

<b>Marktdaten im Überblick .....</b>	<b>2</b>
<b>Unternehmenskommentare .....</b>	<b>3</b>
Airbus .....	3
Allianz.....	9
Continental .....	14
Danone .....	15
MTU Aero Engines.....	16
Nestlé .....	22
RWE .....	28
<b>Rechtliche Hinweise .....</b>	<b>29</b>



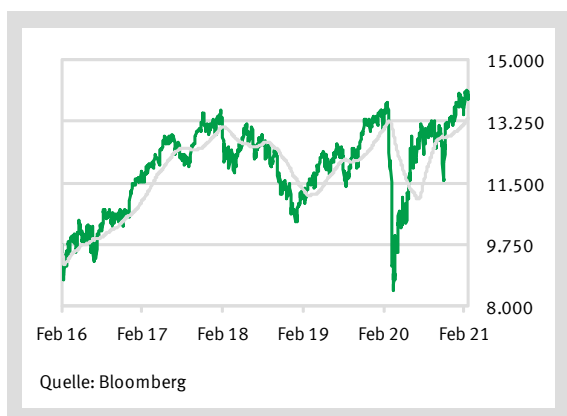
## Marktdaten im Überblick

	19.02.2021	18.02.2021	Änderung
<b>Deutschland</b>			
DAX	13.993	13.887	0,8%
MDAX	32.385	32.227	0,5%
TecDAX	3.519	3.511	0,2%
Bund-Future	174,18	174,68	-0,3%
10J Bund in %	-0,3050	-0,3460	0,0410 PP
3M Zins in %	-0,5940	-0,6040	0,0100 PP
<b>Europa</b>			
EuroStoxx 50	3.713	3.681	0,9%
FTSE 100	6.624	6.617	0,1%
SMI	10.705	10.718	-0,1%
<b>Welt</b>			
DOW JONES	31.494	31.493	0,0%
S&P 500	3.907	3.914	-0,2%
NASDAQ COMPOSITE	13.874	13.865	0,1%
NIKKEI 225	30.018	30.236	-0,7%
TOPIX	1.929	1.942	-0,7%
<b>Rohstoffe / Devisen</b>			
EUR in USD	1,2119	1,2092	0,2%
Gold (USD je Feinunze)	1.786,20	1.773,15	0,7%
Brent-Öl (USD je Barrel)	62,91	63,93	-1,6%

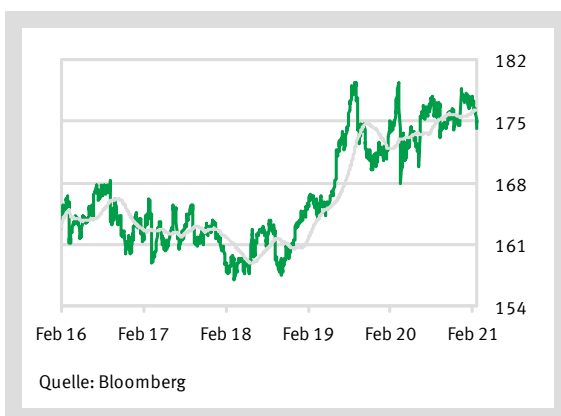
Quelle: Bloomberg

PP: Prozentpunkte

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



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



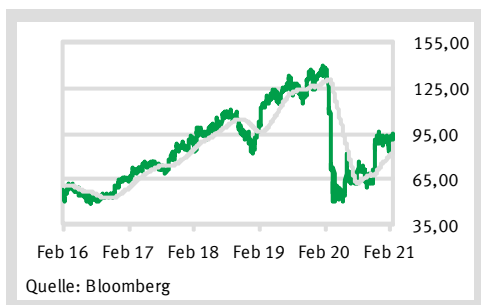
## Unternehmenskommentare

### Airbus

Halten (Halten)

<b>Kurs am 19.02.21 um 17:35h</b>	91,72 EUR
<b>Erstellung abgeschlossen</b>	22.02.2021/ 12:50h
<b>Erstmals weitergegeben</b>	22.02.2021/ 14:20h
<b>Kursziel</b>	93,00 EUR
<b>Marktkapitalisierung</b>	71,88 Mrd. EUR
<b>Branche</b>	Industrie
<b>Land</b>	Niederlande
<b>WKN</b>	938914
<b>Reuters</b>	AIRG.DE

Kennzahlen	12/20 (e)	12/21e	12/22e
Ergebnis je Aktie (EUR)	-1,45	1,92	3,68
Kurs/Gewinn	neg.	47,7	24,9
Dividende je Aktie (EUR)	0,00	0,60	1,15
Div.-Rendite	0,0%	0,7%	1,3%
Kurs/Umsatz	1,3	1,4	1,3
Kurs/Op. Ergebnis	neg.	30,9	17,3
Kurs/Cashflow	-11,6	67,0	116,1
Kurs/Buchwert	9,7	9,0	6,9



Performance	3M	6M	12M
Absolut	3,5%	32,7%	-29,9%
Relativ z. MDAX	-8,0%	14,2%	-40,0%

**Erstempfehlung** 13.05.2014

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

### Anlass

Zahlen für das vierte Quartal 2020

### Einschätzung

Das Zahlenwerk für das vierte Quartal (Q4) 2020 (untestiert), das nach wie vor von der Covid-19-Pandemie belastet war (u.a. Flugzeug-Auslieferungen: -23% y/y), fiel deutlich besser als von erwartet aus. Auch der Marktkonsens wurde geschlagen. Der freie Cashflow vor M&A und Kundenfinanzierung fiel zudem deutlich besser als vom Flugzeugbauer in Aussicht gestellt aus. Der erneute Dividendenausfall (für das Gesamtjahr 2020) überrascht uns nicht. Der Ausblick für das Geschäftsjahr 2021 (u.a. bereinigtes EBIT: 2 (Gj. 2020: 1,71) Mrd. Euro) blieb dagegen deutlich hinter unserer Erwartung und dem Marktkonsens zurück. Wir gehen allerdings davon aus, dass das Airbus-Management in Anbetracht des nach wie vor mit hohen Unsicherheiten behafteten Umfelds (u.a. Covid-19-Mutationen, angeschlagene Fluggesellschaften) sehr konservativ kommuniziert. Der Auftragsbestand an Flugzeugen (per 31.12.2020) ist zwar gesunken (q/q und y/y), er bewegt sich aber u.E. nach wie vor auf einem hohen Niveau. Wir haben unsere Prognosen mehrheitlich angepasst (u.a. berichtetes EpS 2021e: 1,92 (alt: 3,05) Euro; bereinigtes EpS 2021e: 2,16 (alt: 3,29) Euro; DpS 2021e: 0,60 (alt: 0,90) Euro; berichtetes EpS 2022e: 3,68 (alt: 4,13) Euro; bereinigtes EpS 2022e: 3,92 (alt: 4,37) Euro; DpS 2022e: 1,15 (alt: 0,90) Euro). In Erwartung eines positiven Gesamtertrags (12 Monate) von <10% lautet unser Votum für die Airbus-Aktie weiterhin Halten (Kursziel: 93,00 (alt: 67,00) Euro (Discounted-Cashflow-Modell (Startjahr: 2021 (bisher: 2020); Prognoseerhöhung 2023ff, niedrigeres Beta)).

Sven Diermeier (Senior Analyst)

## Highlights

- Die Auslieferung von zivilen Flugzeugen ist in Q4 2020 um 23% y/y gesunken.
- Airbus lässt die Dividende für 2020 erneut ausfallen.
- Der Auftragsbestand an zivilen Flugzeugen (per 31.12.2020) ist im Quartalsverlauf weiter gesunken.
- Der (Ergebnis-)Ausblick für das Geschäftsjahr 2021 fiel schwächer als von uns und dem Markt erwartet aus.

## Geschäftsentwicklung

Der Konzernumsatz ist im vierten Quartal (Q4) 2020 um 19% auf 19,75 (Vj.: 24,31; unsere Prognose: 16,00; Marktkonsens: 19,18) Mrd. Euro gesunken (Q3 2020: -27% y/y; Q2 2020: -55% y/y; Q1 2020: -15% y/y; Q4 2019: +4% y/y). Ausschlaggebend war der größte Bereich Zivile Flugzeuge (Umsatz: -27% y/y), der von geringeren Auslieferungen (-23% y/y), verursacht durch die Covid-19-Pandemie, belastet wurde. Das bereinigte Konzern-EBIT gab deutlich um 35% auf 1.831 (Vj.: 2.813; unsere Prognose: 933; Marktkonsens: 1.658) Mio. Euro nach. Zurückzuführen ist dies auf die deutliche Ergebnisverschlechterung im Bereich Zivile Flugzeuge (bereinigtes EBIT: 1.259 (Vj.: 2.354) Mio. Euro). Das bereinigte EpS verschlechterte sich um 28% auf 1,68 (Vj.: 2,32; unsere Prognose: 0,23; Marktkonsens: 1,53) Euro, während sich das EpS auf berichteter Basis deutlich auf +1,98 (Vj.: -4,56; unsere Prognose: -0,39; Marktkonsens: +1,61) Euro verbessert hat. In Q4 2019 waren milliarden schwere Sonderbelastungen (u.a. Strafzahlung wegen Korruption, Wertberichtigung auf das A400M-Programm) angefallen.

Airbus	Umsatz (in Mio. EUR)			Umsatz (in Mio. EUR)		
	Q4 2019	Q4 2020	Veränderung gg. Vj.	Gj. 2019	Gj. 2020	Veränderung gg. Vj.
Zivile Flugzeuge	19.203	13.979	-27,2%	54.775	34.250	-37,5%
Helikopter	2.295	2.628	14,5%	6.007	6.251	4,1%
Verteidigung / Raumfahrt	3.201	3.510	9,7%	10.907	10.446	-4,2%
Zentrale / Übrige Aktivitäten	-389	-366	-	-1.211	-1.035	-
Konzern	24.310	19.751	-18,8%	70.478	49.912	-29,2%

Quelle: Airbus, NATIONAL-BANK AG

Im Gesamtjahr (Gj.) 2020 verringerten sich die Erlöse um 29% (dabei Bereich Zivile Flugzeuge: -37% (Auslieferungen: -34%)) y/y. Das bereinigte EBIT verschlechterte sich um 75% auf 1.706 (Vj.: 6.946) Mio. Euro. Das EpS bezifferte sich auf bereinigter Basis auf 1,36 (Vj.: 2,32) Euro (-78% y/y) und auf berichteter Basis auf -1,45 (Vj.: -1,75) Euro. Für das Geschäftsjahr 2020 will Airbus erneut die Dividende ausfallen lassen (0,00 (Vj.: 0,00; unsere Prognose: 0,00; Marktkonsens: 0,05) Euro je Aktie).

Der freie Cashflow zeigte sich in Q4 2020 entsprechend der Ergebnisentwicklung verschlechtert, war aber deutlich positiv (+4,91 (Vj.: +8,60) Mrd. Euro; aber Gj. 2020: -7,36 (Vj.: +3,48) Mrd. Euro). Das gleiche Muster zeigte der freie Cashflow vor M&A und Kundenfinanzierung (Q4 2020: +4,86 (Vj.: +8,45) Mrd. Euro (Guidance: ausgeglichen); aber Gj. 2020: -6,94 (Vj.: +3,51) Mrd. Euro). Die Nettofinanzposition hat sich im Quartalsverlauf entsprechend verbessert und lag per Ende Q4 2020 bei +4,31 (30.09.2020: -0,24; 31.12.2019: +12,53) Mrd. Euro). Airbus verfügt über solide Investmentgrade-Ratings (Moody's: „A2“ (Ausblick: „negativ“); S&P: „A“ (Ausblick: „negativ“)).

Airbus	Bereinigtes EBIT (in Mio. EUR)		Veränderung	Bereinigtes EBIT (in Mio. EUR)		Veränderung
	Q4 2019	Q4 2020	gg. Vj.	Gj. 2019	Gj. 2020	gg. Vj.
Zivile Flugzeuge	2.354	1.259	-46,5%	5.947	618	-89,6%
Helikopter	217	233	7,4%	422	471	11,6%
Verteidigung / Raumfahrt	210	394	87,6%	565	660	16,8%
Zentrale / Übrige Aktivitäten	32	-55	-	12	-43	-
Konzern	2.813	1.831	-34,9%	6.946	1.706	-75,4%
Bereinigte EBIT-Marge	11,6%	9,3%	-2,3 PP	9,9%	3,4%	-6,4 PP

Quelle: Airbus, NATIONAL-BANK AG

PP: Prozentpunkte

## Perspektiven

Airbus verfügte per Ende Dezember 2020 über einen Auftragsbestand von 7.184 (30.09.2020: 7.441; 31.12.2019: 7.482) zivilen Flugzeugen (-4% y/y). Bei Helikoptern beläuft sich der Auftragsbestand auf 663 (30.09.2020: 669; 31.12.2019: 695) Stück (-5% y/y).

Im Rahmen des Q4-Berichts (am 18.02.) stellt Airbus für das Geschäftsjahr 2021 Auslieferungen an zivilen Flugzeugen auf dem Vorjahresniveau (Gj. 2020: 566 Stück) in Aussicht. Das bereinigte Konzern-EBIT soll sich auf 2 (Gj. 2020: 1,71) Mrd. Euro belaufen. Der freie Cashflow vor M&A und Kundenfinanzierung soll ausgeglichen sein (Gj. 2020: -6,9 Mrd. Euro; Gj. 2020 ohne Strafzahlungen: -3,3 Mrd. Euro).

Unsere Prognosen für die Geschäftsjahre 2021 (u.a. berichtetes EpS: 1,92 (alt: 3,05) Euro; bereinigtes EpS: 2,16 (alt: 3,29) Euro; Dividende je Aktie: 0,60 (alt: 0,90) Euro) und 2022 (u.a. berichtetes EpS: 3,68 (alt: 4,13) Euro; bereinigtes EpS: 3,92 (alt: 4,37) Euro; Dividende je Aktie: 1,15 (alt: 0,90) Euro) haben wir mehrheitlich gesenkt. Auf Basis unseres Discounted-Cashflow-Modells (Startjahr: 2021 (bisher: 2020); Prognoseerhöhung 2023ff, niedrigeres Beta) haben wir ein neues Kursziel von 93,00 (alt: 67,00) Euro für die Airbus-Aktie ermittelt. Zusammen mit unserer Dividendenerwartung (12 Monate: 0,00 Euro je Aktie) ergibt sich ein positiver Gesamtertrag (12 Monate) von <10%. Unser Votum für die Airbus-Aktie lautet daher nach wie vor Halten.

## SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Airbus agiert auf Märkten mit duopolistischer bzw. oligopolistischen Marktstrukturen</li> <li>- hoher Auftragsbestand bei Verkehrsflugzeugen</li> <li>- umfassendes Produktangebot</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Rüstungsgeschäft im globalen Wettbewerb relativ klein und ohne größere Unterstützungsmaßnahmen seitens der Politik</li> <li>- Entwicklung der Wechselkurse mit zum Teil deutlichen Ergebniseinflüssen</li> <li>- Governance (Spielball politischer Interessen)</li> <li>- regelmäßig Sonderbelastungen</li> <li>- Dividendenausfall für 2019 sowie 2020</li> </ul>
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> <li>- langfristig überdurchschnittliche Wachstumsraten in der zivilen Luftfahrt zu erwarten, vor allem in Asien</li> <li>- steigende Militärausgaben</li> <li>- Realisierung von Skaleneffekten</li> <li>- Normalisierung der Geschäftsentwicklung (Covid-19-Impfstoffe)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- möglicher Engpass bei Zulieferern oder Schwierigkeiten bei der Entwicklung neuer Teile und beim Hochlauf von Serienproduktionen</li> <li>- Abstürze von Flugzeugen aus eigener Produktion</li> <li>- „Fliegen als Klimakiller“</li> <li>- Ratingherabstufung</li> <li>- Auftragsverzögerungen / Auftragsstornierungen</li> </ul>

Quelle: NATIONAL-BANK AG

**Airbus: Gewinn- und Verlustrechnung**

in Mio. EUR (außer Ergebnis je Aktie und Dividende je Aktie)	2018	2019	2020(e)	2021e	2022e
Umsatz	63.707	70.478	49.912	51.534	56.816
Bruttoergebnis	8.787	10.505	5.662	7.086	7.812
EBITDA	7.492	4.266	2.321	5.213	7.136
Abschreibungen	-2.444	-2.927	-2.831	-2.886	-2.983
EBIT	5.048	1.339	-510	2.327	4.153
Finanzergebnis	-763	-275	-620	-275	-250
EBT	4.285	1.064	-1.130	2.052	3.903
Steuern	-1.274	-2.389	-39	-513	-976
Ergebnis nach Steuern	3.011	-1.325	-1.169	1.539	2.927
Minderheitenanteile	43	-37	36	-30	-35
Nettoergebnis	3.054	-1.362	-1.133	1.509	2.892
Anzahl Aktien (Mio. St.)	775	777	783	784	785
Ergebnis je Aktie	3,94	-1,75	-1,45	1,92	3,68
Dividende je Aktie	1,65	0,00	0,00	0,60	1,15
in % vom Umsatz					
Umsatz	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Bruttoergebnis	13,8%	14,9%	11,3%	13,8%	13,8%
EBITDA	11,8%	6,1%	4,7%	10,1%	12,6%
Abschreibungen	3,8%	4,2%	5,7%	5,6%	5,3%
EBIT	7,9%	1,9%	-1,0%	4,5%	7,3%
EBT	6,7%	1,5%	-2,3%	4,0%	6,9%
Steuern	2,0%	3,4%	0,1%	1,0%	1,7%
Ergebnis nach Steuern	4,7%	-1,9%	-2,3%	3,0%	5,2%
Nettoergebnis	4,8%	-1,9%	-2,3%	2,9%	5,1%

Quelle: Airbus, NATIONAL-BANK AG

**Airbus: Bilanz- und Kapitalflussdaten**

in Mio. EUR	2018	2019	2020(e)	2021e	2022e
Bilanzsumme	115.198	114.409	110.095	109.363	110.221
Anlagevermögen	56.564	57.686	51.695	50.834	50.026
Geschäfts- und Firmenwert	13.039	13.019	12.999	12.999	12.999
Vorräte	31.891	31.550	30.401	31.389	34.606
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	6.078	5.674	5.132	5.299	5.842
Liquide Mittel	9.413	9.314	14.439	13.287	11.063
Eigenkapital	9.719	5.990	6.456	7.995	10.452
Verzinsliches Fremdkapital	8.926	10.148	17.095	16.894	16.695
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	16.237	14.808	8.722	9.005	9.929
Summe Fremdkapital	105.479	108.419	103.639	101.369	99.769
Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit	2.318	3.753	-5.420	1.074	620
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-1.635	-2.864	4.126	-2.025	-2.175
Free Cashflow	683	889	-1.294	-951	-1.555
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	-3.222	-958	6.833	-201	-669
Summe der Cashflows	-2.539	-69	5.539	-1.152	-2.224

Quelle: Airbus, NATIONAL-BANK AG

**Airbus: Wichtige Kennzahlen**

	2018	2019	2020(e)	2021e	2022e
EV / Umsatz	1,2	1,3	1,3	1,3	1,2
EV / EBITDA	10,0	21,9	28,2	13,0	9,5
EV / EBIT	14,9	69,8	neg.	29,0	16,3
KBV	24,8	neg.	neg.	47,7	24,9
KBV	7,8	15,5	9,7	9,0	6,9
KCV	32,6	24,7	-11,6	67,0	116,1
KUV	1,2	1,3	1,3	1,4	1,3
Dividendenrendite	1,7%	0,0%	0,0%	0,7%	1,3%
Eigenkapitalrendite (ROE)	31,4%	-22,7%	-17,5%	18,9%	27,7%
ROCE	6,4%	1,7%	-0,6%	3,0%	5,2%
ROI	2,7%	-1,2%	-1,0%	1,4%	2,6%
Eigenkapitalquote	8,4%	5,2%	5,9%	7,3%	9,5%
Anlagendeckungsgrad	17,2%	10,4%	12,5%	15,7%	20,9%
Anlagenintensität	49,1%	50,4%	47,0%	46,5%	45,4%
Vorräte / Umsatz	50,1%	44,8%	60,9%	60,9%	60,9%
Forderungen / Umsatz	9,5%	8,1%	10,3%	10,3%	10,3%
Working Capital-Quote	34,1%	31,8%	53,7%	53,7%	53,7%
Nettofinanzverschuldung (in Mio. EUR)	-487	834	2.656	3.607	5.632
Nettofinanzverschuldung / EBITDA	-0,1	0,2	1,1	0,7	0,8
Capex / Umsatz	3,6%	3,3%	3,5%	3,9%	3,8%
Capex / Abschreibungen	93,5%	79,9%	62,1%	70,2%	72,9%
Free Cashflow / Umsatz	1,1%	1,3%	-2,6%	-1,8%	-2,7%
Free Cash Flow / Aktie (EUR)	0,88	1,14	-1,65	-1,21	-1,98
Nettofinanzverschuldung / Aktie (EUR)	-0,63	1,07	3,39	4,60	7,17
Cash / Aktie (EUR)	12,14	11,99	18,44	16,94	14,09
Buchwert / Aktie (EUR)	12,54	7,71	8,24	10,20	13,31

Quelle: Airbus, NATIONAL-BANK AG

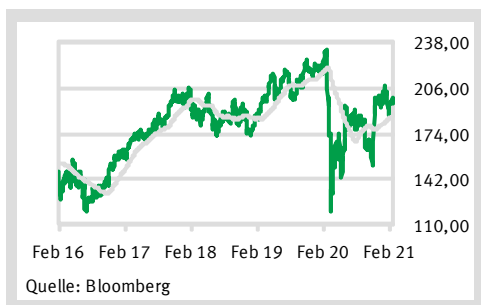


## Allianz

Halten (Kaufen)

<b>Kurs am 19.02.21 um 17:35h</b>	195,38 EUR
<b>Erstellung abgeschlossen</b>	22.02.2021/ 12:50h
<b>Erstmals weitergegeben</b>	22.02.2021/ 14:20h
<b>Kursziel</b>	200,00 EUR
<b>Marktkapitalisierung</b>	82,93 Mrd. EUR
<b>Branche</b>	Versicherungen
<b>Land</b>	Deutschland
<b>WKN</b>	840400
<b>Reuters</b>	ALVG.DE

<b>Kennzahlen</b>	<b>12/20 (e)</b>	<b>12/21e</b>	<b>12/22e</b>
Ergebnis je Aktie (EUR)	16,51	19,72	20,29
Kurs/Gewinn	12,2	9,9	9,6
Dividende je Aktie (EUR)	9,60	10,20	10,80
Div.-Rendite	4,8%	5,2%	5,5%
Kurs/Umsatz	0,6	0,6	0,6
Kurs/Op. Ergebnis	7,9	6,9	6,7
Combined Ratio	96,3%	95,6%	93,6%
Kurs/Buchwert	1,1	1,0	1,0



<b>Performance</b>	<b>3M</b>	<b>6M</b>	<b>12M</b>
Absolut	0,0%	9,0%	-15,3%
Relativ z. DAX30	-6,2%	0,0%	-15,3%

**Erstempfehlung** 18.12.2008

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

22.02.2021	Von Kaufen auf Halten
13.05.2020	Von Halten auf Kaufen

## Anlass

Zahlen für das vierte Quartal 2020 - Herabstufung

## Einschätzung

Das Zahlenwerk des vierten Quartals (Q4) 2020 (untestiert) fiel aus unserer Sicht gemischt aus, lag jedoch teilweise moderat über dem Marktkonsens. Auf Segmentebene verzeichnete der Versicherer eine teilweise deutliche Ergebnisverbesserung in allen drei Segmenten. Die Bilanzkennzahlen (per 31.12.2021) lagen u.E. auf einem sehr soliden Niveau. Im Rahmen der Zahlenbekanntgabe hat Allianz die Guidance für 2021 bekannt gegeben. Demnach erwartet der Versicherer ein operatives Ergebnis von rund 12,0 Mrd. Euro (+/- 1,0 Mrd. Euro). Diese Guidance entspricht unserer bisherigen Prognose. Die vorgeschlagene Dividende für das abgelaufene Geschäftsjahr lag auf Vorjahresniveau und damit unter unserer Prognose, was sich auf unsere Prognosen für 2021 und 2022 auswirkt. Wir passen unsere Prognose (EpS 2021e: unverändert 19,72 Euro; DpS 2021e: 10,20 (alt: 11,00) Euro; EpS 2022e: unverändert 20,29 Euro; DpS 2022e: 10,80 (alt: 11,00) Euro) teilweise an. Seit unserer Hochstufung auf Kaufen am 12.05.2020 hat sich der Aktienkurs deutlich positiv (+28,8%) entwickelt und wir sehen die Aktie auf dem derzeitigen Kursniveau fair bewertet. Deswegen lautet unser Votum für die Allianz-Aktie, bei einem von uns erwarteten positiven Gesamtertrag (12 Monate) von unter 10%, nun neu Halten (alt: Kaufen (Kursziel: 200,00 (alt: 220,00) Euro (mod. Gordon-Growth-Modell; Prognoseanpassung; höheres Beta))).

Jan Lennertz (Analyst)

## Highlights

- Auf Grund einer unerwartet deutlichen Verschlechterung des nicht-operativen Investmentgeschäfts lag das Nettoergebnis in Q4 2020 mit 1,82 (Vj.: 1,86; unsere Prognose: 1,87; Marktkonsens: 1,75) Mrd. Euro im Rahmen der Erwartungen.
- Allianz präsentiert die Guidance für 2021.
- Umvotierung der Aktie auf Halten (alt: Kaufen).

## Geschäftsentwicklung

Das Zahlenwerk des Q4 2020 fiel aus unserer Sicht gemischt aus. Die Gesamterträge lagen mit 35,59 (Vj.: 35,48; unsere Prognose: 38,92; Marktkonsens: 35,24) Mrd. Euro unter unserer Erwartung aber im Rahmen des Marktkonsens. Das operative Ergebnis verbesserte sich auf 2,98 (Vj.: 2,75) Mrd. Euro und lag damit deutlich über unserer Prognose von 2,29 Mrd. Euro und moderat über dem Marktkonsens von 2,75 Mrd. Euro. Auf Segmentebene verzeichnete der Versicherer eine Verbesserung des operativen Ergebnisses in allen drei Segmenten. Auf Grund einer unerwartet deutlichen Verschlechterung des nicht-operativen Investmentgeschäfts lag das Nettoergebnis mit 1,82 (Vj.: 1,86; unsere Prognose: 1,87; Marktkonsens: 1,75) Mrd. Euro im Rahmen der Erwartungen.

Die Schaden-Kosten-Quote im Segment Schaden-Unfall lag bei 97,4% (Vj.: 99,6%). Die Neugeschäftsmarge im Segment Leben/Kranken ging auf 2,7% (Vj.: 2,9%) zurück. Im Segment Asset Management sank die Aufwands-Ertragsquote deutlich auf 58,7% (Vj.: 62,7%).

Im Geschäftsjahr 2020 lagen die Gesamterträge mit 140,46 (Vj.: 142,37) Mrd. Euro leicht unter Vorjahresniveau. Das operative Ergebnis sank dagegen deutlicher auf 10,75 (Vj.: 11,86) Mrd. Euro. Auf Grund der deutlichen Verschlechterung des nicht-operativen Investmentgeschäfts sank das Nettoergebnis überproportional auf 6,81 (Vj.: 7,91) Mrd. Euro. Die vorgeschlagene Dividende liegt mit 9,60 (Vj.: 9,60; unsere Prognose: 10,20; Marktkonsens: 9,60) Euro je Aktie unter unserer Erwartung.

Das den Aktionären zurechenbare Eigenkapital lag zum 31.12.2020 bei 80,8 (30.09.2020: 74,6; 31.12.2019: 74,0) Mrd. Euro. Die Solvabilitätsquote (Solvency II) verbesserte sich zum 31.12.2020 auf 207% (30.09.2020: 192%; 31.12.2019: 212%) liegt jedoch u.E. weiterhin auf einem soliden Niveau. Das verwaltete Vermögen stieg auf 1.712 (30.09.2020: 1.670; 31.12.2019: 1.686) Mrd. Euro.

Allianz	Gesamterträge (in Mio. EUR)			Gesamterträge (in Mio. EUR)		
	Q4 2019	Q4 2020	Veränderung gg. Vj.	Gj. 2019	Gj. 2020	Veränderung gg. Vj.
Schaden-Unfall*	13.055	12.685	-2,8%	59.156	59.412	0,4%
Leben/Kranken**	20.530	20.937	2,0%	76.426	74.044	-3,1%
Asset Management***	2.009	2.077	3,4%	7.164	7.347	2,6%
Corporate und Sonstiges	48	72	48,3%	239	245	2,5%
Konsolidierung	-164	-186	-	-616	-593	-
Konzern	35.479	35.585	0,3%	142.369	140.455	-1,3%

Quelle: Allianz, NATIONAL-BANK AG

\*Versicherungsprämien, Gebühren und Kommissionen;  
\*\*Beitragseinnahmen; \*\*\*Operative Erträge

Allianz	Operatives Ergebnis (in Mio. EUR)		Veränderung	Operatives Ergebnis (in Mio. EUR)		Veränderung
	Q4 2019	Q4 2020	gg. Vj.	Gj. 2019	Gj. 2020	gg. Vj.
Schaden-Unfall*	861	881	2,4%	5.045	4.371	-13,4%
Leben/Kranken**	1.298	1.429	10,1%	4.708	4.359	-7,4%
Asset Management***	750	857	14,2%	2.704	2.853	5,5%
Corporate und Sonstiges	-158	-197	-	-602	-831	-
Konsolidierung	0	4	-	0	-1	-
Konzern	2.751	2.975	8,2%	11.855	10.751	-9,3%

Quelle: Allianz, NATIONAL-BANK AG

\*Versicherungsprämien, Gebühren und Kommissionen;  
\*\*Beitragseinnahmen; \*\*\*Operative Erträge

## Perspektiven

Im Rahmen der Quartalszahlen gab das Unternehmen die Guidance für 2021 bekannt. Demnach erwartet der Versicherer ein operatives Ergebnis im Bereich zwischen 11,0 Mrd. Euro und 13,0 Mrd. Euro. Dies entspricht unserer bisherigen Prognose für das operative Ergebnis für 2021 (unsere Prognose: 12,16 Mrd. Euro). Eine Aussage über das in Q3 2020 eingestellte Aktienrückkaufprogramm wurde nicht getroffen.

Wir passen unsere Prognose (EpS 2021e: unverändert 19,72 Euro; DpS 2021e: 10,20 (alt: 11,00) Euro; EpS 2022e: unverändert 20,29 Euro; DpS 2022e: 10,80 (alt: 11,00) Euro) teilweise an. Auf Basis unseres modifizierten Gordon-Growth-Modells (Prognoseanpassung; gestiegenes Beta) haben wir ein neues Kursziel für die Allianz-Aktie von 200,00 (alt: 220,00) Euro ermittelt. Zusammen mit unserer Dividendenerwartung (9,60 Euro je Aktie) ergibt sich ein Gesamtertrag (12 Monate) von unter 10%. Daher lautet unser Votum nun neu Halten (alt: Kaufen).

## SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> <li>- attraktive Dividendenpolitik</li> <li>- starke Marktposition in Europa (größter europäischer Versicherungskonzern)</li> <li>- breit diversifiziertes Geschäftsmodell (ausgewogener Ergebnismix)</li> <li>- sehr gute Marktstellung im Asset Management</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- historisch niedriges Zinsniveau beeinträchtigt Kapitalanlageergebnis</li> <li>- fehlende Wachstumsdynamik in der Lebens- und Krankenversicherung (insbesondere in den Kernländern Deutschland, Italien und Frankreich)</li> <li>- volatile Ergebnisentwicklung durch hohe Abhängigkeit vom Kapitalmarktumfeld und von Naturkatastrophen</li> </ul>
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> <li>- ansteigendes Zinsniveau</li> <li>- sequentielle Nettomittelzuflüsse bei PIMCO</li> <li>- verbesserte Anlageperformance der PIMCO-Produkte (positiv für die Entwicklung der Assets under Management)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Verschärfung des regulatorischen Umfelds</li> <li>- Langfristige Niedrigzinsphase macht Zinsgeschäft unattraktiv</li> <li>- Deutlich erhöhte Schadenbelastung</li> <li>- Rückläufige Kapitalerträge</li> </ul>

Quelle: NATIONAL-BANK AG

**Allianz: Gewinn- und Verlustrechnung**

in Mio. EUR (außer Ergebnis je Aktie und Dividende je Aktie)	2018	2019	2020(e)	2021e	2022e
Gesamterträge	130.557	142.369	140.455	147.388	150.335
Verwaltungsaufwand	119.045	130.514	129.704	135.302	137.948
EBT	10.399	11.077	9.604	11.481	11.798
Steuern	-2.696	-2.776	-2.471	-2.985	-3.067
Ergebnis nach Steuern	7.703	8.301	7.133	8.496	8.730
Minderheitenanteile	-241	-387	-326	-365	-365
Nettoergebnis	7.462	7.914	6.807	8.131	8.365
Anzahl Aktien (Mio. St.)	428	417	412	412	412
Ergebnis je Aktie	17,43	18,90	16,51	19,72	20,29
Dividende je Aktie	9,00	9,60	9,60	10,20	10,80

Quelle: Allianz, NATIONAL-BANK AG

**Allianz: Bilanz- und Kapitalflussdaten**

in Mio. EUR	2018	2019	2020(e)	2021e	2022e
Bilanzsumme	897.567	1.011.186	1.060.012	1.074.745	1.089.752
Barreserve	17.234	21.075	22.443	22.219	21.996
Finanzanlagen	550.923	625.746	656.522	669.652	683.045
Goodwill	13.767	14.796	15.604	15.604	15.604
Verbindlichkeiten aus Versicherungsverträgen	529.687	588.023	611.096	617.207	623.379
Verbindlichkeiten aus Investmentverträgen	115.361	132.168	137.307	137.994	138.684
Verbindlichkeiten aus Bankgeschäften	14.222	13.445	14.722	14.796	14.870
Eigenkapital	61.232	74.002	80.821	83.494	86.154

Quelle: Allianz, NATIONAL-BANK AG

**Allianz: Wichtige Kennzahlen**

	2018	2019	2020(e)	2021e	2022e
Buchwert / Aktie	144,3	174,3	190,4	196,7	203,0
KGV	10,7	10,9	12,2	9,9	9,6
KBV	1,3	1,2	1,1	1,0	1,0
Dividendenrendite	4,8%	4,7%	4,8%	5,2%	5,5%
ROE (vor Steuern)	16,4%	16,4%	12,4%	14,0%	13,9%
ROE (nach Steuern)	11,8%	11,7%	8,8%	9,9%	9,9%
Combined Ratio	94,0%	95,5%	96,3%	95,6%	93,6%
Solvabilitätsquote	229,0%	212,0%	207,0%	215,0%	220,0%

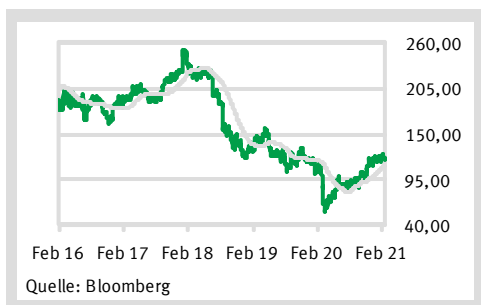
Quelle: Allianz, NATIONAL-BANK AG

## Continental

Halten (Halten)

<b>Kurs am 19.02.21 um 17:35h</b>	120,35 EUR
<b>Erstellung abgeschlossen</b>	22.02.2021/ 12:50h
<b>Erstmals weitergegeben</b>	22.02.2021/ 14:20h
<b>Kursziel</b>	126,00 EUR
<b>Marktkapitalisierung</b>	24,07 Mrd. EUR
<b>Branche</b>	Automobile / Zulieferer
<b>Land</b>	Deutschland
<b>WKN</b>	543900
<b>Reuters</b>	CONG.DE

Kennzahlen	12/20e	12/21e	12/22e
Ergebnis je Aktie (EUR)	-5,21	7,59	10,17
Kurs/Gewinn	neg.	15,9	11,8
Dividende je Aktie (EUR)	0,00	2,00	2,80
Div.-Rendite	0,0%	1,7%	2,3%
Kurs/Umsatz	0,6	0,6	0,5
Kurs/Op. Ergebnis	neg.	10,3	8,0
Kurs/Cashflow	9,0	8,2	6,2
Kurs/Buchwert	1,7	1,5	1,4



Performance	3 M	6 M	12 M
Absolut	8,9%	37,9%	7,6%
Relativ z. DAX30	2,7%	28,9%	7,6%

**Erstempfehlung** 26.09.2012

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

## Anlass

Dividendenausfall für 2020

## Einschätzung

Der Conti-Vorstand will die Dividende für das Geschäftsjahr 2020 ausfallen lassen (0,00 (Gj. 2019: 3,00; Gj. 2018: 4,00) Euro je Aktie). Wir hatten in Anbracht eines zu erwarteten weiteren Verlustjahres (2020) mit einer deutlichen Dividendenreduzierung, aber keinem Ausfall gerechnet (unsere bisherige Prognose: 1,00 (Marktkonsens: 1,90) Euro je Aktie). Das letzte Mal hatte das Unternehmen keine Dividende für die Geschäftsjahre 2008 bis 2010 ausgeschüttet. Insgesamt ist der angekündigte Dividendenausfall eine negative Überraschung. Allerdings kommt der Conti-Vorstand mit der Ankündigung einer Gewerkschaftsforderung nach. Dies könnte u.E. die Umsetzung des Effizienzsteigerungs- und Restrukturierungsprogramms (Senkung der Kosten (brutto) ab 2023 um mehr als 1 Mrd. Euro; 30.000 Stellen betroffen) erleichtern, was sich letztendlich positiv für die Aktionäre auswirken sollte (Conti-Mittelfristziel: u.a. ROCE von rund 15% bis 20%). Die grundsätzliche Dividendenpolitik (Ausschüttungsquote: 15% bis 30% des Konzerngewinns) hat den Management-Angaben zufolge Bestand. Wir haben unsere Dividendenreihe gesenkt (DpS 2020e: 0,00 (alt: 1,00) Euro; DpS 2021e: 2,00 (alt: 2,15) Euro; DpS 2022e: 2,80 (alt: 3,00) Euro). Trotz des angekündigten Dividendenausfalls steht Conti u.E. finanziell und bilanziell nach wie vor besser als der Durchschnitt der Automobilzulieferer da. In Erwartung eines positiven Gesamtertrags (12 Monate) von <10% lautet unser Votum für die Conti-Aktie nach wie vor Halten (Kursziel: 126,00 (alt: 127,00) Euro (Discounted-Cashflow-Modell; höheres Beta)).

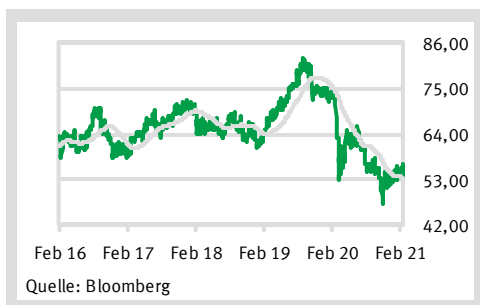
Sven Diermeier (Senior Analyst)

## Danone

### Kaufen (Kaufen)

<b>Kurs am 19.02.21 um 17:35h</b>	56,82 EUR
<b>Erstellung abgeschlossen</b>	22.02.2021/ 12:50h
<b>Erstmals weitergegeben</b>	22.02.2021/ 14:20h
<b>Kursziel</b>	64,00 EUR
<b>Marktkapitalisierung</b>	38,98 Mrd. EUR
<b>Branche</b>	Nahrungsmittel / Getränke / Tabak
<b>Land</b>	Frankreich
<b>WKN</b>	851194
<b>Reuters</b>	DANO.PA

Kennzahlen	12/20 (e)	12/21e	12/22e
Ergebnis je Aktie (EUR)	2,99	2,90	3,27
Kurs/Gewinn	19,0	19,6	17,4
Dividende je Aktie (EUR)	1,94	1,94	2,10
Div.-Rendite	3,4%	3,4%	3,7%
Kurs/Umsatz	1,7	1,6	1,6
Kurs/Op. Ergebnis	13,9	12,8	11,6
Kurs/Cashflow	14,2	12,2	10,7
Kurs/Buchwert	2,1	2,0	1,9



Performance	3 M	6 M	12 M
Absolut	8,2%	1,6%	-20,0%
Relativ z. EuroStoxx 50	1,1%	-12,3%	-17,7%

**Erstempfehlung** 28.03.2014

### Historie der Umstufungen (12 Monate):

31.07.2020 Von Halten auf Kaufen

## Anlass

Eckdaten für das Geschäftsjahr 2020

## Einschätzung

Die Umsatzzahlen (untestiert; keine kompletten Cashflow- und Bilanzkennzahlen) für das vierte Quartal (Q4) 2020 (berichtet: -9,8% y/y auf 5,63 Mrd. Euro) lagen noch im Rahmen unserer Erwartung (5,78 Mrd. Euro), während bei den Ergebniskennzahlen für das zweite Halbjahr (H2) 2020 das bereinigte operative Ergebnis (-18,8% y/y auf 1,62 Mrd. Euro) erwartungsgemäß (unsere Prognose: 1,63 Mrd. Euro) und das bereinigte EpS (-16,2% y/y auf 1,66 Euro) besser als von uns prognostiziert (1,56 Euro) ausfielen. Enttäuscht hat der Dividendenvorschlag für 2020 (1,94 (Vj.: 2,10; unsere Prognose: 2,10) Euro je Aktie). In 2020 sanken der Umsatz um 6,6% auf 23,62 (Vj.: 25,29) Mrd. Euro und das bereinigte EpS um 13,2% auf 3,34 (Vj.: 3,85) Euro. Für 2021 erwartet Danone zunächst noch ein schwieriges Q1 (rückläufige Umsatzentwicklung (lfl.)) und ab Q2 dann wieder ein Umsatzwachstum und ab H2 dann auch wieder Margenverbesserungen. Die bereinigte operative Marge sieht Danone in 2021 auf dem Vorjahresniveau (14,0%). Wir halten den Ausblick für erreichbar. Positiv werten wir, dass CEO Faber in Kürze Einzelgespräche mit Investoren führen will, die u.a. die Profitabilität des Unternehmens kritisieren. U.E. kommt es für Danone derzeit darauf an, dass der Fokus auf die Profitabilität nicht zu einem Mangel an Innovationen führt und so das Erreichen der Ziele gefährdet. Wir passen unsere Prognosen für 2021 (EpS berichtet: 2,90 (alt: 2,83) Euro; EpS bereinigt: 3,33 (alt: 3,24) Euro; DpS: 1,94 (alt: 2,20) Euro) und 2022 (EpS berichtet: 3,27 (alt: 3,23) Euro; EpS bereinigt: 3,61 (alt: 3,57) Euro; DpS: 2,10 (alt: 2,25) Euro) an. Auf Basis unseres DCF-Modells (Startjahr 2021 (zuvor: 2020)) haben wir ein unverändertes Kursziel von 64,00 Euro für die Danone-Aktie ermittelt und votieren bei einem positiven Gesamtertrag (12 Monate) von über 10% weiterhin mit Kaufen.

Lars Lusebrink (Analyst)

## MTU Aero Engines

**Verkaufen** (Verkaufen)

**Kurs am 19.02.21 um 17:35h** 191,55 EUR

**Erstellung abgeschlossen** 22.02.2021/ 12:50h

**Erstmals weitergegeben** 22.02.2021/ 14:20h

**Kursziel** -

**Marktkapitalisierung** 10,12 Mrd. EUR

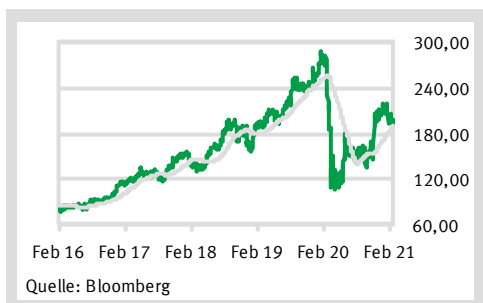
**Branche** Industrie

**Land** Deutschland

**WKN** A0D9PT

**Reuters** MTXGn.DE

Kennzahlen	12/20 (e)	12/21e	12/22e
Ergebnis je Aktie (EUR)	2,63	4,76	6,90
Kurs/Gewinn	66,9	40,2	27,8
Dividende je Aktie (EUR)	1,25	1,65	2,40
Div.-Rendite	0,7%	0,9%	1,3%
Kurs/Umsatz	2,3	2,3	2,1
Kurs/Op. Ergebnis	34,8	25,5	18,1
Kurs/Cashflow	23,6	27,3	20,0
Kurs/Buchwert	3,5	3,5	3,2



Performance	3M	6M	12M
Absolut	-1,6%	31,7%	-26,0%
Relativ z. DAX30	-7,8%	22,7%	-26,1%

**Erstempfehlung** 29.04.2014

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

10.06.2020 Von Halten auf Verkaufen

## Anlass

Zahlen für das vierte Quartal 2020

## Einschätzung

Das Zahlenwerk für das vierte Quartal (Q4) 2020 (untestiert) war erneut von der Covid-19-Pandemie belastet (deutliche Rückgänge bei Umsatz, Ergebnissen, Cashflow). Ergebnisseitig (bereinigt) wurden unsere Erwartungen geschlagen. Die Ziele für das Gesamtjahr 2020 wurden margen- und cashflowseitig erfüllt (Umsatz leicht unter der Guidance). Die Dividendenindikation für 2020 (1,25 (Vj.: 0,04) Euro je Aktie) lag über unserer Prognose (1,00 Euro). Der Ausblick für das Geschäftsjahr 2021 blieb ergebnisseitig (bereinigtes EBIT (von uns errechnet): 399 bis 483 (Gj. 2020: 416) Mio. Euro) hinter unserer Prognose (514 Mio. Euro) und dem Marktkonsens (508 Mio. Euro) zurück. Wir gehen allerdings davon aus, dass das MTU-Management in Anbetracht des nach wie vor mit hohen Unsicherheiten behafteten Umfelds (u.a. Covid-19-Mutationen, angeschlagene Fluggesellschaften) sehr konservativ kommuniziert. Der Auftragsbestand (per 31.12.2020) ist zwar gesunken (q/q und y/y), er bewegt sich aber u.E. nach wie vor auf einem hohen Niveau. Wir haben unsere Prognosen mehrheitlich angepasst (u.a. berichtetes EpS 2021e: 4,76 (alt: 5,70) Euro; bereinigtes EpS 2021e: 6,12 (alt: 6,75) Euro; DpS 2021e: 1,65 (alt: 1,50) Euro; berichtetes EpS 2022e: 6,90 (alt: 7,15) Euro; bereinigtes EpS 2022e: 8,20 (alt: 8,11) Euro; DpS 2022e: 2,40 (alt: 2,10) Euro). In Erwartung eines negativen Gesamtertrags (12 Monate) lautet unser Votum für die MTU-Aktie nach wie vor Verkaufen.

Sven Diermeier (Senior Analyst)



## Highlights

- Die Ziele für das Geschäftsjahr 2020 wurden margen- und cashflowseitig erfüllt.
- Die Dividendenindikation für 2020 beläuft sich auf 1,25 (Vj.: 0,04) Euro je Aktie.
- Der Auftragsbestand (per 31.12.2020) liegt u.E. nach wie vor auf einem hohen Niveau.
- Der Ergebnisausblick für das Geschäftsjahr 2021 blieb ergebnisseitig hinter unserer Prognose sowie dem Marktkonsens zurück.

## Geschäftsentwicklung

Der Umsatz sank im vierten Quartal (Q4) 2020 um 17% auf 1.020 (Vj.: 1.225; unsere Prognose: 1.116; Marktkonsens: 1.092) Mio. Euro (Q3 2020: -17% y/y; Q2 2020: -30% y/y; Q1 2020: +13% y/y; Q4 2019: -2% y/y). Hauptverantwortlich für den Erlösrückgang auf Konzernebene war der Bereich Ziviles Triebwerksgeschäft (-49% y/y). Der Militärbereich zeigte erneut einen Erlösanstieg (+38% y/y). Das bereinigte Konzern-EBIT brach infolge des Umsatzrückgangs deutlich überproportional um 47% auf 105 (Vj.: 199; unsere Prognose: 96; Marktkonsens: 105) Mio. Euro ein. Entsprechend sank die bereinigte Konzern-EBIT-Marge auf 10,3% (Vj.: 16,3%). Beide Bereiche zeigten deutliche Ergebnis- und Margenverschlechterungen. Das bereinigte EpS verringerte sich um 49% auf 1,42 (Vj.: 2,80; unsere Prognose: 1,21; Marktkonsens: 1,48) Euro. Auf berichteter Basis brach das EpS um 98% (wegen bereinigter Entwicklung sowie Wertberichtigungen) auf 0,05 (Vj.: 2,47; unsere Prognose: 0,84; Marktkonsens: 1,00) Euro ein.

MTU Aero Engines	Umsatz (in Mio. EUR)			Umsatz (in Mio. EUR)		
	Q4 2019	Q4 2020	Veränderung gg. Vj.	Gj. 2019	Gj. 2020	Veränderung gg. Vj.
OEM-Geschäft	534	388	-27,4%	1.996	1.535	-23,1%
Ziviles Triebwerksgeschäft	399	202	-49,4%	1.537	1.052	-31,6%
Militärisches Triebwerksgeschäft	135	187	38,4%	459	483	5,3%
Zivile Triebwerksinstandhaltung	716	656	-8,3%	2.711	2.522	-7,0%
Konsolidierung	-25	-24	-	-79	-80	-
Konzern	1.225	1.020	-16,7%	4.628	3.977	-14,1%

Quelle: MTU Aero Engines, NATIONAL-BANK AG

Im Gesamtjahr (Gj.) 2020 sank der Umsatz um 14% auf 3,98 (Vj.: 4,63; Guidance: 4,0-4,2) Mrd. Euro. Das bereinigte EBIT ging um 45% auf 416 (Vj.: 757) Mio. Euro zurück (bereinigte EBIT-Marge: 10,5% (Vj.: 16,4%; Guidance: rund 10%)). Das bereinigte EpS gab um 46% (Guidance: in der Größenordnung des bereinigten EBIT) auf 5,56 (Vj.: 10,38) Euro nach. Auf berichteter Basis schrumpfte das EpS um 72% auf 2,63 (Vj.: 9,23) Euro. Der Vorstand will dem Aufsichtsrat eine Dividendenausschüttung für das Geschäftsjahr 2020 von 1,25 (Vj.: 0,04; unsere Prognose: 1,25) Euro je Aktie vorschlagen.

Der freie Cashflow (gemäß Unternehmensdefinition) zeigte sich in Q4 2020 entsprechend der Ergebnisentwicklung verschlechtert und war negativ (-41 (Vj.: +56) Mio. Euro; Gj. 2020: +105 (Vj.: +358; Guidance: >0) Mio. Euro). Die Nettoverschuldung ist entsprechend im Quartalsverlauf gestiegen und belief sich per Ende Dezember 2020 auf 781 (30.09.2020: 763; 31.12.2019: 961) Mio. Euro. Bei Moody's verfügt MTU über ein „Baa3“-Rating (niedrigste Investmentgrade-Stufe) mit „negativem“ Ausblick.

MTU Aero Engines	EBIT* (in Mio. EUR)		Veränderung gg. Vj.	EBIT* (in Mio. EUR)		Veränderung gg. Vj.
	Q4 2019	Q4 2020		Gj. 2019	Gj. 2020	
OEM-Geschäft	126	85	-32,4%	496	280	-43,5%
Zivile Triebwerksinstandhaltung	74	20	-72,8%	261	136	-47,9%
Konsolidierung	0	0	-	0	0	-
Konzern	199	105	-47,3%	757	416	-45,0%
EBIT-Marge	16,3%	10,3%	-6,0 PP	16,4%	10,5%	-5,9 PP

Quelle: MTU Aero Engines, NATIONAL-BANK AG

\*bereinigt; PP: Prozentpunkte

## Perspektiven

Der Auftragsbestand bezifferte sich per Ende Dezember 2020 auf 18,61 (30.09.2020: 18,80; 31.12.2019: 19,82) Mrd. Euro (-6% y/y). Im Rahmen des Q4-Berichts (am 18.02.) hat MTU für das Geschäftsjahr 2021 einen Umsatz von 4,2 bis 4,6 (Gj. 2020: 3,98) Mrd. Euro in Aussicht gestellt. Die bereinigte EBIT-Marge sieht das Unternehmen bei 9,5% bis 10,5% (Gj. 2020: 10,5%), was ein bereinigtes EBIT von 399 bis 483 (Gj. 2020: 416) Mio. Euro (-4% bis +16% y/y) impliziert (bezogen auf den Mittelwert: +6% y/y). Das bereinigte Nachsteuerergebnis (Gj. 2020: 294 Mio. Euro) soll sich analog zum bereinigten EBIT entwickeln (impliziert: 282 bis 341 (Mittelwert: 312) Mio. Euro). Die Cash-Umwandlungsrate (freier Cashflow zum bereinigten Nachsteuerergebnis) soll sich im mittleren zweistelligen Prozentbereich bewegen (Gj. 2020: 36%).

Unsere Prognosen für die Geschäftsjahre 2021 (u.a. berichtetes EpS: 4,76 (alt: 5,70) Euro; bereinigtes EpS: 6,12 (alt: 6,75) Euro; Dividende je Aktie: 1,65 (alt: 1,50) Euro) und 2022 (u.a. berichtetes EpS: 6,90 (alt: 7,15) Euro; bereinigtes EpS: 8,20 (alt: 8,11) Euro; Dividende je Aktie: 2,40 (alt: 2,10) Euro) haben wir mehrheitlich angepasst. In Erwartung eines negativen Gesamtertrags (12 Monate) lautet unser Votum für die MTU-Aktie nach wie vor Verkaufen.

## SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> <li>- führende Position im Bereich Triebwerksherstellung</li> <li>- margenstarkes Instandhaltungsgeschäft mit zivilen Triebwerken</li> <li>- breit aufgestelltes Geschäftsmodell mit Präsenz in Wachstumsmärkten</li> <li>- hoher Auftragsbestand</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- operative Entwicklung stark von Wechselkurseffekten abhängig</li> <li>- krisenanfälliges Geschäftsmodell</li> <li>- hohe Abhängigkeit von wenigen Abnehmern</li> <li>- permanent hoher F&amp;E-Aufwand</li> </ul>
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> <li>- zunehmende Nachfrage nach sparsamen Triebwerken</li> <li>- Ausbau des eigenen Anteils bei neuen Triebwerksprogrammen</li> <li>- Normalisierung der Geschäftsentwicklung (Covid-19-Impfstoffe)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- längerfristig schwächere Nachfrage nach Flugzeugen/Flugzeugtriebwerken (Covid-19-Pandemie)</li> <li>- Flugverbote für Flugzeuge, für die Triebwerke geliefert und gewartet werden</li> <li>- Flugzeugabstürze, die auf Triebwerksprobleme zurückzuführen sind</li> <li>- stark wachsendes Neugeschäft verwässert auf Grund von Anlaufverlusten die Ergebnismargen</li> <li>- Ratingherabstufung (Verlust des Investmentgrade-Ratings)</li> </ul>

Quelle: NATIONAL-BANK AG

**MTU Aero Engines: Gewinn- und Verlustrechnung**

in Mio. EUR (außer Ergebnis je Aktie und Dividende je Aktie)	2018	2019	2020(e)	2021e	2022e
Umsatz	4.567	4.628	3.977	4.375	4.714
Bruttoergebnis	851	931	492	547	825
EBITDA	821	965	614	677	839
Abschreibungen	-201	-260	-352	-280	-280
EBIT	620	706	262	397	559
Finanzergebnis	-13	-39	-67	-42	-40
EBT	607	667	195	355	519
Steuern	-154	-178	-48	-98	-143
Ergebnis nach Steuern	453	488	147	258	376
Minderheitenanteile	-6	-10	-11	-11	-12
Nettoergebnis	447	478	136	247	364
Anzahl Aktien (Mio. St.)	52	52	52	52	53
Ergebnis je Aktie	8,67	9,23	2,63	4,76	6,90
Dividende je Aktie	2,85	0,04	1,25	1,65	2,40
<b>in % vom Umsatz</b>					
Umsatz	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Bruttoergebnis	18,6%	20,1%	12,4%	12,5%	17,5%
EBITDA	18,0%	20,9%	15,4%	15,5%	17,8%
Abschreibungen	4,4%	5,6%	8,9%	6,4%	5,9%
EBIT	13,6%	15,2%	6,6%	9,1%	11,9%
EBT	13,3%	14,4%	4,9%	8,1%	11,0%
Steuern	3,4%	3,9%	1,2%	2,2%	3,0%
Ergebnis nach Steuern	9,9%	10,6%	3,7%	5,9%	8,0%
Nettoergebnis	9,8%	10,3%	3,4%	5,6%	7,7%

Quelle: MTU Aero Engines, NATIONAL-BANK AG

**MTU Aero Engines: Bilanz- und Kapitalflussdaten**

in Mio. EUR	2018	2019	2020(e)	2021e	2022e
Bilanzsumme	6.851	7.765	8.104	8.252	8.482
Anlagevermögen	3.716	4.155	4.030	4.012	4.015
Geschäfts- und Firmenwert	392	392	392	392	392
Vorräte	996	1.279	1.279	1.407	1.516
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	1.051	923	1.492	1.641	1.768
Liquide Mittel	99	140	773	657	642
Eigenkapital	2.144	2.421	2.635	2.828	3.119
Verzinsliches Fremdkapital	1.164	1.333	1.586	1.433	1.282
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	231	313	1.236	1.360	1.465
Summe Fremdkapital	4.707	5.344	5.469	5.424	5.363
Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit	595	832	386	363	505
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-336	-472	-245	-262	-283
Free Cashflow	259	360	141	101	222
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	-263	-324	504	-217	-237
Summe der Cashflows	-4	37	645	-116	-15

Quelle: MTU Aero Engines, NATIONAL-BANK AG

**MTU Aero Engines: Wichtige Kennzahlen**

	2018	2019	2020(e)	2021e	2022e
EV / Umsatz	2,1	2,7	2,5	2,5	2,3
EV / EBITDA	11,6	12,9	16,2	16,1	13,0
EV / EBIT	15,3	17,6	37,9	27,5	19,6
KGV	18,8	23,5	66,9	40,2	27,8
KBV	3,9	4,6	3,5	3,5	3,2
KCV	14,2	13,5	23,6	27,3	20,0
KUV	1,8	2,4	2,3	2,3	2,1
Dividendenrendite	1,7%	0,0%	0,7%	0,9%	1,3%
Eigenkapitalrendite (ROE)	20,8%	19,7%	5,2%	8,7%	11,7%
ROCE	11,2%	11,7%	4,7%	7,0%	9,6%
ROI	6,5%	6,2%	1,7%	3,0%	4,3%
Eigenkapitalquote	31,3%	31,2%	32,5%	34,3%	36,8%
Anlagendeckungsgrad	57,7%	58,3%	65,4%	70,5%	77,7%
Anlagenintensität	54,2%	53,5%	49,7%	48,6%	47,3%
Vorräte / Umsatz	21,8%	27,6%	32,2%	32,2%	32,2%
Forderungen / Umsatz	23,0%	19,9%	37,5%	37,5%	37,5%
Working Capital-Quote	39,8%	40,8%	38,6%	38,6%	38,6%
Nettofinanzverschuldung (in Mio. EUR)	1.065	1.193	813	777	640
Nettofinanzverschuldung / EBITDA	1,3	1,2	1,3	1,1	0,8
Capex / Umsatz	7,0%	9,8%	5,4%	6,0%	6,0%
Capex / Abschreibungen	159,5%	173,9%	60,8%	93,7%	101,0%
Free Cashflow / Umsatz	5,7%	7,8%	3,5%	2,3%	4,7%
Free Cash Flow / Aktie (EUR)	5,01	6,95	2,72	1,95	4,20
Nettofinanzverschuldung / Aktie (EUR)	20,64	23,03	15,69	15,00	12,13
Cash / Aktie (EUR)	1,92	2,69	14,92	12,67	12,15
Buchwert / Aktie (EUR)	41,57	46,73	50,87	54,59	59,06

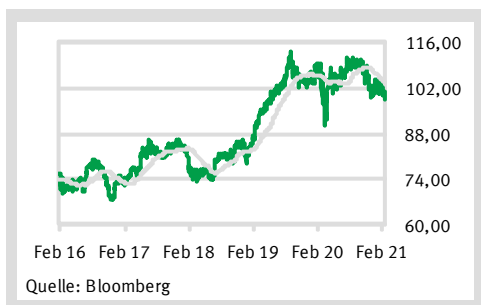
Quelle: MTU Aero Engines, NATIONAL-BANK AG

## Nestlé

**Kaufen** (Kaufen)

<b>Kurs am 19.02.21 um 17:32h</b>	98,21CHF
<b>Erstellung abgeschlossen</b>	22.02.2021/ 12:50h
<b>Erstmals weitergegeben</b>	22.02.2021/ 14:20h
<b>Kursziel</b>	115,00 CHF
<b>Marktkapitalisierung</b>	282,94 Mrd. CHF
<b>Branche</b>	Nahrungsmittel/ Getränke / Tabak
<b>Land</b>	Schweiz
<b>WKN</b>	A0Q4DC
<b>Reuters</b>	NESN.S

Kennzahlen	12/20	12/21e	12/22e
Ergebnis je Aktie (CHF)	4,30	4,26	4,77
Kurs/Gewinn	24,5	23,1	20,6
Dividende je Aktie (CHF)	2,75	2,90	3,00
Div.-Rendite	2,6%	3,0%	3,1%
Kurs/Umsatz	3,5	3,4	3,3
Kurs/Op. Ergebnis	20,2	19,6	18,0
Kurs/Cashflow	20,8	16,4	15,6
Kurs/Buchwert	6,4	6,2	6,3



Performance	3M	6M	12M
Absolut	-5,3%	-10,7%	-9,9%
Relativ z. Stoxx Europe 50	-9,8%	-19,1%	-1,8%

**Erstempfehlung** 10.01.2013

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

22.10.2020 Von Halten auf Kaufen

## Anlass

Zahlen für das Geschäftsjahr 2020

## Einschätzung

Die Umsatzzahlen (testiert) für das vierte Quartal (Q4) 2020 (berichtet: -7,3% y/y auf 22,43 Mrd. CHF) blieben hinter unserer Prognose (23,45 Mrd. CHF) zurück, entsprachen aber dem Marktkonsens. Ergebnisseitig wurden unsere Erwartungen im zweiten Halbjahr (H2) 2020 u.a. beim bereinigten operativen Ergebnis (-8,7% auf 7,75 (Vj.: 8,89; unsere Prognose: 8,01) Mrd. CHF nicht erreicht, auf der Nettoebene (berichtet und bereinigt) aber getroffen. Den Ausblick für 2021 (Steigerung des organischen Wachstums in Richtung des mittleren einstelligen Prozentbereichs (impliziert: +4% y/y); weitere Verbesserung der bereinigten operativen Marge (Vj.: 17,7%)) werten wir positiv und halten ihn für erreichbar. Zudem hat Nestlé eine Vereinbarung mit One Rock Capital Partners über einen Verkauf von Teilen des US-Wassergeschäfts für 4,3 Mrd. USD erzielt. Nestlé profitiert u.E. vor allem von der produktseitig breiten Aufstellung, mit der die Belastungen durch die Pandemie gut kompensieren werden können. Wir passen unsere Prognosen für 2021 (EpS berichtet: 4,26 (alt: 4,40) CHF; EpS bereinigt: 4,46 (alt: 4,60) CHF) und 2022 (EpS berichtet/bereinigt: 4,77 (alt: 4,73) CHF) an. Auf Basis unseres DCF-Modells (Startjahr 2021 (zuvor: 2020); Anpassung der Prognosen) haben wir ein neues Kursziel von 115,00 (alt: 120,00) CHF für die Nestlé-Aktie ermittelt und votieren bei einem positiven Gesamtertrag (12 Monate) von über 10% weiterhin mit Kaufen.

Lars Lusebrink (Analyst)

## Highlights

- Die Q4-Umsatzzahlen blieben hinter unserer Erwartung zurück, entsprachen aber dem Marktkonsens. Ergebnisseitig (H2 2020) wurde unsere Erwartung beim bereinigten operativen Ergebnis verfehlt, auf der Nettoebene (berichtet und bereinigt) jedoch erreicht.
- Der Ausblick für 2021 (u.a. weitere Verbesserung der bereinigten operativen Marge (Vj.: 17,7%)) fällt u.E. positiv aus.

## Geschäftsentwicklung

Nestlé verzeichnete in Q4 2020 einen Umsatzrückgang von 7,3% auf 22,43 (Vj.: 24,20; unsere Prognose: 23,45; Marktkonsens: 22,44) Mrd. CHF. Das organische Umsatzwachstum verlangsamte sich sequentiell auf 3,9% (Q3 2020: +4,9%; Q2 2020: +1,3%; Q1 2020: +4,3%) y/y und setzte sich aus einem Absatzwachstum (RIG) von 3,0 Prozentpunkten (PP) sowie Preiserhöhungen (+0,9 PP) zusammen. Belastet wurde die Umsatzentwicklung pandemiebedingt durch einen deutlichen Umsatzrückgang (organisch) im Außer-Haus-Geschäft (-27,0% y/y; Q3 2020: -26,5% y/y; Q2 2020: -54,7% y/y). Segmentseitig einziger Umsatztreiber waren die Übrigen Geschäfte (u.a. Nespresso, Nestlé Health Science) mit +7,7% auf 2,66 (Vj.: 2,47) Mrd. CHF (organisch: +9,2% y/y). Im Geschäftsjahr 2020 sank der Konzernumsatz, deutlich belastet durch Währungseffekte (-7,9 PP) sowie Devestitionen (-4,6 PP), um 8,9% auf 84,34 (Vj.: 92,57) Mrd. CHF (organisch: +3,6% y/y; Guidance um +3% y/y). Bei den Produktkategorien sorgten v.a. Produkte für Heimtiere, Kaffeeprodukte sowie Fertiggerichte und Kulinarikprodukte für Wachstumsimpulse, während pandemiebedingt die Entwicklung bei Süßwaren und bei Wasserprodukten rückläufig war.

Nestlé	Umsatz (in Mio. CHF)			Umsatz (in Mio. CHF)		
	Q4 2018	Q4 2019	Veränderung gg. Vj.	Gj. 2019	Gj. 2020	Veränderung gg. Vj.
AMS**	10.220	9.019	-11,8%	37.828	34.010	-10,1%
EMENA**	5.732	5.274	-8,0%	21.464	20.226	-5,8%
AOA**	5.779	5.479	-5,2%	22.119	20.730	-6,3%
Übrige Geschäfte	2.470	2.659	7,7%	11.157	9.377	-16,0%
Konzern	24.201	22.431	-7,3%	92.568	84.343	-8,9%

Quelle: Nestlé, NATIONAL-BANK AG

\*\*AMS: Nord- und Südamerika; EMENA: Europa, Naher Osten, Nordafrika; AOA: Asien, Ozeanien, Subsahara-Afrika

In H2 2020 sank das Betriebsergebnis deutlich überproportional zum Umsatz (-8,3% y/y) um 25,5% auf 6,96 (Vj.: 9,34; unsere Prognose: 7,61) Mrd. CHF, bedingt durch einen deutlichen Rückgang der sonstigen Betriebserträge (263 (Vj.: 3.575) Mio. CHF; v.a. deutlich geringerer Gewinn aus dem Verkauf von Geschäftsaktivitäten). Das bereinigte operative Ergebnis sank dagegen annähernd proportional zum Umsatz um 8,7% auf 7,75 (Vj.: 8,49; unsere Prognose: 8,01; Marktkonsens: 7,94) Mrd. CHF. Beim berichteten Nettoergebnis verzeichnete Nestlé einen Rückgang um 16,9% auf 6,35 (Vj.: 7,64; unsere Prognose: 6,47; Marktkonsens: 5,69) Mrd. CHF bzw. 2,25 (Vj.: 2,62; unsere Prognose: 2,26) CHF je Aktie. Das bereinigte EpS sank um 3,5% auf 2,20 (Vj.: 2,28; unsere Prognose: 2,21) CHF. Im Geschäftsjahr 2020 verringerten sich das bereinigte operative Ergebnis um 8,3% auf 14,90 (Vj.: 16,26) Mrd. CHF, das berichtete Nettoergebnis um 3,0% auf 12,23 (Vj.: 12,61) Mrd. CHF und das bereinigte EpS um 4,5% auf 4,21 (Vj.: 4,41; unsere Prognose: 4,22) CHF. Die Dividende für das Geschäftsjahr 2020 wird leicht auf 2,75 (Vj.: 2,70; unsere Prognose: 2,70; Marktkonsens: 2,77) CHF je Aktie angehoben. Der freie Cashflow verringerte sich auf 10,25 (Vj.: 11,93) Mrd. CHF.

Nestlé	Operatives Ergebnis* (in Mio. CHF)		Veränderung gg. Vj.	Operatives Ergebnis* (in Mio. CHF)		Veränderung gg. Vj.
	H2 2019	H2 2020		Gj. 2019	Gj. 2020	
AMS**	4.299	3.825	-11,0%	7.608	6.975	-8,3%
EMENA**	1.987	1.926	-3,1%	3.878	3.766	-2,9%
AOA**	2.459	2.317	-5,8%	4.977	4.599	-7,6%
Übrige Geschäfte	945	865	-8,5%	2.089	1.841	-11,9%
Konsolidierung	-1.203	-1.186	-	-2.292	-2.278	-
Konzern	8.487	7.747	-8,7%	16.260	14.903	-8,3%
<i>Operative Ergebnismarge</i>	<i>18,0%</i>	<i>17,9%</i>	<i>-0,1 PP</i>	<i>17,6%</i>	<i>17,7%</i>	<i>0,1 PP</i>

Quelle: Nestlé, NATIONAL-BANK AG

\*bereinigt; \*\*AMS: Nord- und Südamerika; EMENA: Europa, Naher Osten, Nordafrika; AOA: Asien, Ozeanien, Subsahara-Afrika; PP: Prozentpunkte

## Perspektiven

Für 2021 rechnet Nestlé mit einer weiteren Steigerung beim organischen Wachstum in Richtung eines mittleren einstelligen Prozentbereichs (impliziert: +4% y/y). Zudem erwartet das Unternehmen eine weitere Verbesserung der bereinigten operativen Marge (17,7%) sowie eine Steigerung des bereinigten EpS (zu konstanten Wechselkursen). Mittelfristig stellt Nestlé ein organisches Umsatzwachstum im mittleren einstelligen Prozentbereich (impliziert: +4% bis +6% y/y) sowie eine anhaltende Verbesserung der bereinigten operativen Marge in Aussicht. Eine Verbesserung der Situation kündigte CEO Schneider auf der Telefonkonferenz im Anschluss an die Zahlenveröffentlichung (18.02.) für China an, wo es in 2020 einen Umsatzrückgang (organisch) im hohen einstelligen Prozentbereich gab.

Nestlé hat beim Portfolio-Management weitere Fortschritte erzielt und in 2020 Zukäufe und Veräußerungen mit einem Gesamtwert von rund 8,4 Mrd. CHF abgeschlossen (u.a. Verkauf des US-Speiseeisgeschäfts für 4 Mrd. USD an Froneri; Veräußerung des Yinlu-Geschäfts mit Erdnussmilch und Reisporridge-Konserven). In 2021 setzt sich der Portfolio-Umbau fort. So hat Nestlé mitgeteilt (17.02.), eine Vereinbarung mit One Rock Capital Partners über den Verkauf der regionalen Quellwassermarken, des Geschäfts mit aufbereitetem Flaschenwasser sowie des Getränkelieferservices in den USA und Kanada zu einem Kaufpreis von USD 4,3 Mrd. USD erzielt zu haben. Der Umsatz dieser Aktivitäten belief sich in 2019 auf 3,4 Mrd. CHF (ca. 3,1 Mrd. USD). Die internationalen Premiummarken Perrier®, S.Pellegrino® und Acqua Panna® sind davon ausgeschlossen. Der Abschluss der Transaktion wird für den Frühling 2021 erwartet. Wir begrüßen den Verkauf von Teilen des US-Wassergeschäfts. Er passt aus unserer Sicht gut zur Strategie von Nestlé sich von margenschwachen Geschäftsaktivitäten zu trennen. Den Verkaufspreis halten wir für attraktiv. Nestlé zeigt für 2021 aber auch Interesse an Zukäufen, v.a. bei Tiernahrung und Kaffee.

Im Geschäftsjahr 2020 hat Nestlé im Rahmen des im Januar 2020 aufgelegten Aktienrückkaufprogramms (Volumen: 20,0 Mrd. CHF; Laufzeit: bis Ende 2022) eigene Aktien für 6,8 Mrd. CHF zurückgekauft. Nestlé profitiert u.E. vor allem von der produktseitig breiten Aufstellung, mit der das Unternehmen die Belastungen durch die Pandemie für das Außer-Haus-Geschäft, v.a. bei Wasserprodukten und Süßwaren, gut kompensieren kann. Positiv werten wir zudem das aktive Portfolio-Management. Wir passen unsere Prognosen für 2021 (EpS berichtet: 4,26 (alt: 4,40) CHF; EpS bereinigt: 4,46 (alt: 4,60) CHF; DpS: unverändert 2,90 CHF) und 2022 (EpS berichtet/bereinigt: 4,77 (alt: 4,73) CHF; DpS: unverändert: 3,00 CHF) mehrheitlich an. Auf Basis unseres Discounted-Cashflow-Modells (Startjahr 2021 (zuvor: 2020); Anpassung der Prognosen) haben wir ein neues Kursziel von 115,00 (alt: 120,00) CHF für die Nestlé-Aktie ermittelt. Zusammen mit unserer Dividendenerwartung (2,75 CHF je Aktie) ergibt sich ein positiver Gesamtertrag (12 Monate) von über 10%. Wir stufen die Nestlé-Aktie daher weiterhin mit Kaufen ein.



**SWOT-Analyse**

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> <li>- gute Positionierung in Wachstumssegmenten der Nahrungsmittelindustrie (Marktführer bei Nutrition)</li> <li>- hohe Markenbekanntheit</li> <li>- frühzeitige Anpassung an neue Kundenpräferenzen/hohe Innovationskraft</li> <li>- Aktienrückkäufe</li> <li>- solide Bilanzstruktur</li> <li>- produktseitig breite Aufstellung</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- relativ schwache Topline-Entwicklung bei Wasserprodukten</li> <li>- nur geringe Preiserhöhungen möglich (vor allem in Industriestaaten)</li> <li>- vollständige Erholung des Ausser-Haus-Geschäfts frühestens in 2022</li> </ul>
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Wachstum der Bevölkerung und des Wohlstandes in den Schwellenländern</li> <li>- Ausbau der margenstarken Bereiche Health Science, Nespresso und Nutrition</li> <li>- Marktreife neuer Produkte</li> <li>- Effizienzmaßnahmen</li> <li>- aktives Portfoliomanagement</li> <li>- Turnaround beim Absatz von Babynahrung in China</li> <li>- Stärkung von Nestlé Health Science durch weitere Zukäufe</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Konsolidierung im Handel und bei Handelsmarken</li> <li>- hohe Wechselkursabhängigkeit</li> <li>- Restrukturierungsmaßnahmen führen zu keiner Verbesserung des organischen Wachstums</li> </ul>

Quelle: NATIONAL-BANK AG

**Nestlé: Gewinn- und Verlustrechnung**

in Mio. CHF (außer Ergebnis je Aktie und Dividende je Aktie)	2018	2019	2020	2021e	2022e
Umsatz	91.439	92.568	84.343	83.500	86.589
Rohertrag	45.369	46.647	42.971	42.000	43.814
EBITDA	17.676	19.791	18.170	17.753	19.223
Abschreibungen	-3.924	-3.713	-3.374	-3.340	-3.464
EBIT (berichtet)	13.752	16.078	14.796	14.413	15.759
Finanzergebnis	155	-15	942	200	200
EBT	13.907	16.063	15.738	14.613	15.959
Steuern	-3.439	-3.159	-3.365	-2.630	-2.873
Ergebnis nach Steuern	10.468	12.904	12.373	11.983	13.087
Minderheitenanteile	-333	-295	-140	-150	-155
Nettoergebnis	10.135	12.609	12.232	11.833	12.932
Anzahl Aktien (Mio. St.)	3.014	2.929	2.845	2.779	2.713
Ergebnis je Aktie	3,36	4,30	4,30	4,26	4,77
Dividende je Aktie	2,45	2,70	2,75	2,90	3,00
in % vom Umsatz					
Umsatz	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Rohertrag	49,6%	50,4%	50,9%	50,3%	50,6%
EBITDA	19,3%	21,4%	21,5%	21,3%	22,2%
Abschreibungen	4,3%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
EBIT (berichtet)	15,0%	17,4%	17,5%	17,3%	18,2%
EBT	15,2%	17,4%	18,7%	17,5%	18,4%
Steuern	3,8%	3,4%	4,0%	3,2%	3,3%
Ergebnis nach Steuern	11,4%	13,9%	14,7%	14,4%	15,1%
Nettoergebnis	11,1%	13,6%	14,5%	14,2%	14,9%

Quelle: Nestlé, NATIONAL-BANK AG

**Nestlé: Bilanz- und Kapitalflussdaten**

in Mio. CHF	2018	2019	2020	2021e	2022e
Bilanzsumme	137.015	127.940	124.028	122.635	122.994
Anlagevermögen	96.012	92.277	89.960	90.920	91.806
Geschäfts- und Firmenwert	31.702	28.896	30.341	31.858	33.451
Vorräte	9.125	9.343	10.101	9.185	8.832
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	11.167	11.766	10.746	10.020	10.391
Liquide Mittel	4.500	7.469	5.235	4.444	3.819
Eigenkapital	58.403	52.862	46.514	44.073	42.501
Verzinsliches Fremdkapital	40.394	37.164	39.947	41.223	42.570
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	17.800	18.803	18.515	18.370	19.050
Summe Fremdkapital	78.612	75.078	77.514	78.562	80.494
Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit	15.398	15.850	14.377	16.657	17.036
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-14.266	8.356	-5.667	-4.300	-4.350
Free Cashflow	1.132	24.206	8.710	12.357	12.686
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	-4.117	-21.156	-10.382	-13.148	-13.312
Summe der Cashflows	-2.985	3.050	-1.672	-791	-626

Quelle: Nestlé, NATIONAL-BANK AG

**Nestlé: Wichtige Kennzahlen**

	2018	2019	2020	2021e	2022e
EV / Umsatz	3,0	3,5	4,0	3,8	3,7
EV / EBITDA	15,5	16,3	18,6	17,9	16,5
EV / EBIT	19,9	20,1	22,8	22,0	20,2
KGV	23,6	23,1	24,5	23,1	20,6
KBV	4,1	5,5	6,4	6,2	6,3
KCV	15,5	18,4	20,8	16,4	15,6
KUV	2,6	3,1	3,5	3,4	3,3
Dividendenrendite	3,1%	2,7%	2,6%	3,0%	3,1%
Eigenkapitalrendite (ROE)	17,4%	23,9%	26,3%	26,8%	30,4%
ROCE	14,0%	17,0%	16,0%	15,7%	17,1%
ROI	7,4%	9,9%	9,9%	9,6%	10,5%
Eigenkapitalquote	42,6%	41,3%	37,5%	35,9%	34,6%
Anlagendeckungsgrad	60,8%	57,3%	51,7%	48,5%	46,3%
Anlagenintensität	70,1%	72,1%	72,5%	74,1%	74,6%
Vorräte / Umsatz	10,0%	10,1%	12,0%	11,0%	10,2%
Forderungen / Umsatz	12,2%	12,7%	12,7%	12,0%	12,0%
Working Capital-Quote	2,7%	2,5%	2,8%	1,0%	0,2%
Nettofinanzverschuldung (in Mio. CHF)	35.107	31.726	38.431	39.493	42.931
Nettofinanzverschuldung / EBITDA	2,0	1,6	2,1	2,2	2,2
Capex / Umsatz	4,6%	4,6%	5,0%	5,1%	5,0%
Capex / Abschreibungen	107,0%	115,8%	124,5%	128,7%	125,6%
Free Cashflow / Umsatz	1,2%	26,1%	10,3%	14,8%	14,7%
Free Cash Flow / Aktie (CHF)	0,38	8,26	3,06	4,45	4,68
Nettofinanzverschuldung / Aktie (CHF)	11,65	10,83	13,51	14,21	15,82
Cash / Aktie (CHF)	1,49	2,55	1,84	1,60	1,41
Buchwert / Aktie (CHF)	19,38	18,05	16,35	15,86	15,67

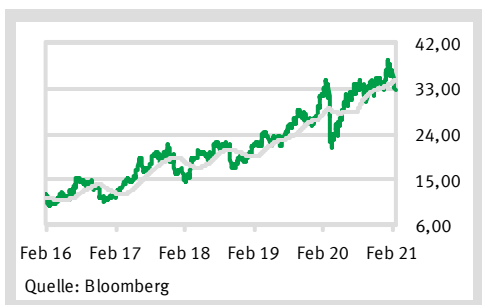
Quelle: Nestlé, NATIONAL-BANK AG

## RWE

**Halten** (Halten)

<b>Kurs am 19.02.21 um 17:35h</b>	32,47 EUR
<b>Erstellung abgeschlossen</b>	22.02.2021/ 12:50h
<b>Erstmals weitergegeben</b>	22.02.2021/ 14:20h
<b>Kursziel</b>	34,00 EUR
<b>Marktkapitalisierung</b>	21,96 Mrd. EUR
<b>Branche</b>	Versorger
<b>Land</b>	Deutschland
<b>WKN</b>	703712
<b>Reuters</b>	RWEG.DE

Kennzahlen	12/20e	12/21e	12/22e
Ergebnis je Aktie (EUR)	3,11	1,46	1,81
Kurs/Gewinn	10,5	22,3	17,9
Dividende je Aktie (EUR)	0,85	0,85	0,90
Div.-Rendite	2,6%	2,6%	2,8%
Kurs/Umsatz	1,6	1,5	1,5
Kurs/Op. Ergebnis	12,4	15,7	12,5
Kurs/Cashflow	6,7	9,8	8,2
Kurs/Buchwert	1,0	1,0	1,0



Performance	3 M	6 M	12 M
Absolut	-7,2%	-0,2%	-5,7%
Relativ z. DAX30	-13,5%	-9,2%	-5,7%

**Erstempfehlung** 18.12.2008

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

## Anlass

Ergebnisbelastung durch Extremwetter in Texas

## Einschätzung

RWE rechnet auf Grund der extremen Wettersituation im US-Bundesstaat Texas mit Ergebnisbelastungen. Seit dem 09.02. ist witterungsbedingt ein Teil der Onshore-Windparks von RWE außer Betrieb. Da der Konzern bereits Teile seiner Stromproduktion aus Windparks im Voraus verkauft hatte, muss RWE nun in einem extrem „engen“ Markt (steigende Nachfrage bei gleichzeitig sinkendem Angebot) diese Strommengen hinzukaufen (bis zu 9.000 USD je Megawattstunde (MWh); zum Vergleich Preis für deutschen Haushaltsstrom: 320 Euro je MWh). Daher erwartet RWE für den Bereich Onshore/Wind im Geschäftsjahr 2021 eine Ergebnisbelastung (bereinigtes EBITDA) im niedrigen bis mittleren dreistelligen Mio.-Euro-Bereich (zum Vergleich bereinigtes EBITDA des Bereichs Onshore Wind/Solar in 2020: 472 (Vj. pro-forma: 442) Mio. Euro; bereinigtes Konzern-EBITDA in 2020: 3.235 (Vj. pro-forma: 3.015) Mio. Euro). Dies dokumentiert die Wetterabhängigkeit des Geschäftsmodells. Gleichzeitig sind in den letzten Wochen die Marktzinsen gestiegen, was die Attraktivität der ohnehin im Branchenvergleich (Stoxx Europe 600 Versorger 2020e: 4,4%; 2021e: 4,6%; 2022e: 4,9%) unterdurchschnittlichen Dividendenrendite der RWE-Aktie (2020e: 2,6%; 2021e: 2,6%; 2022e: 2,8%) weiter schmälert. Wir haben unsere Prognosen für das Geschäftsjahr 2021 (u.a. bereinigtes/berichtetes EpS: 1,46 (alt: 1,88) Euro; DpS: 0,85 (alt: 0,90) Euro) gesenkt. In Erwartung eines positiven Gesamtertrags (12 Monate) von unter 10% lautet unser Votum für die RWE-Aktie weiterhin Halten (Kursziel: 34,00 (alt: 37,00) Euro (Discounted-Cashflow-Modell; Prognosesenkung, höheres Beta)).

Sven Diermeier (Senior Analyst)

## 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).