099	-16,8%
Elevator Technology (ET)	2.125	694	-67,3%	7.960	6.546	-17,8%
Plant Technology	935	761	-18,6%	2.943	2.897	-1,6%
Marine Systems	496	561	13,1%	1.800	1.750	-2,8%
Materials Services	3.291	2.620	-20,4%	13.880	11.300	-18,6%
Steel Europe	2.237	1.810	-19,1%	9.065	7.269	-19,8%
Holding	3	7	>100%	5	9	80,0%
Konsolidierung	-336	-256	-	-1.586	-1.130	-
Konzern, insgesamt	10.843	7.951	-26,7%	41.996	35.443	-15,6%
Nicht-fortgeführte Aktivitäten (v.a. ET)	2.126	693	-67,4%	7.960	6.544	-17,8%
Fortgeführte Aktivitäten	8.717	7.258	-16,7%	34.036	28.899	-15,1%

Quelle: thyssenkrupp, NATIONAL-BANK AG

Im Gesamtjahr 2019/20 ist der Umsatz (fortgeführte Aktivitäten) um 15% (organisch: ebenfalls -15%) y/y gefallen. Das bereinigte EBIT (fortgeführte Aktivitäten) verschlechterte sich signifikant auf -1.633 (Vj.: -110; Guidance: -1.900 bis -1.700) Mio. Euro (dabei Steel Europa: -946 (Vj.: +31) Mio. Euro). Das EpS bezifferte sich auf +15,40 (Vj.: -0,49) Euro (dabei: fortgeführte Aktivitäten (-8,91 (Vj.: -1,85) Euro) vs. nicht-fortgeführte Aktivitäten (+24,31 (Vj.: +1,36) Euro)). Auf eine Dividendenausschüttung verzichtet thyssenkrupp erneut (0,00 (Vj.: 0,00; unsere Prognose: 0,00) Euro je Aktie).

Der freie Cashflow vor M&A (fortgeführte Aktivitäten) war in Q4 2019/20 deutlich negativ und zeigte sich entsprechend der Ergebnisentwicklung verschlechtert (-1.503 (Vj.: +1.233) Mio. Euro; Gj. 2019/20: -5.515 (Vj.: -1.756; Guidance: -6.000 bis -5.000) Mio. Euro). thyssenkrupp sind aber aus der Desinvestition von Elevator Technology in

Q4 2019/20 14,74 Mrd. Euro zugeflossen, so dass der Konzern per 30.09.2020 eine Nettoliquidität (5,05 Mrd. Euro) ausweisen konnte. Der milliardenschwere Buchgewinn aus der Elevator Technology-Transaktion hat dazu geführt, dass der Konzern per 30.09.2020 eine deutlich verbesserte Eigenkapitalquote von 27,9% (30.09.2019: 6,1%) auswies. thyssenkrupp verfügt über keine Investmentgrade-Ratings (S&P: „BB-“ (Ausblick: „stabil“); Moody's: „B1“ (Ausblick: „develop“)).

thyssenkrupp	Bereinigtes EBIT (in Mio. EUR)		Veränderung gg. Vj.	Bereinigtes EBIT (in Mio. EUR)		Veränderung gg. Vj.
	Q4 2018/19	Q4 2019/20		Gj. 2018/19	Gj. 2019/20	
Automotive Technology	-39	-104	-	-22	-260	-
Industrial Components	61	16	-73,8%	230	138	-40,0%
Elevator Technology (ET)	266	80	-69,9%	907	693	-23,6%
Plant Technology	-30	-100	-	-145	-235	-
Marine Systems	1	12	>100%	1	18	>100%
Materials Services	-12	-48	-	107	-110	-
Steel Europe	-45	-240	-	31	-946	-
Holding	-76	-41	-	-252	-210	-
Konsolidierung	-6	12	-	-56	53	-
Konzern, insgesamt	119	-414	-	802	-860	-
Nicht-fortgeführte Aktivitäten (v.a. ET)	271	97	-64,2%	912	773	-15,2%
Fortgeführte Aktivitäten	-152	-511	-	-110	-1.633	-

Quelle: thyssenkrupp, NATIONAL-BANK AG

## Perspektiven

Das zukünftige Kerngeschäft von thyssenkrupp soll den Werkstoffhandel, die Industriekomponenten sowie das Automobilzuliefergeschäft umfassen. Für Steel Europe sowie Marine Systems werden alle Optionen geprüft (Stand-alone im Konzern, Partnerschaften, Konsolidierung). Für Steel Europe soll nach jüngsten Management-Aussagen im Frühjahr 2021 eine Grundsatzentscheidung getroffen werden. Liberty Steel hat Mitte Oktober eine nicht-bindende Offerte in nicht genannter Höhe vorgelegt. Darüber hinaus will sich der Konzern von Aktivitäten (Anlagenbau, AST, Powertrain Solutions, Federn und Stabilisatoren, Infrastructure, Grobblech, Battery Solutions) mit einem Umsatz von 5,5 Mrd. Euro (Gj. 2019/20) trennen (per Schließung oder Verkauf). Ferner wird die Restrukturierung verschärft (Abbau von rund 11.000 (bisher: rund 6.000; davon bisher umgesetzt: rund 3.600) Vollzeitstellen). Hierdurch soll bis 2022/23 ein mittlerer bis hoher dreistelliger Mio. Euro-Betrag eingespart werden.

thyssenkrupp stellt im Rahmen des Geschäftsberichts 2019/20 (am 19.11.) für das Geschäftsjahr 2020/21 (30.09.) einen organischen Umsatzanstieg im niedrigen bis mittleren einstelligen Prozentbereich in Aussicht. Das bereinigte EBIT soll defizitär im mittleren dreistelligen Mio.-Euro-Bereich ausfallen (Gj. 2019/20 neue Definition: -1.782 Mio. Euro; Gj. 2019/20 alte Definition: -1.633 Mio. Euro). Der Nachsteuerverlust (fortgeführte Aktivitäten) soll bei >1 (Gj. 2019/20: -5,54) Mrd. Euro herauskommen. Der freie Cashflow vor M&A soll sich auf rund -1,5 (Gj. 2019/20: -5,52) Mrd. Euro) belaufen.

Unsere Prognosen für das Geschäftsjahr 2020/21 haben wir deutlich reduziert (u.a. EpS: -1,78 (alt: -0,01) Euro). Für das kommende Geschäftsjahr (erstmal) rechnen wir mit einem EpS von +0,29 Euro. Auf Basis unseres Discounted-Cashflow-Modells (Startjahr: 2020/21 (bisher: 2019/20); Prognoseanpassung) haben wir ein neues Kursziel von 5,10 (alt: 6,60) Euro für die thyssenkrupp-Aktie ermittelt. Zusammen mit unserer Dividendenerwartung (12 Monate: 0,00 Euro je Aktie) ergibt sich ein positiver Gesamtertrag (12 Monate) von unter 10%. Daher hat unser Halten-Votum für die thyssenkrupp-Aktie Bestand.

## SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> <li>- führende Marktpositionen in einzelnen Bereichen</li> <li>- breite Aufstellung (Diversifikation)</li> <li>- systemrelevant für NRW und Deutschland</li> <li>- recht solide Bilanzkennzahlen (v.a. Nettoliquidität)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- stark von Preissetzung der Rohstoffkonzerne abhängig (Stahlbereich)</li> <li>- in mehreren Bereichen Margenrückstand zu den Wettbewerbern</li> <li>- Konglomeratsabschlag und Governance (Uneinigkeit im Aktionärskreis)</li> <li>- keine Dividendenkontinuität (Dividendenausfall für 2018/19 und 2019/20 sowie wahrscheinlich für 2020/21 sowie 2021/22)</li> <li>- schwacher Ausblick für 2020/21</li> </ul>
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> <li>- erfolgreicher Konzernumbau (Reduzierung der Komplexität)</li> <li>- Effizienzsteigerungsprogramm und Restrukturierung</li> <li>- wirksame EU-Stahlimportzölle</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- stark konjunkturzyklisches Geschäftsmodell nach Elevator-Verkauf (Covid-19-Pandemie)</li> <li>- globale (strukturelle) Produktionsüberkapazitäten im Stahlbereich</li> <li>- Umwelt- und Klimaschutz (u.a. Umstellung von Koks-kohle auf „grünen“ Wasserstoff)</li> <li>- Scheitern des Konzernumbaus</li> </ul>

Quelle: NATIONAL-BANK AG

**thyssenkrupp: Gewinn- und Verlustrechnung**

in Mio. EUR (außer Ergebnis je Aktie und Dividende je Aktie)	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21e	2021/22e
Umsatz	41.486	34.036	28.899	30.416	31.557
Rohertrag	6.590	3.700	-285	3.425	3.708
EBITDA	2.056	652	-1.079	475	1.775
Abschreibungen	-1.119	-1.163	-4.176	-1.200	-1.225
EBIT	937	-511	-5.255	-725	550
Finanzergebnis	-376	-344	-350	-300	-300
EBT	561	-855	-5.593	-1.025	250
Steuern	-573	-255	52	-75	-63
Ergebnis nach Steuern	-12	-1.110	-5.541	-1.100	188
Minderheitenanteile	-50	-44	-8	-8	-10
Nettoergebnis	-62	-303	9.585	-1.108	178
Anzahl Aktien (Mio. St.)	623	623	623	623	623
Ergebnis je Aktie	-0,10	-0,49	15,40	-1,78	0,29
Dividende je Aktie	0,15	0,00	0,00	0,00	0,00
in % vom Umsatz					
Umsatz	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Rohertrag	15,9%	10,9%	-1,0%	11,3%	11,8%
EBITDA	5,0%	1,9%	-3,7%	1,6%	5,6%
Abschreibungen	2,7%	3,4%	14,5%	3,9%	3,9%
EBIT	2,3%	-1,5%	-18,2%	-2,4%	1,7%
EBT	1,4%	-2,5%	-19,4%	-3,4%	0,8%
Steuern	1,4%	0,7%	-0,2%	0,2%	0,2%
Ergebnis nach Steuern	0,0%	-3,3%	-19,2%	-3,6%	0,6%
Nettoergebnis	-0,1%	-0,9%	33,2%	-3,6%	0,6%

Quelle: thyssenkrupp, NATIONAL-BANK AG

**thyssenkrupp: Bilanz- und Kapitalflussdaten**

in Mio. EUR	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21e	2021/22e
Bilanzsumme	34.426	36.475	36.490	35.523	35.807
Anlagevermögen	14.285	15.313	10.501	10.351	10.652
Geschäfts- und Firmenwert	3.801	3.962	1.481	1.481	1.481
Vorräte	7.359	7.781	5.922	6.218	6.451
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	5.163	5.488	4.833	5.075	5.265
Liquide Mittel	3.006	3.706	11.547	10.137	9.641
Eigenkapital	3.203	2.220	10.174	9.074	9.262
Verzinsliches Fremdkapital	5.376	7.415	6.502	6.564	6.626
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	6.533	6.355	3.475	3.649	3.786
Summe Fremdkapital	31.223	34.255	26.316	26.449	26.546
Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit	1.184	-664	-4.224	53	967
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-1.299	-1.109	12.595	-1.525	-1.526
Free Cashflow	-115	-1.773	8.371	-1.472	-559
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	-2.114	2.372	-952	62	62
Summe der Cashflows	-2.229	599	7.419	-1.410	-497

Quelle: thyssenkrupp, NATIONAL-BANK AG

**thyssenkrupp: Wichtige Kennzahlen**

	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21e	2021/22e
EV / Umsatz	0,4	0,4	0,0	-0,1	-0,1
EV / EBITDA	7,9	18,9	neg.	-4,4	-1,2
EV / EBIT	17,4	neg.	neg.	neg.	-3,8
KGV	neg.	neg.	0,5	neg.	16,6
KBV	4,4	3,9	0,5	0,3	0,3
KCV	11,8	neg.	neg.	55,8	3,0
KUV	0,3	0,3	0,2	0,1	0,1
Dividendenrendite	0,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Eigenkapitalrendite (ROE)	-1,9%	-13,6%	94,2%	-12,2%	1,9%
ROCE	4,6%	-2,3%	-29,6%	-4,0%	3,0%
ROI	-0,2%	-0,8%	26,3%	-3,1%	0,5%
Eigenkapitalquote	9,3%	6,1%	27,9%	25,5%	25,9%
Anlagendeckungsgrad	22,4%	14,5%	96,9%	87,7%	86,9%
Anlagenintensität	41,5%	42,0%	28,8%	29,1%	29,7%
Vorräte / Umsatz	17,7%	22,9%	20,5%	20,4%	20,4%
Forderungen / Umsatz	12,4%	16,1%	16,7%	16,7%	16,7%
Working Capital-Quote	14,4%	20,3%	25,2%	25,1%	25,1%
Nettofinanzverschuldung (in Mio. EUR)	2.370	3.709	-5.045	-3.573	-3.015
Nettofinanzverschuldung / EBITDA	1,2	5,7	4,7	-7,5	-1,7
Capex / Umsatz	3,3%	3,5%	4,6%	5,0%	4,8%
Capex / Abschreibungen	123,0%	103,7%	31,9%	127,1%	124,6%
Free Cashflow / Umsatz	-0,3%	-5,2%	29,0%	-4,8%	-1,8%
Free Cash Flow / Aktie (EUR)	-0,18	-2,85	13,45	-2,36	-0,90
Nettofinanzverschuldung / Aktie (EUR)	3,81	5,96	-8,10	-5,74	-4,84
Cash / Aktie (EUR)	4,83	5,95	18,55	16,28	15,49
Buchwert / Aktie (EUR)	5,15	3,57	16,34	14,58	14,88

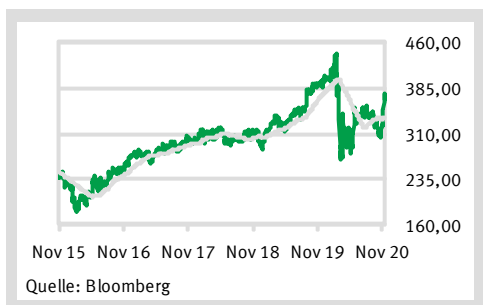
Quelle: thyssenkrupp, NATIONAL-BANK AG

## Zurich Insurance Group

**Kaufen** (Kaufen)

<b>Kurs am 19.11.20 um 17:31h</b>	365,80 CHF
<b>Erstellung abgeschlossen</b>	20.11.2020 / 12:00h
<b>Erstmals weitergegeben</b>	20.11.2020 / 13:30h
<b>Kursziel</b>	400,00 CHF
<b>Marktkapitalisierung</b>	55,36 Mrd. CHF
<b>Branche</b>	Versicherungen
<b>Land</b>	Schweiz
<b>WKN</b>	579919
<b>Reuters</b>	ZURN.S

<b>Kennzahlen</b>	<b>12/19</b>	<b>12/20 e</b>	<b>12/21 e</b>
Ergebnis je Aktie (USD)	28,01	22,74	29,47
Kurs/Gewinn	12,5	17,7	13,6
Dividende je Aktie (USD)	22,00	23,06	24,16
Div.-Rendite	6,3%	5,7%	6,0%
Kurs/Umsatz	0,7	1,1	1,1
Kurs/Op. Ergebnis	9,4	11,5	9,5
Combined Ratio	96,0%	95,8%	95,8%
Kurs/Buchwert	1,5	1,7	1,7



<b>Performance</b>	<b>3 M</b>	<b>6 M</b>	<b>12 M</b>
Absolut	8,6%	28,4%	-6,4%
Relativ z. Stoxx Europe 50	5,7%	22,1%	1,5%

**Erstempfehlung** 22.05.2014

**Historie der Umstufungen (12 Monate):**

27.05.2020 Von Halten auf Kaufen

## Anlass

Eckdaten für die ersten neun Monate 2020

## Einschätzung

Zum dritten Quartal (Q3) 2019 legte die Zurich Insurance Group (Zurich) – wie üblich – nur Eckzahlen vor. Diese zeigten eine Steigerung der Bruttoprämien im Schaden- und Unfallgeschäft jedoch einen deutlichen COVID-19-bedingten Rückgang des APE im Lebensversicherungsgeschäft. Im Rahmen der Eckdaten für 9M 2020 hat Zurich keine Angaben bezüglich der Guidance für 2020-2022 gemacht. Zum Ende des dritten Quartals lag die COVID-19-bedingte Gesamtbelastung bei rund 450 Mio. USD netto. Im Rahmen der Q1-Eckdaten hatte Zurich für das Gesamtjahr 2020 eine Gesamtbelastung durch COVID-19 von 750 Mio. USD prognostiziert. Eine Einschätzung über die operative Entwicklung ist anhand der Eckdaten schwierig, wir sind jedoch weiterhin der Ansicht, dass Zurich bezogen auf die Kapitalausstattung und die allgemeine Entwicklung der Geschäftstätigkeiten stabil ist. Wir lassen unsere Prognosen unverändert. Bei einem von uns erwarteten Gesamtertrag (12 Monate) von über 10% lautet unser Votum für die Zurich Insurance Group-Aktie weiterhin Kaufen (Kursziel: 400,00 (alt: 360,00) CHF (mod. Gordon-Growth-Modell; deutlich gesunkenes Beta)).

Jan Lennertz (Analyst)

**SWOT-Analyse**

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Ratensteigerungen in der Schaden- und Unfallversicherung</li> <li>- Präsenz in Wachstumsregionen (u.a. Lateinamerika)</li> <li>- attraktive Dividendenpolitik</li> <li>- gute Kapitalisierung</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- negative Währungseffekte</li> <li>- anhaltend niedriges Zinsniveau gefährdet Erreichen der Unternehmensziele</li> <li>- hohe Abhängigkeit von Naturkatastrophen</li> <li>- strukturell hohe Kostenbasis im Segment Property and Casualty</li> </ul>
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Ausbau der Marktposition in Wachstumsmärkten</li> <li>- abnehmende Schadenbelastungen (betrifft insbesondere Property and Casualty)</li> <li>- ansteigendes Zinsniveau</li> <li>- Umbau im Segment Property and Casualty</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Verschärfung der regulatorischen Anforderungen</li> <li>- weiterhin ungünstiges Zinsumfeld</li> <li>- Verfehlen der Unternehmenszielsetzung</li> <li>- Sondereffekte verzerren Ergebnis</li> <li>- überdurchschnittliches Schadenaufkommen auf Grund von Corona</li> </ul>

Quelle: 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.

### 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 (gültig ab 01.07.2020) auf den von ihnen erwarteten Gesamtertrag (Kursentwicklung zzgl. Dividendenzahlung(en)) des bewerteten Finanzinstruments des folgenden 12-Monatszeitraums ab. Dabei bedeutet die Einstufung "Kaufen", dass ein Gesamtertrag von mindestens 10% erwartet wird. Die Einstufung "Halten" bedeutet, dass ein Gesamtertrag von 0% bis 10% erwartet wird. Die Einstufung "Verkaufen" bedeutet, dass ein negativer Gesamtertrag erwartet wird.

Weitere Informationen zu den geschützten Bewertungsmodellen finden sich auf der Homepage der NATIONAL-BANK AG unter [https://www.national-bank.de/fileadmin/user\\_upload/Kapitalmarkt/Verordnung\\_2016-958.pdf](https://www.national-bank.de/fileadmin/user_upload/Kapitalmarkt/Verordnung_2016-958.pdf) sowie eine Übersicht der Empfehlungen unter

[https://www.national-bank.de/fileadmin/user\\_upload/Kapitalmarkt/Uebersicht\\_Empfehlungen.pdf](https://www.national-bank.de/fileadmin/user_upload/Kapitalmarkt/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/Kapitalmarkt/Verordnung\\_2016-958.pdf](https://www.national-bank.de/fileadmin/user_upload/Kapitalmarkt/Verordnung_2016-958.pdf).