

Marktdaten im Überblick	2
Unternehmenskommentare	3
Coca-Cola.....	3
Iberdrola	5
Kone B	7
Münchener Rück.....	9
Novartis	10
SAP	12
Rechtliche Hinweise	18



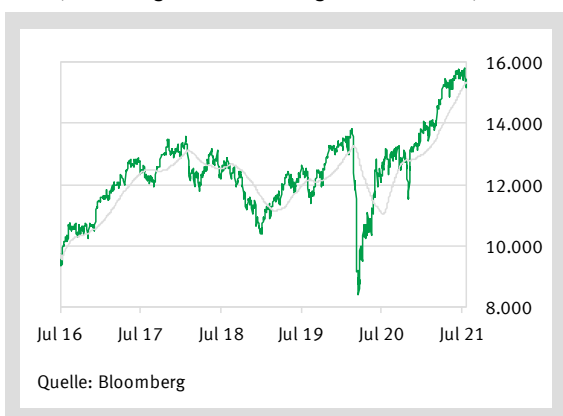
Marktdaten im Überblick

	21.07.2021	20.07.2021	Änderung
Deutschland			
DAX	15.423	15.216	1,4%
MDAX	34.503	33.951	1,6%
TecDAX	3.595	3.570	0,7%
Bund-Future	175,53	175,85	-0,2%
10J Bund in %	-0,3950	-0,4100	0,0150 PP
3M Zins in %	-0,6470	-0,6520	0,0050 PP
Europa			
EuroStoxx 50	4.027	3.956	1,8%
FTSE 100	6.998	6.881	1,7%
SMI	12.022	11.946	0,6%
Welt			
DOW JONES	34.798	34.512	0,8%
S&P 500	4.359	4.323	0,8%
NASDAQ COMPOSITE	14.632	14.499	0,9%
NIKKEI 225	27.548	27.388	0,6%
TOPIX	1.904	1.889	0,8%
Rohstoffe / Devisen			
EUR in USD	1,1794	1,1781	0,1%
Gold (USD je Feinunze)	1.802,15	1.823,05	-1,1%
Brent-Öl (USD je Barrel)	72,23	69,35	4,2%

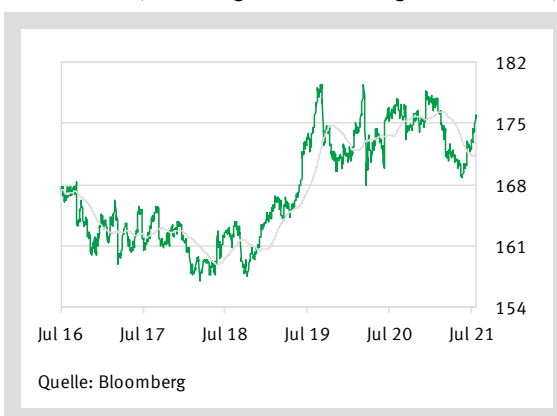
Quelle: Bloomberg

PP: Prozentpunkte

DAX (Kurs und gleitender 90 Tage-Durchschnitt)



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



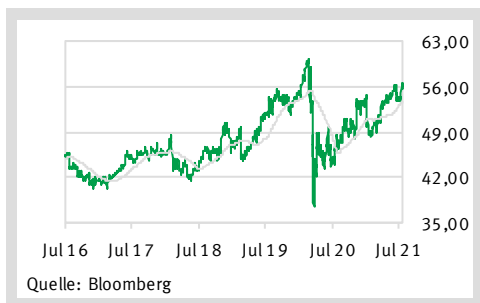
Unternehmenskommentare

Coca-Cola

Kaufen (Kaufen)

Kurs am 21.07.21 um 21:59h	56,55 USD
Erstellung abgeschlossen	22.07.2021/ 11:30h
Erstmals weitergegeben	22.07.2021/ 13:00h
Kursziel	64,00 USD
Marktkapitalisierung	243,69 Mrd. USD
Branche	Nahrungsmittel/ Getränke / Tabak
Land	USA
WKN	850663
Reuters	KO.N

Kennzahlen	12/20	12/21e	12/22e
Ergebnis je Aktie (USD)	1,79	2,19	2,45
Kurs/Gewinn	27,9	25,8	23,1
Dividende je Aktie (USD)	1,64	1,68	1,76
Div.-Rendite	3,3%	3,0%	3,1%
Kurs/Umsatz	28,5	25,1	23,0
Kurs/Op. Ergebnis	27,1	22,8	20,4
Kurs/Cashflow	21,9	24,6	21,3
Kurs/Buchwert	10,1	10,3	9,1



Performance	3 M	6 M	12 M
Absolut	3,9%	16,6%	16,6%
Relativ z. DJ Industrial Avg	1,0%	4,4%	-12,2%

Erstempfehlung 21.12.2011

Historie der Umstufungen (12 Monate):

Anlass

Zahlen für das zweite Quartal 2021

Einschätzung

Die Zahlen für das zweite Quartal (Q2) 2021 übertrafen sowohl beim Umsatz (+42% y/y auf 10,13 Mrd. USD; organisch: +37% y/y) als auch ergebnisseitig (u.a. bereinigtes EpS: 0,68 (Vj.: 0,42) USD) unsere Erwartungen (9,25 Mrd. USD bzw. 0,58 USD je Aktie) sowie den Marktkonsens (9,31 Mrd. USD bzw. 0,56 USD je Aktie). Die Guidance für 2021 wurde angehoben (u.a.: organisches Umsatzwachstum von 12% bis 14% (zuvor: Anstieg im hohen einstelligen Prozentbereich) y/y); bereinigtes EpS (non-GAAP): Anstieg von 13% bis 15% (impliziert: 2,20 bis 2,24 USD; zuvor: Anstieg im hohen einstelligen bis niedrigen zweistelligen Prozentbereich (2020: 1,95 USD)). Wir halten sie für komfortabel erreichbar. Unsere Prognosen für 2021e (u.a. EpS berichtet: 2,19 (alt: 2,18) USD; EpS bereinigt: 2,27 (alt: 2,21) USD) und 2022e (u.a. EpS berichtet: 2,45 (alt: 2,39) USD; EpS bereinigt: 2,48 (alt: 2,42) USD) heben wir an. Impulse für die operative Entwicklung erwarten wir durch eine Verbesserung der Pandemielage (Impffortschritte) v.a. in den USA und Westeuropa und die Umsetzung der geplanten strategischen Maßnahmen (Kostensenkungen, Optimierung des Produktportfolios). Auf Basis unseres DCF-Modells (angehobene Prognosen 2021ff, aktualisierter Bewertungszeitraum versus höheres Beta) haben wir für die Coca-Cola-Aktie ein neues Kursziel von 64,00 (alt: 60,00) USD ermittelt und bestätigen bei einem von uns erwarteten Gesamtertrag (12 Monate) von über 10% unser Kaufen-Votum.

Lars Lusebrink (Analyst)

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> - starkes Markenportfolio - große Marktmacht - solide Bilanzstruktur - hohe Profitabilität - attraktive und progressive Dividendenpolitik (rund 75% des bereinigten EpS sollen durchschnittlich ausgeschüttet werden) - Marktanteilsgewinne 	<ul style="list-style-type: none"> - relativ hohe Abhängigkeit vom Heimatmarkt - noch hohe Abhängigkeit vom Außer-Haus-Geschäft
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> - Verbesserung des Produktmix zugunsten von nicht-kohlensäurehaltigen Getränken, Sportdrinks, Kaffee Produktinnovationen - weitere Margensteigerungen durch das Refranchising der Flaschenabfüllaktivitäten - deutliche Verkleinerung des Produktportfolios (Einstellung unrentabler Marken) - umfassender Konzernumbau - Teilbörsengang der südafrikanischen Abfülltochter Coca-Cola Beverages Africa (CCBA) 	<ul style="list-style-type: none"> - Verschlechterung der konjunkturellen Entwicklung in Kernregionen wie Nordamerika und Europa - Zunahme der Wettbewerbsintensität in den USA - Währungsbelastungen - zunehmende gesellschaftliche Bedenken gegenüber Softdrinks (hoher Zuckergehalt) - Rechtsstreit mit der US-Steuerbehörde IRS

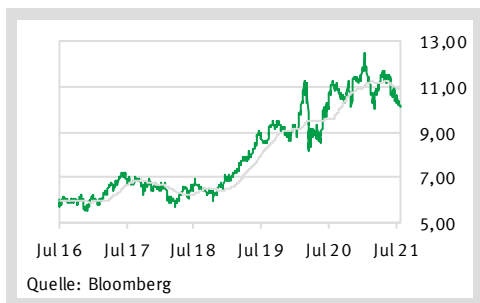
Quelle: NATIONAL-BANK AG

Iberdrola

Halten (Halten)

Kurs am 21.07.21 um 17:35h	10,21EUR
Erstellung abgeschlossen	22.07.2021/ 11:30h
Erstmals weitergegeben	22.07.2021/ 13:00h
Kursziel	10,70 EUR
Marktkapitalisierung	63,59 Mrd. EUR
Branche	Versorger
Land	Spanien
WKN	A0M46B
Reuters	IBE.MC

Kennzahlen	12/20	12/21e	12/22e
Ergebnis je Aktie (EUR)	0,55	0,53	0,64
Kurs/Gewinn	18,7	19,4	16,1
Dividende je Aktie (EUR)	0,420	0,440	0,460
Div.- Rendite	4,1%	4,3%	4,5%
Kurs/Umsatz	2,0	1,7	1,6
Kurs/Op. Ergebnis	11,9	9,6	8,4
Kurs/Cashflow	7,9	8,1	7,1
Kurs/Buchwert	1,4	1,3	1,3



Performance	3 M	6 M	12 M
Absolut	-12,5%	-12,4%	-8,1%
Relativ z. EuroStoxx 50	-12,8%	-24,2%	-27,6%

Erstempfehlung 27.03.2014

Historie der Umstufungen (12 Monate):

Anlass

Zahlen für das zweite Quartal 2021

Einschätzung

Die Ergebnisentwicklung des zweiten Quartals (Q2) 2021, die von mehreren Sonder- und Einmaleffekten (EBITDA: positiv, berichtetes Nettoergebnis: negativ) geprägt war, bewegte sich operativ/ bereinigt im Großen und Ganzen im Rahmen unserer Erwartungen (berichtetes Nettoergebnis aber unter unserer Prognose). Iberdrola profitierte (berichtet und bereinigt) erneut von der Erneuerbaren Energien-Sparte. Die Ergebnis-Guidance für das Gesamtjahr 2021 (Nettoergebnis von 3,7 bis 3,8 Mrd. Euro vor steuerlichen Sondereffekten), die im Rahmen des Q1-Berichts modifiziert worden war, wurde wiederholt. Die Dividendenindikation für das laufende Geschäftsjahr (0,44 (Vj.: 0,42) Euro je Aktie) wurde erneut wiederholt. Die Trends in der Energiewelt (Dekarbonisierung, Elektrifizierung) sind u.E. per Saldo positiv für den Iberdrola-Konzern. Die verfolgte Strategie sollte u.E. weiterhin zu nachhaltigem Ergebnis- und Dividendenwachstum führen (siehe Unternehmensziele für 2022 und für/bis 2025 vom Kapitalmarkttag aus dem November 2020). Wir haben unsere Prognosen teilweise angepasst (u.a. berichtetes EpS 2021e: 0,53 (alt: 0,57) Euro). In Erwartung eines positiven Gesamtertrags (12 Monate) von <10% lautet unser Votum für die Iberdrola-Aktie weiterhin Halten (Kursziel: 10,70 (alt: 11,30) Euro (Discounted-Cashflow-Modell; Mittelabfluss der H2-Dividende 2020, höherer WACC)).

Sven Diermeier (Senior Analyst)

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> - ausgewogenes Geschäftsmodell (strukturell und regional) - attraktive Dividendenrendite - Visibilität der zukünftigen Geschäftsentwicklung (Guidance bis 2025e) - unterdurchschnittliches CO2-Exposure 	<ul style="list-style-type: none"> - noch relativ hohe Verschuldung (noch kein „A“-Rating) - Länderrisiken Brasilien, Mexiko, Spanien, Großbritannien - Aufbau von Goodwill durch Akquisitionstätigkeit
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> - beschleunigter Abbau der Verschuldung (Rückgewinnung des „A“-Ratings) - Konjunkturerholung (steigende Strom- und Gasnachfrage insbesondere der Industriekunden) - Investitionen in regulierte Aktivitäten (Verbesserung des Risikoprofils) 	<ul style="list-style-type: none"> - zunehmende Regulierung könnte den Druck auf die Profitabilität weiter erhöhen - teilweise hohe Wettbewerbsintensität - Wechselkurse und Witterung haben Einfluss auf die Geschäftsentwicklung - steigende Marktzinsen (sinkende Attraktivität von Dividendenwerten)

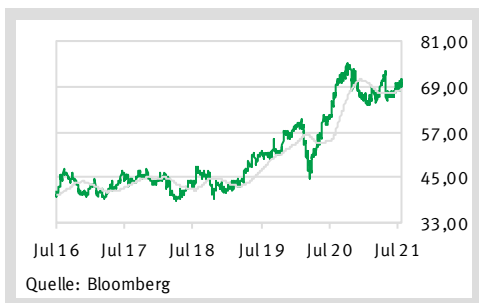
Quelle: NATIONAL-BANK AG

Kone B

Halten (Halten)

Kurs am 21.07.21 um 17:29h	69,34 EUR
Erstellung abgeschlossen	22.07.2021/ 11:30h
Erstmals weitergegeben	22.07.2021/ 13:00h
Kursziel	70,00 EUR
Marktkapitalisierung	30,66 Mrd. EUR
Branche	Industrie
Land	Finnland
WKN	A0ET4X
Reuters	KNEBV.HE

Kennzahlen	12/20	12/21e	12/22e
Ergebnis je Aktie (EUR)	1,81	2,01	2,15
Kurs/Gewinn	34,8	34,4	32,3
Dividende je Aktie (EUR)	2,25	1,80	1,90
Div.-Rendite	3,6%	2,6%	2,7%
Kurs/Umsatz	3,3	2,9	2,8
Kurs/Op. Ergebnis	26,9	23,0	21,6
Kurs/Cashflow	21,1	33,1	34,9
Kurs/Buchwert	10,2	11,6	11,0



Performance	3 M	6 M	12 M
Absolut	-4,1%	7,3%	4,4%
Relativ z. EuroStoxx 50	-4,4%	-4,5%	-15,0%

Erstempfehlung 08.10.2020

Historie der Umstufungen (12 Monate):

03.02.2021 Von Verkauften auf Halten

Anlass

Zahlen für das zweite Quartal 2021

Einschätzung

Die Zahlen für das zweite Quartal (Q2) 2021 lagen sowohl beim Umsatz als auch beim bereinigten EBIT über unseren Erwartungen sowie denen des Marktes. Die bereinigte EBIT-Marge verbesserte sich um 0,5 Prozentpunkte y/y. Kone profitierte von einem weiterhin starken China-Geschäft. Darüber hinaus verbesserte sich das Geschäftsumfeld in den USA. Der Auftragseingang (+16% y/y) verzeichnete einen deutlichen Anstieg bei Neuinstallationen und im Modernisierungsgeschäft. Der Konzern hat den Ausblick für 2021 angepasst und dabei das obere Ende der Spanne für die bereinigte EBIT-Marge (12,4% bis 13,0% (bisher: 12,4% bis 13,2%; 2020: 12,6%)) erneut leicht gesenkt. Insgesamt legte Kone aus unserer Sicht überzeugende Zahlen vor, höhere Material- und Logistikkosten sorgen jedoch für Margendruck. Wir haben unsere Prognosen für die Geschäftsjahre 2021 (u.a. EpS: unverändert 2,01 Euro) und 2022 (u.a. EpS: 2,15 (alt: 2,11) Euro) teilweise leicht angehoben. Auf Basis unseres Discounted-Cashflow-Modells (u.a. Anhebung der Prognosen) haben wir ein neues Kursziel von 70,00 (alt: 69,00) Euro für die Kone B-Aktie ermittelt. In Erwartung eines positiven Gesamtertrags von <10% (12 Monate) votieren wir weiterhin mit Halten.

Markus Armer (Analyst)

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> - Technologie-Know-how und Innovationskraft - teilweise lange Laufzeiten der Wartungsverträge - oligopolistische Marktstruktur - Technologie-Know-how und Innovationskraft - hohe Eigenkapitalquote 	<ul style="list-style-type: none"> - Margendruck - hoher Goodwill - Wechselkursabhängigkeit
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> - Megatrend Urbanisierung - Ausbau des Marktanteils durch Innovationen - Margenanstieg infolge des Optimierungsprogramms Accelerate 	<ul style="list-style-type: none"> - Einbruch in wichtigen Regionen bzw. Segmenten des Immobilienmarktes - steigende Wettbewerbsintensität - steigende Rohstoffpreise

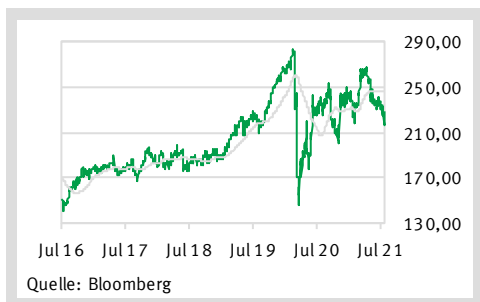
Quelle: NATIONAL-BANK AG

Münchener Rück

Halten (Halten)

Kurs am 21.07.21 um 17:35h	228,05 EUR
Erstellung abgeschlossen	22.07.2021/ 11:30h
Erstmals weitergegeben	22.07.2021/ 13:00h
Kursziel	240,00 EUR
Marktkapitalisierung	31,95 Mrd. EUR
Branche	Versicherungen
Land	Deutschland
WKN	843002
Reuters	MUVGn.DE

Kennzahlen	12/20	12/21e	12/22e
Ergebnis je Aktie (EUR)	8,63	20,00	22,59
Kurs/Gewinn	28,1	11,4	10,1
Dividende je Aktie (EUR)	9,80	10,30	11,00
Div.-Rendite	4,0%	4,5%	4,8%
Kurs/Umsatz	0,6	0,6	0,5
Kurs/Op. Ergebnis	17,1	8,6	7,5
Combined Ratio	105,6%	96,8%	96,8%
Kurs/Buchwert	1,1	1,1	1,0



Performance	3M	6M	12M
Absolut	-10,7%	-0,2%	-5,2%
Relativ z. DAX30	-9,8%	-8,9%	-19,8%

Erstempfehlung 06.03.2009

Historie der Umstufungen (12 Monate):

Anlass

Vorläufige Eckdaten für das zweite Quartal 2021

Einschätzung

Der Rückversicherer verzeichnete nach vorläufigen Angaben im zweiten Quartal 2021 einen Anstieg des Nettoergebnisses auf rund 1,10 (Vj.: 0,58) Mrd. Euro und lag damit deutlich über den Erwartungen (unsere Prognose: 825 Mio. Euro; Marktkonsens: 808 Mio. Euro) und über dem Vorkrisenniveau (bspw. Q2 2019: 993 Mio. Euro). Grund für den Ergebnisanstieg waren laut Unternehmensangaben unterdurchschnittliche Schadensbelastungen im Sach- und Unfall-Rückversicherungsgeschäft. Dagegen war die Belastung im Rückversicherungsgeschäft Leben- und Krankenversicherung höher als erwartet, was sich auf die hohen Covid-19-bedingten Sterberaten in Indien und Südafrika zurückführen lässt. Im Rahmen der Vorankündigung bestätigte Münchener Rück die Guidance für das laufende Jahr (u.a. Nettoergebnis: 2,80 Mrd. Euro). Auf Grund der hohen Schäden, die die Überschwemmungen in Europa und China im Juni und Juli verursacht haben, erwarten wir eine signifikante Belastung im zweiten Halbjahr 2021. Die vollständigen Quartalszahlen gibt das Unternehmen am 10.08. bekannt. Wir behalten unsere Prognosen (EpS 2021e: 20,00 Euro; DpS 2021e: 10,30 Euro; EpS 2022e: 22,59 Euro; DpS 2022e: 11,00 Euro) vorerst unverändert bei. Auf Basis unseres modifizierten Gordon-Growth-Modells (gestiegenes Beta) haben wir ein Kursziel für die Münchener Rück-Aktie von 240,00 (alt: 255,00) Euro ermittelt. Zusammen mit unserer Dividendenerwartung (10,30 Euro je Aktie) ergibt sich ein positiver Gesamtertrag (12 Monate) von unter 10%. Daher lautet unser Votum weiterhin Halten.

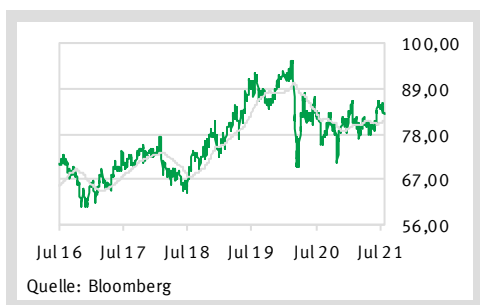
Jan Lennertz (Analyst)

Novartis

Kaufen (Kaufen)

Kurs am 21.07.21 um 17:32h	82,76 CHF
Erstellung abgeschlossen	22.07.2021/ 11:30h
Erstmals weitergegeben	22.07.2021/ 13:00h
Kursziel	95,00 CHF
Marktkapitalisierung	187,45 Mrd. CHF
Branche	Gesundheit
Land	Schweiz
WKN	904278
Reuters	NOVN.S

Kennzahlen	12/20	12/21e	12/22e
Ergebnis je Aktie (USD)	3,55	4,42	4,74
Kurs/Gewinn	24,6	20,4	19,0
Dividende je Aktie (USD)	3,01	3,11	3,21
Div.-Rendite	3,4%	3,5%	3,6%
Kurs/Umsatz	4,1	4,0	3,8
Kurs/Op. Ergebnis	19,6	17,5	16,4
Kurs/Cashflow	20,6	33,4	24,8
Kurs/Buchwert	3,5	3,7	3,8



Performance	3 M	6 M	12 M
Absolut	2,0%	-3,7%	2,8%
Relativ z. Stoxx Europe 50	-1,1%	-13,8%	-11,9%

Erstempfehlung 27.03.2014

Historie der Umstufungen (12 Monate):

Anlass

Zahlen für das zweite Quartal 2021

Einschätzung

Das Zahlenwerk für das zweite Quartal (Q2) 2021 lag umsatzseitig im Rahmen unserer Prognose und dem Marktkonsens. Während das bereinigte EBIT im Rahmen unserer Prognose lag, wurden die Markterwartungen übertroffen. Die Umsatzentwicklung, die im Vorjahresquartal durch die COVID-19-Pandemie belastet wurde, profitierte von einer Erholung der Nachfrage nach Medikamenten in den meisten Therapiegebieten. Das bereinigte EBIT profitierte von unterproportional gestiegenen Herstellkosten und operativen Kosten. Auf berichteter Basis legte das EBIT infolge unterproportional gesteigener Herstellkosten sowie deutlich geringerer Abschreibungen zu. Novartis hat den Ausblick für 2021 (währungsbereinigt) sowohl umsatz- als auch ergebnisseitig erneut bestätigt. Mit steigenden Impfquoten gegen COVID-19 rechnen wir weiterhin mit einer sukzessiven Zunahme von Behandlungen in anderen Therapiebereichen, wovon die Geschäftsentwicklung von Novartis u.E. weiter profitieren wird. Dabei wird die sich ausbreitende Delta-Variante des Coronavirus von uns als Unsicherheitsfaktor berücksichtigt. Bei vorerst unveränderten Prognosen und einem von uns erwarteten Gesamtertrag (12 Monate) von >10% lautet unser Votum für die Novartis-Aktie weiterhin Kaufen (Kursziel: 95,00 (alt: 93,00) CHF (Discounted-Cashflow-Modell; Aktualisierung des Bewertungszeitraums)).

Tobias Gottschalt (Analyst)

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none">- global führende Marktpositionen- gute regionale und produktseitige Diversifikation- wenig konjunktursensibles Geschäftsmodell- solide Bilanzkennzahlen	<ul style="list-style-type: none">- Umsatzrückgänge bei einigen wichtigen Produkten- hoher Umsatzanteil weniger Produkte- starke Abhängigkeit von regulatorischen Entscheidungen
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none">- Ausbau der Präsenz in Wachstumsmärkten- Impulse durch strategische Übernahmen- Optimierung des Portfolios- Postpandemische Erholung im Pharmasektor	<ul style="list-style-type: none">- zunehmender Wettbewerb durch Nachahmerprodukte- wachsender Kostendruck in den Gesundheitssystemen- Fehlschläge in der Forschung und Entwicklung- Ausbreitung der Delta-Variante des Coronavirus

Quelle: NATIONAL-BANK AG

SAP

Kaufen (Kaufen)

Kurs am 21.07.21 um 17:38h	118,46 EUR
Erstellung abgeschlossen	22.07.2021/ 11:30h
Erstmals weitergegeben	22.07.2021/ 13:00h
Kursziel	140,00 EUR
Marktkapitalisierung	145,53 Mrd. EUR
Branche	Technologie
Land	Deutschland
WKN	716460
Reuters	SAPG.DE

Kennzahlen	12/20	12/21e	12/22e
Ergebnis je Aktie (EUR)	4,35	4,14	4,22
Kurs/Gewinn	27,1	28,6	28,1
Dividende je Aktie (EUR)	1,85	1,90	2,00
Div.-Rendite	1,6%	1,6%	1,7%
Kurs/Umsatz	5,1	5,3	5,1
Kurs/Op. Ergebnis	21,0	31,5	23,3
Kurs/Cashflow	19,4	18,7	19,5
Kurs/Buchwert	4,7	4,3	3,9



Performance	3 M	6 M	12 M
Absolut	-1,9%	13,1%	-16,7%
Relativ z. DAX30	-0,9%	4,5%	-31,3%

Erstempfehlung 10.03.2009

Historie der Umstufungen (12 Monate):

Anlass

Zahlen für das zweite Quartal 2021

Einschätzung

Der Konzernumsatz verzeichnete im zweiten Quartal (Q2) 2021 wie erwartet einen Rückgang um 1,1% y/y. Wie in den Vorquartalen konnten dabei die Clouderlöse (+11,4% y/y) am stärksten bzw. vielmehr als einziges Segment zulegen. Zudem hat sich hier die Wachstumsdynamik wieder beschleunigt, nachdem sich diese acht Quartale in Folge abgeschwächt hatte. Die Ergebniskennzahlen fielen aus unserer Sicht gemischt aus (operatives Ergebnis (IFRS): enttäuschend; Non-IFRS: erwartungsgemäß; Nettogewinn (IFRS): deutlich besser als erwartet dank des Ergebnisbeitrags von Sapphire Ventures). Wie bereits schon Mitte April hat SAP nach Vorlage der Quartalszahlen seine Zielsetzungen für das laufende Geschäftsjahr erneut in homöopathischen Dosen angehoben. Wir haben unsere EpS-Prognosen (2021e: 4,14 (alt: 3,75) Euro; 2022e: 4,22 (alt: 4,07) Euro) angehoben. Unser Kursziel haben wir bei 140,00 Euro (Discounted Cashflow-Modell; Anhebung der EpS-Prognosen basieren ausschließlich auf höherem Finanzergebnis) belassen. In Erwartung eines Gesamtertrags (12 Monate; unsere Dividendenerwartung: 1,90 Euro je Aktie) >10% lautet unser Votum für die SAP-Aktie weiterhin Kaufen.

Markus Jost (Analyst)

Highlights

- Der Konzernumsatz verzeichnete wie erwartet in Q2 2021 einen Rückgang um 1,1% y/y. Die Ergebniskennzahlen fielen gemischt aus.
- Der Mitte April zum Teil marginal angehobene Ausblick für das laufende Geschäftsjahr wurde nun erneut und ebenfalls wieder marginal angehoben.

Geschäftsentwicklung

Der Konzernumsatz sank in Q2 2021 wie erwartet um 1,1% (währungsbereinigt (wb.); Non-IFRS: +3%) auf 6,67 (Vj.: 6,74; unsere Prognose: 6,68; Marktkonsens: 6,67) Mrd. Euro. Wie in den Vorquartalen konnten dabei die Clouderlöse (+11,4% y/y auf 2,28 Mrd. Euro) am stärksten zulegen. Zudem hat sich hier die Wachstumsdynamik wieder beschleunigt, nachdem sich diese acht Quartale in Folge abgeschwächt hatte. Die Wachstumsdynamik bei der Zahl der SAP-S/4HANA-Kunden (neuestes und wichtigstes Produkt von SAP: +16% y/y auf mehr als 17.000) blieb erneut auf gleicher Höhe wie im Vorquartal. Der Current Cloud Backlog (Kennziffer, die den Auftragsbestand im Cloud-Geschäft für die kommenden 12 Monate beschreibt) legte in Q2 um 20% y/y (wb.) auf 7,8 Mrd. Euro zu und damit ebenfalls in ähnlicher Größenordnung wie im Vorquartal. Im ersten Halbjahr (H1) 2021 sank der Konzernumsatz um 1,9% auf 13,02 (Vj.: 13,26) Mrd. Euro.

SAP	Umsatz (in Mio. EUR)		Veränderung gg. Vj.	Umsatz (in Mio. EUR)		Veränderung gg. Vj.
	Q2 2020	Q2 2021		H1 2020	H1 2021	
Cloud	2.044	2.276	11,4%	4.055	4.421	9,0%
Softwarelizenzen	773	650	-15,9%	1.224	1.133	-7,4%
Softwaresupport	2.892	2.823	-2,4%	5.826	5.624	-3,5%
Softwarelizenzen und -Support	3.665	3.474	-5,2%	7.051	6.757	-4,2%
Cloud und Software	5.709	5.750	0,7%	11.106	11.178	0,6%
Services	1.034	920	-11,0%	2.159	1.839	-14,8%
Konzern	6.743	6.669	-1,1%	13.264	13.017	-1,9%

Quelle: SAP, NATIONAL-BANK AG

Die Konzern-Bruttomarge (Non-IFRS) stieg in Q2 2021 auf 73,4% (Vj.: 72,6%), wobei die Cloud-Bruttomarge ebenfalls weiter auf 70,0% (Vj.: 69,5%) zulegen konnte. Das Konzern-Betriebsergebnis (IFRS) sank dagegen infolge gesteigerter operativer Aufwendungen (vor allem auf Grund des Aufwands für aktienbasierte Vergütungsprogramme) erneut deutlich um 23,4% auf 0,98 (Vj.: 1,28; unsere Prognose: 1,13) Mrd. Euro, während es auf Non-IFRS-Basis nur um 2,1% (wb.: +3%) auf 1,92 (Vj.: 1,96; unsere Prognose: 1,94; Marktkonsens: 1,86) Mrd. Euro wie von uns erwartet bzw. weniger deutlich als vom Markt erwartet zurückgegangen war. Der Nettogewinn nach Minderheiten (IFRS) erhöhte sich erneut dank des positiven Gewinnbeitrags von Sapphire Ventures sogar überraschend um 56,6% auf 1,36 (Vj.: 0,87; unsere Prognose: 0,86; Marktkonsens: 0,81) Mrd. Euro. In H1 2021 stieg der Nettogewinn um 42,5% auf 2,40 (Vj.: 1,68) Mrd. Euro (hiervon Beitrag Sapphire-Ventures-Beteiligungen: 1,52 (Vj.: 0,33) Mrd. Euro).

Perspektiven

Der Mitte April zum Teil marginal angehobene Ausblick für das laufende Geschäftsjahr wurde nun erneut und ebenfalls wieder marginal angehoben. Für 2021 geht SAP demnach nun davon aus, dass die Clouderlöse (Non-IFRS, währungsbereinigt (wb.)) in einer Spanne zwischen 9,3 und 9,5 (bisher: 9,2 und 9,5; 2020: 8,09) Mrd. Euro liegen werden (entspricht währungsbereinigt einer Wachstumsrate von 15%-18% y/y). Die Cloud- und Softwareerlöse (Non-IFRS, wb.) sollen zwischen 23,6 und 24,0 (bisher: 23,4 und 23,8; 2020: 23,23) Mrd. Euro liegen (entspricht einer Wachstumsrate von +2% bis +3% y/y) und das Konzern-Betriebsergebnis (Non-IFRS, wb.) wird in einer Spanne zwischen 7,95 und 8,25 (bisher: 7,8 und 8,2; 2020: 8,28) Mrd. Euro (entspricht einer Wachstumsrate von +/-0% bis -4% y/y) erwartet. Der operative Cashflow soll aber unverändert bei ca. 6,0 (2020: 7,19) Mrd. Euro liegen.

Die mittelfristigen Zielsetzungen bis 2025 wurden bestätigt. So soll bis 2025 (alle Zielsetzungen Non-IFRS) der Cloud-Umsatz von 7,0 Mrd. Euro (2019) auf über 22 Mrd. Euro (entspricht mehr als +21,0% p.a.) zulegen. Der Konzernumsatz soll in 2025 auf über 36 (2019: 27,6) Mrd. Euro steigen (mehr als +4,5% p.a.) und das operative Ergebnis auf über 11,5 (2019: 8,2) Mrd. Euro (mehr als +5,8% p.a.). Zudem soll es laut SAP bis 2023 kaum Fortschritte bei der Profitabilität geben, weshalb das operative Ergebnis ab 2023 ein durchschnittliches jährliches Wachstum von mehr als 10% verzeichnen soll. Der Anteil der besser planbaren Umsätze soll bis 2025 auf ca. 85% zulegen (entspricht +18 Prozentpunkte ggü. 2019) und die Cloud-Bruttomarge auf ca. 80% steigen.

Wir haben unsere EpS-Prognosen (2021e: 4,14 (alt: 3,75) Euro; 2022e: 4,22 (alt: 4,07) Euro) sowie unsere Dividendenprognosen (DpS 2021e: 1,90 (alt: 1,80) Euro; DpS 2022e: 2,00 (alt: 1,80) Euro) angehoben. Unser Kursziel haben wir bei 140,00 Euro (Discounted Cashflow-Modell; Anhebung der EpS-Prognosen basieren ausschließlich auf höherem Finanzergebnis) belassen. In Erwartung eines Gesamtertrags (12 Monate; unsere Dividendenerwartung: 1,90 Euro je Aktie) >10% lautet unser Votum für die SAP-Aktie weiterhin Kaufen. Operativ läuft es bei SAP aus unserer Sicht nach wie vor sehr gut und dies sollte auch mittelfristig anhalten. Die nennenswerten Risikofaktoren wie v.a. die durch die zahlreichen und hochbewerteten Übernahmen bedingte hohe Verschuldung sowie der hohe Firmenwert sollten u.E. mittelfristig stetig an Bedeutung verlieren.

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> - SAP-Software ermöglicht es Unternehmen, alle Geschäftsprozesse abzubilden - Marktführerschaft bei Unternehmenssoftware (ERP) - gute regionale Diversifikation - starker operativer Cashflow ermöglicht Investitionen - solide Geschäftsentwicklung auch in konjunkturellen Schwächephasen - technologisch führend bei aussichtsreichen Produkten (Cloud, HANA) - Lock in-Effekt: Wechsel von SAP auf andere Software äußerst schwierig 	<ul style="list-style-type: none"> - hohe Abhängigkeit von Bestandskunden (Wartungserlöse) - hohe Abhängigkeit von Wechselkurseinflüssen (insbesondere EUR/USD) - hoher Firmenwert sowie hohe Verschuldung - zum Teil komplizierte Bedienbarkeit der SAP-Software
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> - neue Software C4 Hana - Aufholpotenzial bei Software für Kundenbeziehungen (Customer Relationship Management) - Kostensenkungsprogramm zur Verbesserung der Profitabilität - Kooperationen mit Hardwareanbietern (z.B. IBM), um Komplettpakete für Unternehmen anzubieten - aggressive Wachstumsstrategie von SAP insbesondere im Cloud-Bereich bietet langfristig hohes Potenzial und verbessert die Wettbewerbsposition deutlich 	<ul style="list-style-type: none"> - überteuerte Übernahmen (sehr hoher Firmenwert zum Eigenkapital) - Zunahme der Konkurrenz insbesondere im Bereich Mittelstandssoftware - aggressive Wachstumsstrategie von SAP insbesondere im Cloud-Bereich führt zu Kannibalisierung des Kerngeschäfts und erhöht das Risiko (z.B. Abschreibungen auf Grund überteuerter Übernahmen und Belastung der Margen)

Quelle: NATIONAL-BANK AG

SAP: Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. EUR (außer Ergebnis je Aktie und Dividende je Aktie)	2018	2019	2020	2021e	2022e
Umsatz	24.708	27.553	27.338	27.480	28.441
Rohertrag/Bruttoergebnis	17.246	19.199	19.452	19.833	20.762
EBITDA	7.065	6.345	8.452	6.453	8.191
Abschreibungen	-1.362	-1.872	-1.831	-1.840	-1.934
EBIT	5.703	4.473	6.621	4.613	6.257
Finanzergebnis	-103	124	597	1.920	427
EBT	5.600	4.597	7.218	6.533	6.684
Steuern	-1.511	-1.226	-1.938	-1.402	-1.604
Ergebnis nach Steuern	4.089	3.371	5.280	5.131	5.080
Minderheitenanteile	-6	-50	-138	-243	-100
Nettoergebnis	4.083	3.321	5.142	4.888	4.980
Anzahl Aktien (Mio. St.)	1.194	1.194	1.182	1.180	1.180
Ergebnis je Aktie	3,42	2,78	4,35	4,14	4,22
Dividende je Aktie	1,50	1,58	1,85	1,90	2,00
in % vom Umsatz					
Umsatz	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Rohertrag/Bruttoergebnis	69,8%	69,7%	71,2%	72,2%	73,0%
EBITDA	28,6%	23,0%	30,9%	23,5%	28,8%
Abschreibungen	5,5%	6,8%	6,7%	6,7%	6,8%
EBIT	23,1%	16,2%	24,2%	16,8%	22,0%
EBT	22,7%	16,7%	26,4%	23,8%	23,5%
Steuern	6,1%	4,4%	7,1%	5,1%	5,6%
Ergebnis nach Steuern	16,5%	12,2%	19,3%	18,7%	17,9%
Nettoergebnis	16,5%	12,1%	18,8%	17,8%	17,5%

Quelle: SAP, NATIONAL-BANK AG

SAP: Bilanz- und Kapitalflussdaten

in Mio. EUR	2018	2019	2020	2021e	2022e
Bilanzsumme	51.502	60.212	58.476	61.923	65.308
Anlagevermögen	34.881	44.999	43.392	44.382	45.378
Geschäfts- und Firmenwert	23.736	29.159	27.560	29.489	29.489
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	6.362	7.908	6.593	6.595	6.826
Liquide Mittel	9.075	5.611	6.946	9.246	11.234
Eigenkapital	28.877	30.822	29.925	32.869	35.707
Verzinsliches Fremdkapital	11.678	16.196	15.954	15.792	15.792
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	1.491	1.581	1.213	1.374	1.422
Summe Fremdkapital	22.625	29.390	28.551	29.054	29.602
Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit	4.303	3.496	7.193	7.481	7.159
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-3.066	-7.021	-2.986	-2.830	-2.929
Free Cashflow	1.237	-3.525	4.207	4.651	4.230
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	3.283	102	-3.997	-2.349	-2.242
Summe der Cashflows	4.520	-3.423	210	2.301	1.988

Quelle: SAP, NATIONAL-BANK AG

SAP: Wichtige Kennzahlen

	2018	2019	2020	2021e	2022e
EV / Umsatz	4,7	5,1	5,4	5,6	5,4
EV / EBITDA	16,4	22,1	17,6	23,6	18,6
EV / EBIT	20,3	31,4	22,4	33,1	24,4
KGV	27,7	39,1	27,1	28,6	28,1
KBV	3,9	4,2	4,7	4,3	3,9
KCV	26,2	37,1	19,4	18,7	19,5
KUV	4,6	4,7	5,1	5,3	5,1
Dividendenrendite	1,6%	1,5%	1,6%	1,6%	1,7%
Eigenkapitalrendite (ROE)	14,1%	10,8%	17,2%	14,9%	13,9%
ROCE	14,3%	8,7%	13,6%	9,3%	12,3%
ROI	7,9%	5,5%	8,8%	7,9%	7,6%
Eigenkapitalquote	56,1%	51,2%	51,2%	53,1%	54,7%
Anlagendeckungsgrad	82,8%	68,5%	69,0%	74,1%	78,7%
Anlagenintensität	67,7%	74,7%	74,2%	71,7%	69,5%
Vorräte / Umsatz	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Forderungen / Umsatz	25,7%	28,7%	24,1%	24,0%	24,0%
Working Capital-Quote	19,7%	23,0%	19,7%	19,0%	19,0%
Nettofinanzverschuldung (in Mio. EUR)	2.603	10.585	9.008	6.545	4.558
Nettofinanzverschuldung / EBITDA	0,4	1,7	1,1	1,0	0,6
Capex / Umsatz	12,4%	25,5%	10,9%	10,3%	10,3%
Capex / Abschreibungen	225,1%	375,1%	163,1%	153,8%	151,5%
Free Cashflow / Umsatz	5,0%	-12,8%	15,4%	16,9%	14,9%
Free Cash Flow / Aktie (EUR)	1,04	-2,95	3,56	3,94	3,58
Nettofinanzverschuldung / Aktie (EUR)	2,18	8,87	7,62	5,55	3,86
Cash / Aktie (EUR)	7,60	4,70	5,88	7,84	9,52
Buchwert / Aktie (EUR)	24,19	25,81	25,32	27,86	30,26

Quelle: SAP, 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

sowie eine Übersicht der Empfehlungen unter

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.