

Marktdaten im Überblick	2
Unternehmenskommentare	3
Banco Santander.....	3
Barclays	5
Danone	7
Enel	9
Klöckner & Co.....	11
Microsoft.....	12
Volkswagen Vz	18
Rechtliche Hinweise	24



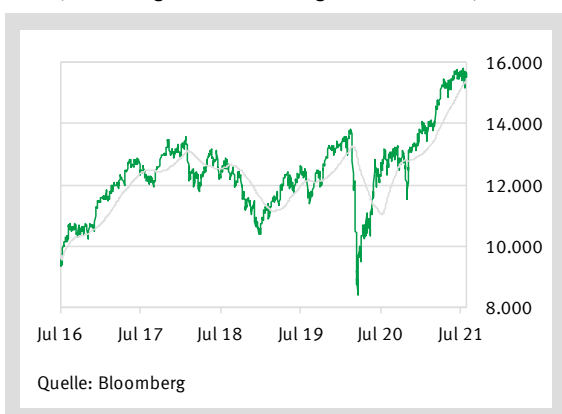
Marktdaten im Überblick

	29.07.2021	28.07.2021	Änderung
Deutschland			
DAX	15.640	15.570	0,5%
MDAX	35.273	35.201	0,2%
TecDAX	3.680	3.662	0,5%
Bund-Future	176,44	176,41	0,0%
10J Bund in %	-0,4500	-0,4500	0,0000 PP
3M Zins in %	-0,6640	-0,6550	-0,0090 PP
Europa			
EuroStoxx 50	4.117	4.103	0,3%
FTSE 100	7.078	7.017	0,9%
SMI	12.087	12.073	0,1%
Welt			
DOW JONES	35.085	34.931	0,4%
S&P 500	4.419	4.401	0,4%
NASDAQ COMPOSITE	14.778	14.763	0,1%
NIKKEI 225	27.782	27.582	0,7%
TOPIX	1.927	1.920	0,4%
Rohstoffe / Devisen			
EUR in USD	1,1887	1,1845	0,4%
Gold (USD je Feinunze)	1.829,30	1.796,60	1,8%
Brent-Öl (USD je Barrel)	76,05	74,74	1,8%

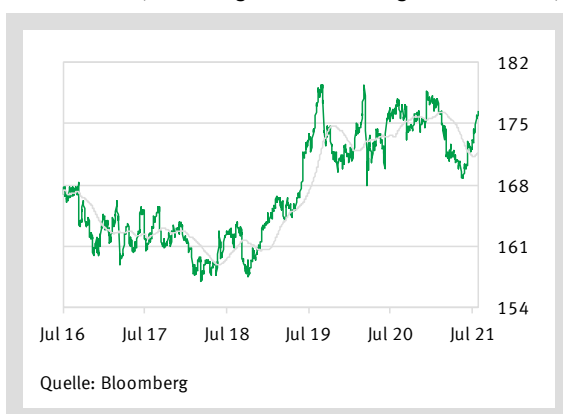
Quelle: Bloomberg

PP: Prozentpunkte

DAX (Kurs und gleitender 90 Tage-Durchschnitt)



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



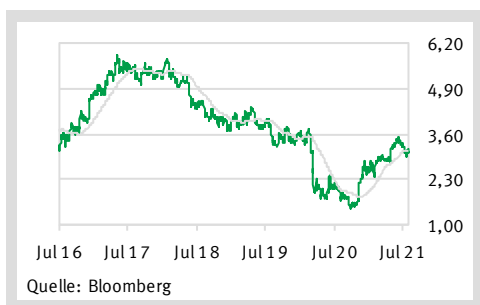
Unternehmenskommentare

Banco Santander

Kaufen (Halten)

Kurs am 29.07.21 um 17:35 h	3,14 EUR
Erstellung abgeschlossen	30.07.2021/ 11:30h
Erstmals weitergegeben	30.07.2021/ 13:00h
Kursziel	4,00 EUR
Marktkapitalisierung	54,41Mrd. EUR
Branche	Banken
Land	Spanien
WKN	858872
Reuters	SAN.MC

Kennzahlen	12/20	12/21e	12/22e
Ergebnis je Aktie (EUR)	-0,54	0,41	0,45
Kurs/Gewinn	neg.	7,7	6,9
Dividende je Aktie (EUR)	0,03	0,16	0,20
Div.-Rendite	1,1%	5,1%	6,4%
Kurs/Umsatz	1,0	1,2	1,2
Kurs/Op. Ergebnis	neg.	4,0	3,7
Cost/Income	47,7%	46,5%	46,0%
Kurs/Buchwert	0,5	0,6	0,6



Performance	3 M	6 M	12 M
Absolut	-2,4%	31,1%	74,9%
Relativ z. EuroStoxx 50	-6,0%	12,8%	46,6%

Erstempfehlung 05.05.2014

Historie der Umstufungen (12 Monate):

30.07.2021 Von Halten auf Kaufen

Anlass

Zahlen für das zweite Quartal 2021 / Heraufstufung der Aktie

Einschätzung

Das Zahlenwerk des zweiten Quartals (Q2) 2021 fiel besser als erwartet aus. Grund dafür waren eine besser als erwartete Ertragsstruktur sowie eine niedriger als erwartete Kreditrisikovorsorge. Bei regionaler Betrachtung wird eine teilweise deutliche Ergebnisverbesserung in allen Bereichen sichtbar. Bei Segmentbetrachtung zeigte sich, dass mit Ausnahme von PagoNxt alle Segmente eine teilweise deutliche Ergebnisverbesserung aufwiesen. Die Bilanzkennzahlen (per 30.06.2021) lagen u.E. auf einem soliden Niveau. Im Rahmen der Zahlenveröffentlichung hat die Bank bekannt gegeben, dass erwartet wird, die Guidance 2021 zu übertreffen. Trotz des guten Quartalergebnisses reagierte die Aktie mit einem Rückgang von 3% was sich u.E. auf die schlechter als erwartete Kernkapitalquote zurückführen lässt. Wir erhöhen unsere Prognosen (EpS 2021e: 0,41 (alt: 0,32) Euro; DpS 2021e: 0,16 (alt: 0,12) Euro; EpS 2022e: 0,45 (alt: 0,38) Euro; DpS 2022e: 0,20 (alt: 0,16) Euro). Bei einem von uns erwarteten Gesamtertrag (12 Monate) von über 10% lautet unser Votum für die Banco Santander-Aktie nun neu Kaufen (alt: Halten (Kursziel: 4,00 (alt: 3,40) Euro (mod. Gordon-Growth-Modell; Prognoseerhöhung; höheres Beta))).

Jan Lennertz (Analyst)

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none">- relativ hohe Ergebnisdiversifikation durch die Fokussierung auf das (internationale) Retail Banking- sehr gute Kostenstruktur (u.a. unterdurchschnittliche Cost/Income-Ratio)- starke Marktposition in den lateinamerikanischen Wachstumsmärkten- antizyklische Akquisitionsstrategie (Brasilien)	<ul style="list-style-type: none">- hohe Abhängigkeit vom Zinsgeschäft- hohes Volumen an Konsumentenkrediten im spanischen Heimatmarkt ausstehend- vergleichsweise hohes Exposure in Regionen mit konjunktureller Abschwächung (u.a. Vereinigtes Königreich)
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none">- Wachstumspotenzial in Lateinamerika (u.a. hohes Bevölkerungswachstum)- abnehmende europäische Länderrisiken (Fortschritte bei Haushaltskonsolidierungen)- Strategieupdate	<ul style="list-style-type: none">- Einführung einer neuen Bankensteuer in Spanien- Niedrigzins- Corona-Pandemie hat Auswirkungen auf die Banktätigkeiten von Kunden (Kredite, etc.)

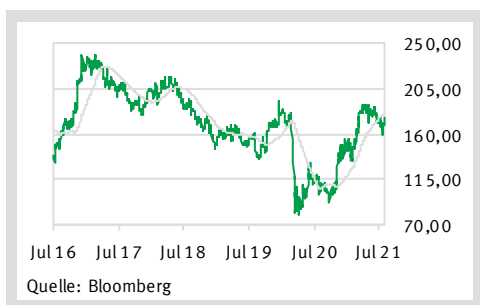
Quelle: NATIONAL-BANK AG

Barclays

Kaufen (Halten)

Kurs am 29.07.21 um 17:35 h	176,22 GBp
Erstellung abgeschlossen	30.07.2021/ 11:30h
Erstmals weitergegeben	30.07.2021/ 13:00h
Kursziel	200,00 GBp
Marktkapitalisierung	30,81Mrd. GBP
Branche	Banken
Land	Großbritannien
WKN	850403
Reuters	BARC.L

Kennzahlen	12/20	12/21e	12/22e
Ergebnis je Aktie (GBp)	8,82	26,61	23,85
Kurs/Gewinn	16,6	6,6	7,4
Dividende je Aktie (GBp)	1,00	5,00	7,00
Div.-Rendite	0,7%	2,8%	4,0%
Kurs/Umsatz	1,2	1,4	1,4
Kurs/Op. Ergebnis	8,4	4,3	4,7
Cost/Income	63,1%	59,0%	59,0%
Kurs/Buchwert	0,5	0,5	0,5



Performance	3 M	6 M	12 M
Absolut	0,4%	32,0%	74,9%
Relativ z. FTSE 100	-1,1%	21,5%	56,7%

Erstempfehlung 15.05.2014

Historie der Umstufungen (12 Monate):

30.07.2021	Von Halten auf Kaufen
03.11.2020	Von Verkaufen auf Halten

Anlass

Zahlen für das zweite Quartal 2021 / Heraufstufung der Aktie

Einschätzung

Das Zahlenwerk des zweiten Quartals (Q2) 2021 fiel ergebnisseitig besser als erwartet aus. Ursächlich dafür war die unerwartete Auflösung von Kreditrisikovorsorge. Auf Segmentebene konnte eine teilweise deutliche Ergebnisverbesserung in allen Bereichen verzeichnet werden. Die Bilanzkennzahlen (per 30.06.2021) lagen u.E. auf einem soliden Niveau. Im Rahmen der Zahlenbekanntgabe gab die Bank bekannt, dass für das laufende Jahr eine Eigenkapitalrendite von über 10% sowie eine harte Kernkapitalquote über dem Mittelfristziel erwartet werden. Unter Berücksichtigung der Zahlen des ersten Halbjahres halten wir die Guidance für realistisch. Am Tag der Veröffentlichung des Zahlenwerks reagierte die Aktie mit einem Anstieg um rund 2,0%. Wir erhöhen teilweise unsere Prognosen (u.a. EpS 2021e: 26,61 (alt: 19,72) GBp; DpS: unverändert 5,00 GBp; EpS 2021e: 23,85 (alt: 23,07) GBp; DpS: unverändert 7,00 GBp). Bei einem von uns erwarteten Gesamtertrag (12 Monate) von über 10% lautet unser Votum für die Barclays-Aktie nun neu Kaufen (alt: Halten (Kursziel: 200,00 (alt: 180,00) GBp (mod. Gordon-Growth-Modell; Prognoseanpassung; höheres Beta))).

Jan Lennertz (Analyst)

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> - Kapitalquoten liegen auf gutem Niveau - vergleichsweise gute Marktposition der Investment Bank - positive Kosteneffekte - hoher Ergebnisanteil aus dem Privat- und Firmenkundengeschäft 	<ul style="list-style-type: none"> - hohe Sondereffekte (u.a. UK-Bankenabgabe, Rückstellungen für Rechtsstreitigkeiten, Restrukturierungsaufwendungen) belasten unverändert das Ergebnis - zuletzt verhaltene Erlösentwicklung - höhere Kosten auf Grund des „Ring-Fencing“
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> - höhere Volatilität an den Finanzmärkten - Branchenkonsolidierung - Aktienrückkäufe 	<ul style="list-style-type: none"> - deutliche Divergenzen bei weltweiten Regulierungsstandards - anhaltend niedriges Zinsniveau beeinträchtigt Zinsergebnis - aktivistischer Investor Sherborne fordert radikaleren Umbau der Bank - Auswirkungen durch den Brexit (evtl. Verlust des „barrierefreien“ Marktzugangs zur EU) - Eintrübung der Konjunktur in Großbritannien - Auswirkungen durch die Corona-Pandemie

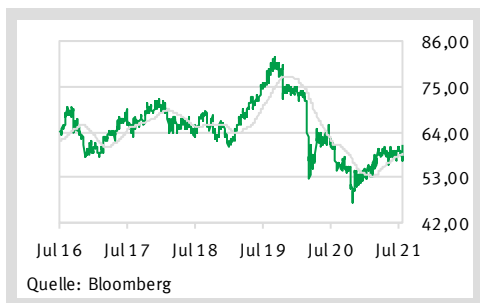
Quelle: NATIONAL-BANK AG

Danone

Kaufen (Kaufen)

Kurs am 29.07.21 um 17:39 h	60,86 EUR
Erstellung abgeschlossen	30.07.2021/ 11:30h
Erstmals weitergegeben	30.07.2021/ 13:00h
Kursziel	68,00 EUR
Marktkapitalisierung	41,85 Mrd. EUR
Branche	Nahrungsmittel / Getränke / Tabak
Land	Frankreich
WKN	851194
Reuters	DANO.PA

Kennzahlen	12/20	12/21e	12/22e
Ergebnis je Aktie (EUR)	2,99	3,18	3,34
Kurs/Gewinn	20,0	19,2	18,2
Dividende je Aktie (EUR)	1,94	1,94	2,10
Div.-Rendite	3,2%	3,2%	3,5%
Kurs/Umsatz	1,7	1,8	1,7
Kurs/Op. Ergebnis	14,0	13,0	12,5
Kurs/Cashflow	13,2	11,9	10,9
Kurs/Buchwert	2,4	2,4	2,3



Performance	3 M	6 M	12 M
Absolut	3,8%	10,7%	6,7%
Relativ z. EuroStoxx 50	0,2%	-7,5%	-21,6%

Erstempfehlung 28.03.2014

Historie der Umstufungen (12 Monate):

31.07.2020 Von Halten auf Kaufen

Anlass

Zahlen für das erste Halbjahr 2021

Einschätzung

Die Umsatzzahlen für das zweite Quartal (Q2) 2021 (berichtet: +3,6% y/y auf 6,17 Mrd. Euro) und die Ergebniskennzahlen für das erste Halbjahr (H1) 2021 (u.a. bereinigtes operatives Ergebnis: -8,9% y/y auf 1,55 Mrd. Euro) lagen überwiegend im Rahmen unserer Erwartungen sowie des Marktkonsens. Positiv überrascht hat das Umsatzwachstum (vergleichbare Basis (lfl.): +6,6% y/y). Der Ausblick für 2021 wurde bestätigt (bereinigte operative Marge im Großen und Ganzen auf dem Vorjahresniveau (14,0%)), was wir angesichts der von Danone erwarteten Beschleunigung der Inflation (u.a. bei Milch, Zutaten) positiv werten. Wir halten ihn für erreichbar. Zudem hat Danone erstmals ein konkretes Volumen (800 Mio. Euro in H2 2021) für das im Februar angekündigte Aktienrückkaufprogramm genannt. Das Zahlenwerk zeigt u.E., dass Danone die Kosten gut im Griff hat und sich auf eine robuste Entwicklung des Segments EDP verlassen kann. Dies sollte die Gewinne absichern bis der neue CEO de Saint-Affrique Mitte September sein Amt antritt und dann die Pläne für die zukünftige Strategie präsentieren wird. Wir heben unsere Prognosen für 2021e (u.a. EpS berichtet: 3,18 (alt: 2,90) Euro; EpS bereinigt: 3,31 (alt: 3,24 Euro)) und 2022e (u.a. EpS berichtet: 3,34 (alt: 3,27) Euro; EpS bereinigt: 3,68 (alt: 3,61) Euro) an. Auf Basis unseres DCF-Modells (angehobene Prognosen versus höheres Beta) haben wir ein unverändertes Kursziel von 68,00 Euro für die Danone-Aktie ermittelt und votieren bei einem Gesamtertrag (12 Monate) von über 10% weiterhin mit Kaufen.

Lars Lusebrink (Analyst)

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> - defensiver Charakter der Geschäftsaktivitäten - dominante Marktstellung bei Milchprodukten - solide Bilanzstruktur - bekannte Marken - niedrige Bewertung - hohe Profitabilität des Segments Specialized Nutrition 	<ul style="list-style-type: none"> - im Branchenvergleich geringe regionale Diversifizierung - schwache Topline-Entwicklung Specialized Nutrition - im Branchenvergleich noch unterdurchschnittliche Profitabilität
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> - Ausbau der Position in Wachstumsmärkten (v.a. China) - steigende Bedeutung von gesunden Nahrungsmitteln - Ausbau des Segments Specialized Nutrition - deutliche Fortschritte bei der Verbesserung der Profitabilität - Verkauf von Geschäftseinheiten - umfassende Änderung der Organisationsstruktur 	<ul style="list-style-type: none"> - stark schwankende Wechselkurse (u.a. Argentinischer Peso, Brasilianischer Real, Türkische Lira) - schwieriges Marktumfeld für Babynahrung in China - schwaches Konsumumfeld in der GUS und Nordamerika bei Molkereiprodukten

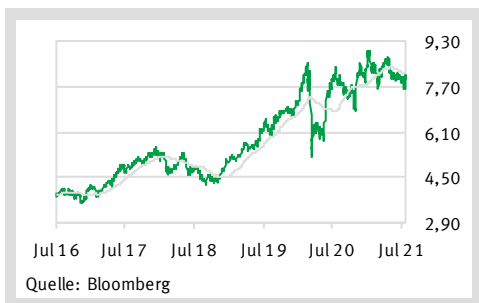
Quelle: NATIONAL-BANK AG

Enel

Kaufen (Kaufen)

Kurs am 29.07.21 um 17:41h	8,02 EUR
Erstellung abgeschlossen	30.07.2021/ 11:30h
Erstmals weitergegeben	30.07.2021/ 13:00h
Kursziel	8,60 EUR
Marktkapitalisierung	81,47 Mrd. EUR
Branche	Versorger
Land	Italien
WKN	928624
Reuters	ENEL.MI

Kennzahlen	12/20	12/21e	12/22e
Ergebnis je Aktie (EUR)	0,26	0,49	0,57
Kurs/Gewinn	28,9	16,5	14,1
Dividende je Aktie (EUR)	0,358	0,380	0,400
Div.-Rendite	4,8%	4,7%	5,0%
Kurs/Umsatz	1,2	1,1	1,1
Kurs/Op. Ergebnis	9,0	7,6	6,6
Kurs/Cashflow	6,6	6,7	5,8
Kurs/Buchwert	1,8	1,8	1,7



Performance	3 M	6 M	12 M
Absolut	-3,0%	-2,1%	3,6%
Relativ z. EuroStoxx 50	-6,6%	-20,4%	-24,7%

Erstempfehlung 09.05.2014

Historie der Umstufungen (12 Monate):

25.11.2020 Von Halten auf Kaufen

Anlass

Zahlen für das zweite Quartal 2021

Einschätzung

Das bereinigte/operative Zahlenwerk für das zweite Quartal (Q2) 2021 bewegte sich im Großen und Ganzen im Rahmen der Erwartungen. Der Energieversorger konnte beim operativen EBITDA im Gegensatz zum Auftaktquartal wieder einen Anstieg (y/y) ausweisen (aber Q1-Q2 wegen Q1 Rückgang). Der Ausblick für das Geschäftsjahr 2021, der auf dem Kapitalmarkttag im November 2020 (Zeitraum 2021-2023) bekanntgegeben worden waren, wurde erneut wiederholt. Zu den bisherigen Zielen für die beiden Folgejahre hat sich Enel im Rahmen des Q2-Berichts nicht explizit geäußert. Das Geschäftsmodell ist u.E. strukturell und regional ausgewogen. Wir sind von der Strategie nach wie vor überzeugt (sollte u.E. zu kontinuierlichen Ergebnis- und Dividendensteigerungen führen). Die Trends in der Energiewelt sind u.E. per Saldo (steigender Bedarf an Erneuerbaren Energien und Netzen vs. sinkender Bedarf an konventioneller Stromerzeugung) positiv für den Enel-Konzern. Unsere Prognosen haben wir teilweise gesenkt (u.a. berichtetes EpS 2021e: 0,49 (alt: 0,53) Euro; bereinigtes/operatives EpS 2022e: 0,58 (alt: 0,59) Euro). In Erwartung eines Gesamtertrags (12 Monate) von >10% lautet unser Votum für die Enel-Aktie nach wie vor Kaufen (Kursziel: 8,60 (alt: 8,70) Euro (Discounted-Cashflow-Modell; Prognoseanpassung)).

Sven Diermeier (Senior Analyst)

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> - starke Position auf dem Strommarkt in Italien und Spanien - starker Ausblick bis 2023 (im Branchenvergleich überdurchschnittliches Gewinn- und Dividendenwachstum) - hoher Anteil an regulierten Aktivitäten - unterdurchschnittlich konjunkturabhängig - attraktive Ausschüttungspolitik - im Branchenvergleich (unser Coverage-Universum) überdurchschnittliche ESG-Ratings 	<ul style="list-style-type: none"> - hoher Goodwill in der Bilanz im Vergleich zum Eigenkapital - freie Cashflow deckt die Dividendenausschüttung nicht vollständig - hoher Einfluss des italienischen Staates
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> - Wachstumsinvestitionen - Effizienzsteigerungsprogramm - „grüne“ EU-Wachstumspakete 	<ul style="list-style-type: none"> - teilweise hohe Wettbewerbsintensität - regulatorische Veränderungen können erheblichen Einfluss auf die Ertragslage des Konzerns haben - weitere Wertberichtigungen - Länderrisiken, insbesondere Italien, Spanien, Russland und Lateinamerika - Strom- und Gasabsatz ist witterungsabhängig - Wechselkursabhängigkeit - steigende Marktzinsen mindern Attraktivität der Dividende

Quelle: NATIONAL-BANK AG

Klöckner & Co

Halten (Kaufen)

Kurs am 29.07.21 um 17:35h 12,61EUR

Erstellung abgeschlossen 30.07.2021/ 11:30h

Erstmals weitergegeben 30.07.2021/ 13:00h

Kursziel 13,50 EUR

Marktkapitalisierung 1,26 Mrd. EUR

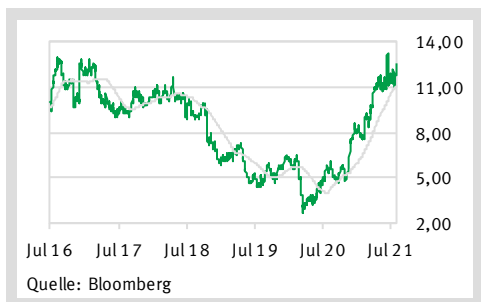
Branche Rohstoffe

Land Deutschland

WKN KCO100

Reuters KCOGn.DE

Kennzahlen	12/20	12/21e	12/22e
Ergebnis je Aktie (EUR)	-1,16	3,93	0,97
Kurs/Gewinn	neg.	3,2	13,0
Dividende je Aktie (EUR)	0,00	0,25	0,25
Div.-Rendite	0,0%	2,0%	2,0%
Kurs/Umsatz	0,1	0,2	0,2
Kurs/Op. Ergebnis	neg.	2,1	7,6
Kurs/Cashflow	3,2	20,8	3,7
Kurs/Buchwert	0,5	0,9	0,8



Performance	3M	6M	12M
Absolut	11,7%	66,7%	137,5%
Relativ z. SDAX	10,4%	59,3%	97,9%

Erstempfehlung 08.07.2009

Historie der Umstufungen (12 Monate):

30.07.2021	Von Kaufen auf Halten
09.06.2021	Von Halten auf Kaufen

Anlass

Eckdaten für das zweite Quartal 2021 / Guidance für das dritte Quartal 2021 und Gesamtjahr 2021 / Herabstufung der Aktie

Einschätzung

KlöCo hat nach vorläufigen Daten im ersten Halbjahr (H1) 2021 ein bereinigtes EBITDA (zentrale Ergebnissteuerungskenngröße des Unternehmens) von 401 (Vj.: 32) Mio. Euro erzielt. Damit beläuft sich das bereinigte EBITDA nach unseren Berechnungen im zweiten Quartal (Q2) 2021 auf 271 (Vj.: 11; Q1 2021: 130; unsere Prognose: 275) Mio. Euro. Die Anfang Juni erhöhte Q2-Guidance hatte sich auf 260 bis 290 (ursprünglich: 130 bis 160) Mio. Euro belaufen. Zudem gab der Stahlhändler nun einen Ergebnisausblick für das laufende Q3 (bereinigtes EBITDA: 200-230 (unsere bisherige Prognose: 50) Mio. Euro) sowie das Gesamtjahr (bereinigtes EBITDA: 650 bis 700 (Gj. 2020: 111; unsere bisherige Prognose: 505) Mio. Euro) ab. Dies stellt den höchsten EBITDA-Wert seit dem Börsengang (in 2006) dar (bisheriges Rekord-EBITDA: 600 Mio. Euro (2008)). Allerdings impliziert die Gesamtjahres-Zielsetzung auch ein deutlich schwächeres Q4 (stark nachlassende Preiseffekte) im Vergleich zu den Vorquartalen. Aus der Strategie-Evolution „Klöckner & Co 2025“ leitet das Unternehmen u.E. ein erfreuliches Ergebnisziel ab (bis 2025 mehr als Verdoppelung des EBITDA gegenüber dem Vorkrisenniveaus (jeweils preisbereinigt)). Wir haben unsere Prognosen nochmals teilweise erhöht (u.a. EpS 2021e: 3,93 (alt: 2,74) Euro; aber EpS 2022e: unverändert 0,97 Euro). Wir rechnen demnach nach wie vor für 2022 mit einem deutlichen Ergebnismrückgang. In Erwartung eines positiven Gesamtertrags von nun knapp <10% (bisher: >10%) lautet unser Votum für die KlöCo-Aktie neu Halten (alt: Kaufen; Kursziel: 13,50 (alt: 12,90) Euro (Discounted-Cashflow-Modell; Prognoseerhöhung vs. höherer WACC)).

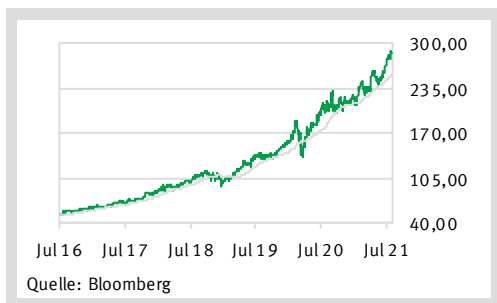
Sven Diermeier (Senior Analyst)

Microsoft

Halten (Halten)

Kurs am 29.07.21 um 21:59 h	286,50 USD
Erstellung abgeschlossen	30.07.2021/ 11:30h
Erstmals weitergegeben	30.07.2021/ 13:00h
Kursziel	310,00 USD
Marktkapitalisierung	2.156,49 Mrd. USD
Branche	Technologie
Land	USA
WKN	870747
Reuters	MSFT.O

Kennzahlen	06/21(e)	06/22e	06/23e
Ergebnis je Aktie (USD)	8,05	8,81	10,08
Kurs/Gewinn	28,3	32,5	28,4
Dividende je Aktie (USD)	2,24	2,40	2,48
Div.-Rendite	1,0%	0,8%	0,9%
Kurs/Umsatz	10,3	11,2	10,0
Kurs/Op. Ergebnis	24,8	27,3	24,2
Kurs/Cashflow	22,6	27,0	23,6
Kurs/Buchwert	12,2	12,6	10,2



Performance	3 M	6 M	12 M
Absolut	13,6%	23,5%	40,5%
Relativ z. DJ Industrial Avg	10,0%	6,5%	7,2%

Erstempfehlung 21.12.2011

Historie der Umstufungen (12 Monate):

Anlass

Zahlen für das vierte Quartal 2020/21

Einschätzung

Nach wie vor kann Microsoft von der Corona-Krise und der u.a. damit einhergehenden zunehmenden Nutzung von Cloud-Produkten sowie Homeoffice profitieren. Zudem konnten erneut sowohl umsatz- als auch ergebnisseitig die Erwartungen und die eigenen Unternehmenszielsetzungen deutlich übertroffen werden. Der Umsatz stieg demnach im vierten Quartal (Q4) 2020/21 (30.06.; untestiert) erneut unerwartet deutlich um 21,3% (währungsbereinigt (wb.): +17% y/y) auf 46,15 (Vj.: 38,03; unsere Prognose: 44,60; Marktkonsens: 44,26) Mrd. USD. Beim Nettogewinn wurde ein Anstieg um 46,9% auf 16,46 (Vj.: 11,20; unsere Prognose: 14,56; Marktkonsens: 14,57) Mrd. USD verzeichnet, womit das 21. Quartal in Folge die Gewinnerwartungen übertroffen werden konnten. Beim Ausblick für das laufende Quartal lag der Konzern ebenfalls über den Erwartungen. Wir haben unsere Prognosen für 2021/22e angehoben (u.a. EpS: 8,81 (alt: 8,30) USD). Für 2022/23e prognostizieren wir erstmals ein EpS von 10,08 USD sowie eine Dividende von 2,48 USD je Aktie. In Erwartung eines positiven Gesamtertrags (12 Monate; unsere Dividendenerwartung: 2,40 USD je Aktie) von <10% bestätigen wir unser Halten-Votum für die Microsoft-Aktie (Kursziel: 310,00 (alt: 270,00) USD (Discounted Cashflow-Modell; neues Startjahr 2021/22 (bisher: 2020/21))).

Markus Jost (Analyst)

Highlights

- Umsatz- und ergebnisseitig lagen die Zahlen für das Q4 2020/21 erneut durchweg deutlich über den Erwartungen.
- Beim Ausblick für das laufende Quartal lag Microsoft über den Erwartungen.

Geschäftsentwicklung

Der Umsatz stieg in Q4 2020/21 unerwartet deutlich um 21,3% (währungsbereinigt (wb.): +17% y/y) auf 46,15 (Vj.: 38,03; unsere Prognose: 44,60; Marktkonsens: 44,26) Mrd. USD. Die wesentlichen Impulse kamen dabei erneut aus dem Cloud-Geschäft (Intelligent Cloud: +29,9% y/y auf 17,38 Mrd. USD; hiervon Azure: +51% y/y). Sowohl hier als auch in der Sparte Productivity and Business Processes (+25,0% y/y auf 14,69 Mrd. USD) hat sich die Wachstumsdynamik im Vergleich zu den beiden Vorquartalen beschleunigt. Die Wachstumsdynamik in der Sparte More Personal Computing (+9,1% y/y auf 14,09 Mrd. USD; Windows: -3% y/y) hat sich im Vergleich zu den beiden Vorquartalen (Q2: +14,5% y/y; Q3: +18,5% y/y) hingegen abgeschwächt. Nichtsdestotrotz wurden alle Unternehmenszielsetzungen für die einzelnen Sparten übertroffen. Im Geschäftsjahr 2020/21 stieg der Konzernumsatz dank prozentual zweistelliger Wachstumsraten in allen drei Segmenten um 17,5% auf 168,09 (Vj.: 143,02) Mrd. USD.

Microsoft	Umsatz (in Mio. USD)		Veränderung	Umsatz (in Mio. USD)		Veränderung
	Q4 2019/20	Q4 2020/21	gg. Vj.	Gj. 2019/20	Gj. 2020/21	gg. Vj.
Productivity and Business Processes	11.752	14.691	25,0%	46.398	53.915	16,2%
Intelligent Cloud	13.371	17.375	29,9%	48.366	60.080	24,2%
More Personal Computing	12.910	14.086	9,1%	48.251	54.093	12,1%
Konzern	38.033	46.152	21,3%	143.015	168.088	17,5%

Quelle: Microsoft, NATIONAL-BANK AG

Auch die Ergebnisentwicklung fiel in Q4 2020/21 u.E. erneut erfreulich aus. Microsoft konnte hier nun sogar das 21. Quartal in Folge die Gewinnerwartungen übertreffen. Das operative Ergebnis erhöhte sich demnach deutlich stärker als erwartet um 42,4% auf 19,10 (Vj.: 13,41; unsere Prognose: 17,39; Marktkonsens: 17,32) Mrd. USD. Beim Nettogewinn wurde ein Anstieg um 46,9% auf 16,46 (Vj.: 11,20; unsere Prognose: 14,56; Marktkonsens: 14,57) Mrd. USD verzeichnet, womit auch hier die Erwartungen deutlich übertroffen werden konnten. In 2020/21 stieg der Nettogewinn um 38,4% auf 61,27 (Vj.: 44,28) Mrd. USD.

Microsoft	Op. Ergebnis (in Mio. USD)		Veränderung	Op. Ergebnis (in Mio. USD)		Veränderung
	Q4 2019/20	Q4 2020/21	gg. Vj.	Gj. 2019/20	Gj. 2020/21	gg. Vj.
Productivity and Business Processes	3.972	6.435	62,0%	18.724	24.351	30,1%
Intelligent Cloud	5.344	7.787	45,7%	18.324	26.126	42,6%
More Personal Computing	4.091	4.873	19,1%	15.911	19.439	22,2%
Konzern	13.407	19.095	42,4%	52.959	69.916	32,0%
Operative Margin	35,3%	41,4%	6,1 PP	37,0%	41,6%	4,6 PP

Quelle: Microsoft, NATIONAL-BANK AG

PP: Prozentpunkte

Perspektiven

Beim Ausblick für das laufende Quartal (Q1 2021/22 (30.09.)) rechnet Microsoft für das Segment Productivity and Business Processes mit einem Umsatzzanstieg von rund 18%-20% y/y. Im Bereich Intelligent Cloud soll der Umsatzzanstieg sogar etwa 26%-28% y/y betragen, während die Erlöse im Segment More Personal Computing um 5%-8% y/y steigen sollen. Die Wachstumsraten wären somit in ähnlicher Höhe wie in Q4. In der Mitte der addierten Zielspannen (43,75 Mrd. USD) liegt der Ausblick von Microsoft für den Konzernumsatz über der Markterwartung von 42,68 Mrd. USD. Hinsichtlich des operativen Ergebnisses (etwa 18,5 Mrd. USD (den Wert haben wir aus der Umsatzzielsetzung abzüglich der von Microsoft für das laufende Quartal erwarteten Kosten errechnet, da der Konzern nur Zielspannen für Herstellungskosten, sonstige Einnahmen/Ausgaben sowie operative Ausgaben angibt) lag Microsoft ebenfalls über der Markterwartung von 17,69 Mrd. USD.

Wir haben unsere Prognosen für 2021/22e angehoben (u.a. EpS: 8,81 (alt: 8,30) USD). Für 2022/23e prognostizieren wir erstmals ein EpS von 10,08 USD sowie eine Dividende von 2,48 USD je Aktie. In Erwartung eines positiven Gesamtertrags (12 Monate; unsere Dividendenerwartung: 2,40 USD je Aktie) von <10% bestätigen wir unser Halten-Votum für die Microsoft-Aktie (Kursziel: 310,00 (alt: 270,00) USD (Discounted Cashflow-Modell; neues Startjahr 2021/22 (bisher: 2020/21))). Microsoft kann dank der Cloud-Angebote und der dominierenden Marktstellung von der aktuellen Krise so stark wie nur wenige Unternehmen profitieren.

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> - Weltmarktführer bei Standardsoftware (Office-Anwendungen; PC-Betriebssysteme) - überzeugendes Cloud-Geschäft dank erfolgreichem Konzernumbau - erfolgreicher Wandel in der Unternehmenskultur - Diversifikationsstrategie sowohl hinsichtlich der Produkte und Dienstleistungen als auch der globalen Präsenz 	<ul style="list-style-type: none"> - Margenbelastungen durch Cloud- und Hardwaregeschäft - nach wie vor ist Microsoft abhängig von Windows und Office
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> - neue Dienste rund um Cloud-Computing und Künstliche Intelligenz - starkes Wachstum beim mobilen Datenvolumen und die zunehmende Bedeutung des Internets führen zu langfristig hohen Wachstumsraten im Server- und Cloud-Geschäft - zahlreiche Partnerschaften 	<ul style="list-style-type: none"> - hohe Markterwartungen und hohes Bewertungsniveau der Aktie bergen sehr viel Enttäuschungspotenzial - überteuerte Übernahmen (Nokia Mobilfunksparte (mit hohen Verlusten verkauft); Mojang; LinkedIn; GitHub) - wettbewerbsintensives Cloud-Geschäft (stärkste Wettbewerber: Amazon Web Services und Alphabet) - Währungsbelastungen - Verpassen wichtiger Trends im IT-Markt - Nachhaltigkeit der derzeit guten Entwicklung des Windows-Geschäfts fraglich

Quelle: NATIONAL-BANK AG

Microsoft: Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. USD (außer Ergebnis je Aktie und Dividende je Aktie)	2018/19	2019/20	2020/21(e)	2021/22e	2022/23e
Umsatz	125.843	143.015	168.088	192.000	215.040
Rohertrag/Bruttoergebnis	82.933	96.937	115.856	132.480	148.378
EBITDA	54.641	65.755	81.602	94.241	106.445
Abschreibungen	-11.682	-12.796	-11.686	-15.360	-17.203
EBIT	42.959	52.959	69.916	78.881	89.242
Finanzergebnis	729	77	1.186	800	500
EBT	43.688	53.036	71.102	79.681	89.742
Steuern	-4.448	-8.755	-9.831	-13.156	-14.807
Ergebnis nach Steuern	39.240	44.281	61.271	66.524	74.934
Minderheitenanteile	0	0	0	0	0
Nettoergebnis	39.240	44.281	61.271	66.524	74.934
Anzahl Aktien (Mio. St.)	7.753	7.683	7.608	7.547	7.434
Ergebnis je Aktie	5,06	5,76	8,05	8,81	10,08
Dividende je Aktie	1,84	2,04	2,24	2,40	2,48
in % vom Umsatz					
Umsatz	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Rohertrag/Bruttoergebnis	65,9%	67,8%	68,9%	69,0%	69,0%
EBITDA	43,4%	46,0%	48,5%	49,1%	49,5%
Abschreibungen	9,3%	8,9%	7,0%	8,0%	8,0%
EBIT	34,1%	37,0%	41,6%	41,1%	41,5%
EBT	34,7%	37,1%	42,3%	41,5%	41,7%
Steuern	3,5%	6,1%	5,8%	6,9%	6,9%
Ergebnis nach Steuern	31,2%	31,0%	36,5%	34,6%	34,8%
Nettoergebnis	31,2%	31,0%	36,5%	34,6%	34,8%

Quelle: Microsoft, NATIONAL-BANK AG

Microsoft: Bilanz- und Kapitalflussdaten

in Mio. USD	2018/19	2019/20	2020/21(e)	2021/22e	2022/23e
Bilanzsumme	286.556	301.311	333.779	365.881	406.044
Anlagevermögen	111.004	119.396	149.373	181.309	210.240
Geschäfts- und Firmenwert	42.026	43.351	49.711	51.202	52.738
Vorräte	2.063	1.895	2.636	2.880	3.226
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	29.524	32.011	38.043	42.240	47.309
Liquide Mittel	133.819	136.527	130.334	126.060	131.877
Eigenkapital	102.330	118.304	141.988	171.470	208.292
Verzinsliches Fremdkapital	72.178	63.327	58.146	58.146	58.146
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	9.382	12.530	15.163	17.280	19.354
Summe Fremdkapital	184.226	183.007	191.791	194.411	197.753
Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit	52.185	60.675	76.740	80.063	90.065
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-36.887	-46.031	-48.486	-47.296	-46.135
Free Cashflow	15.298	14.644	28.254	32.768	43.930
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	-15.773	-12.223	-27.577	-37.042	-38.113
Summe der Cashflows	-475	2.421	677	-4.274	5.817

Quelle: Microsoft, NATIONAL-BANK AG

Microsoft: Wichtige Kennzahlen

	2018/19	2019/20	2020/21(e)	2021/22e	2022/23e
EV / Umsatz	6,5	7,9	9,9	10,9	9,7
EV / EBITDA	14,9	17,3	20,3	22,1	19,6
EV / EBIT	18,9	21,5	23,7	26,4	23,4
KGV	22,3	27,3	28,3	32,5	28,4
KBV	8,6	10,2	12,2	12,6	10,2
KCV	16,8	19,9	22,6	27,0	23,6
KUV	7,0	8,5	10,3	11,2	10,0
Dividendenrendite	1,6%	1,3%	1,0%	0,8%	0,9%
Eigenkapitalrendite (ROE)	38,3%	37,4%	43,2%	38,8%	36,0%
ROCE	32,2%	37,6%	40,0%	37,7%	37,0%
ROI	13,7%	14,7%	18,4%	18,2%	18,5%
Eigenkapitalquote	35,7%	39,3%	42,5%	46,9%	51,3%
Anlagendeckungsgrad	92,2%	99,1%	95,1%	94,6%	99,1%
Anlagenintensität	38,7%	39,6%	44,8%	49,6%	51,8%
Vorräte / Umsatz	1,6%	1,3%	1,6%	1,5%	1,5%
Forderungen / Umsatz	23,5%	22,4%	22,6%	22,0%	22,0%
Working Capital-Quote	17,6%	14,9%	15,2%	14,5%	14,5%
Nettofinanzverschuldung (in Mio. USD)	-61.641	-73.200	-72.188	-67.914	-73.731
Nettofinanzverschuldung / EBITDA	-1,1	-1,1	-0,9	-0,7	-0,7
Capex / Umsatz	11,1%	10,8%	12,3%	11,0%	11,0%
Capex / Abschreibungen	119,2%	120,7%	176,5%	137,5%	137,5%
Free Cashflow / Umsatz	12,2%	10,2%	16,8%	17,1%	20,4%
Free Cash Flow / Aktie (USD)	1,97	1,91	3,71	4,34	5,91
Nettofinanzverschuldung / Aktie (USD)	-7,95	-9,53	-9,49	-9,00	-9,92
Cash / Aktie (USD)	17,26	17,77	17,13	16,70	17,74
Buchwert / Aktie (USD)	13,20	15,40	18,66	22,72	28,02

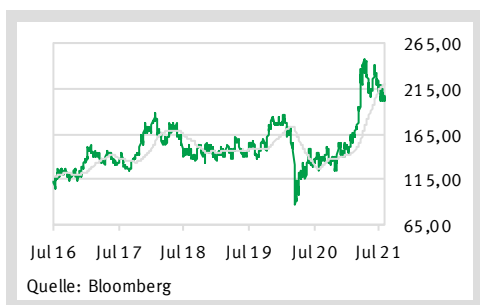
Quelle: Microsoft, NATIONAL-BANK AG

Volkswagen Vz

Kaufen (Kaufen)

Kurs am 29.07.21 um 17:35 h	207,05 EUR
Erstellung abgeschlossen	30.07.2021/ 11:30h
Erstmals weitergegeben	30.07.2021/ 13:00h
Kursziel	252,00 EUR
Marktkapitalisierung	126,21Mrd. EUR
Branche	Automobile / Zulieferer
Land	Deutschland
WKN	766403
Reuters	VOWG_p.DE

Kennzahlen	12/20	12/21e	12/22e
Ergebnis je Aktie (EUR)	16,66	28,47	29,61
Kurs/Gewinn	8,5	7,3	7,0
Dividende je Aktie (EUR)	4,86	7,25	7,75
Div.-Rendite	2,3%	3,5%	3,7%
Kurs/Umsatz	0,3	0,5	0,5
Kurs/Op. Ergebnis	7,6	6,7	6,4
Kurs/Cashflow	2,8	4,3	3,9
Kurs/Buchwert	0,5	0,7	0,7



Performance	3 M	6 M	12 M
Absolut	-4,5%	32,4%	60,3%
Relativ z. DAX30	-6,7%	18,6%	37,3%

Erstempfehlung 16.12.2009

Historie der Umstufungen (12 Monate):

23.03.2021	Von Halten auf Kaufen
01.03.2021	Von Kaufen auf Halten

Anlass

Zahlen für das zweite Quartal 2021

Einschätzung

Der Bericht für das zweite Quartal (Q2) 2021 bestätigte im Großen und Ganzen die Mitte Juli veröffentlichten Eckdaten (berichtetes EBIT, berichteter freier Cashflow des Automobil-Geschäfts). Das EpS (erstmalig veröffentlicht) lag über unserer Prognose. Im Automobil-Geschäft verfügt Volkswagen über eine sehr hohe Nettoliquidität (per 30.06.2021: 35,0 Mrd. Euro). Der Ausblick für das Geschäftsjahr 2021 wurde mehrheitlich angepasst (für Auslieferungen gesenkt, für EBIT-Marge und berichteter freier Cashflow des Automobil-Geschäfts erhöht). Er impliziert ein (deutlich) schwächeres Q3-Q4 (im Vergleich zu Q1-Q2). Wir führen dies auf die vorerst zunehmenden Belastungen durch den Halbleiterengpass sowie die i.d.R. konservative Kommunikation des VW-Managements zurück. Wir haben unsere Prognosen erhöht (u.a. EpS 2021e: 28,47 (alt: 24,76) Euro; EpS 2022e: 29,61 (alt: 28,98) Euro). Wir sehen die von Volkswagen verfolgte Strategie „New Auto“ (Entwicklung zum softwaregetriebenen Mobilitätsunternehmen) als zielführend an (u.a. Übernahmeofferte für Europcar (geplant als Mobilitätsdienstplattform) lanciert). Wir haben nach wie vor Vertrauen in VW-CEO Diess. In Erwartung eines Gesamtertrags (12 Monate) von >10% lautet unser Votum für die Volkswagen-Vorzugsaktie weiterhin Kaufen (Kursziel: unverändert 252,00 Euro (Discounted-Cashflow-Modell; Prognoseerhöhung vs. höhere Mittelabflüsse durch Akquisitionen)).

Sven Diermeier (Senior Analyst)

Highlights

- Die Nettoliquidität des Automobil-Geschäfts belief sich per Ende Q2 2021 auf sehr hohe 35,0 Mrd. Euro.
- Der Ausblick für das Geschäftsjahr 2021 wurde mehrheitlich angepasst.
- Ein Konsortium um Volkswagen hat ein Übernahmeangebot für Europcar (Unternehmenswert: 2,9 Mrd. Euro) lanciert. Mit 68% der Europcar-Anteilseigner wurde bereits eine Einigung erzielt, womit die Mindestannahmeschwelle (67%) erfüllt ist.

Geschäftsentwicklung

Der Konzernabsatz (ohne China) stieg im ersten Quartal (Q1) 2021 um 82% (Q1 2021: +7%; Q4 2020: -1%; Q3 2020: -5%; Q2 2020: -53%; Q1 2020: -15%) y/y). Dabei stieg der Konzernumsatz (chinesische Gemeinschaftsunternehmen sind nicht erfasst) um +64% (Q1 2021: +13% y/y; Q4 2020: +2% y/y; Q3 2020: -3% y/y; Q2 2020: -37% y/y; Q1 2020: -8% y/y) auf 67,29 (Vj.: 41,08; unsere Prognose: 66,91) Mrd. Euro. Das operative Ergebnis (=berichtetes EBIT) verbesserte sich signifikant um 8,94 Mrd. Euro auf +6,55 (Vj.: -2,39) Mrd. Euro (EBIT-Marge: +9,7% (Vj.: -5,8%)). Der Ergebnisanstieg auf Konzernebene ist hauptsächlich auf Preis-/Absatz-/Mix-Effekte im Pkw-Bereich (Ergebniseffekt: +8,7 Mrd. Euro y/y) zurückzuführen. Das Ergebnis je Vorzugsaktie verbesserte sich auf +9,70 (Vj.: -3,18; unsere Prognose: +8,68) Euro.

Volkswagen	Umsatz (in Mio. EUR)			Umsatz (in Mio. EUR)		
	Q2 2020	Q2 2021	Veränderung gg. Vj.	H1 2020	H1 2021	Veränderung gg. Vj.
Pkw	27.147	47.697	75,7%	65.312	92.041	40,9%
Nutzfahrzeuge	4.290	6.966	62,4%	9.854	13.404	36,0%
Power Engineering	928	824	-11,2%	1.850	1.581	-14,5%
Automobile	32.365	55.488	71,4%	77.015	107.027	39,0%
Finanzdienstleistungen	8.711	11.804	35,5%	19.115	22.642	18,5%
Konzern	41.076	67.292	63,8%	96.131	129.669	34,9%

Quelle: Volkswagen, NATIONAL-BANK AG

Im ersten Halbjahr (H1) 2021 kletterten der Absatz (ohne China) um 36% y/y und der Umsatz um 35% y/y. Das berichtete EBIT verbesserte sich um 12,85 (dabei Preis-/Absatz-/Mix-Effekte im Pkw-Bereich: +11,2) Mrd. Euro auf +11,35 (Vj.: -1,49; vorläufig: rund +11) Mrd. Euro (berichtete EBIT-Marge: +8,8% (Vj.: -1,5%)). Das Ergebnis je Vorzugsaktie belief sich auf +16,14 (Vj.: -2,44) Euro.

Der Netto-Cashflow des Automobil-Bereichs verbesserte sich in Q2 2021 entsprechend der Ergebnisentwicklung und war deutlich positiv (+5,49 (Vj.: -2,29) Mrd. Euro; H1 2021: +10,19 (Vj.: -4,81; vorläufig: rund +10) Mrd. Euro). Die Nettoliquidität des Automobil-Bereichs stieg entsprechend im Quartalsverlauf und bezifferte sich per Ende Juni 2021 auf 35,0 (31.03.2021: 29,7; 31.12.2020: 26,8; 30.06.2020: 18,7; 31.12.2019: 21,3) Mrd. Euro. Sie liegt damit signifikant über dem Mindestziel von 20 Mrd. Euro. Volkswagen verfügt über solide bzw. niedrige Investmentgrade-Ratings (Moody's: „A3“ (Ausblick: „stabil“); S&P: „BBB+“ (Ausblick: „stabil“)).

Volkswagen	EBIT* (in Mio. EUR)		Veränderung gg. Vj.	EBIT* (in Mio. EUR)		Veränderung gg. Vj.
	Q2 2020	Q2 2021		H1 2020	H1 2021	
Pkw	-2.470	4.770	-	-2.350	8.521	-
Nutzfahrzeuge	-416	241	-	-295	334	-
Power Engineering	-49	22	-	-93	-14	-
Automobile	-2.935	5.032	-	-2.738	8.841	-
Finanzdienstleistungen	541	1.514	>100%	1.248	2.517	>100%
Konzern	-2.394	6.546	-	-1.490	11.358	-
EBIT-Marge	-5,8%	9,7%	15,6 PP	-1,5%	8,8%	10,3 PP

Quelle: Volkswagen, NATIONAL-BANK AG

* berichtet; PP: Prozentpunkte

Perspektiven

Das Volkswagen-Management unter der Führung von CEO Diess hat den Strategieplan bis 2030 („New Auto“) präsentiert (am 13.07.2021). Volkswagen soll sich zum softwaregetriebenen Mobilitätsunternehmen entwickeln. Nach der Elektromobilität (Absatzanteil der rein batterieelektrischen Fahrzeuge am Konzernabsatz 2030/2031e: rund 50%; 2025e: rund 20%; 2021e: rund 6%; 2020: 3%; VW-Ziel: Marktführerschaft) sieht das VW-Management das Autonome Fahren als „Game Changer“. Die Ausweitung des bewährten Plattformmodells auf Hardware, Software, Batterie & Laden und Mobilitätsdienste soll zu Skaleneffekten führen. Europa, China und die USA bezeichnet Volkswagen nach wie vor als Kernmärkte. Durch den Biden-Plan zur Elektromobilität sieht der Wolfsburger Autokonzern die Chance, den Marktanteil in den USA (VW-Konzern ist hier im Vergleich zum eigenen Weltmarktanteil unterrepräsentiert) zu erhöhen. Das Geschäft mit Fahrzeugen mit Verbrennungsmotor soll als quasi „Cash-Cow“ zur Finanzierung des technologiegetriebenen Konzernumbaus fungieren. Insgesamt soll die Strategie dazu führen, dass in 2025 eine bereinigte operative Marge (bereinigte EBIT-Marge) von 8% bis 9% (2020: 4,8%; 2019: 7,6%) erzielt wird.

Im Rahmen des Q2-Berichts (am 29.07.) hat Volkswagen den Ausblick für das Geschäftsjahr 2021 mehrheitlich angepasst. Die Auslieferungen an Kunden sollen nun spürbar (bisher: deutlich) steigen. Der Umsatz soll weiterhin signifikant über dem Vorjahr liegen. Die berichtete EBIT-Marge (vor Navistar) soll bei 6,0% bis 7,5% (bisher: 5,5% bis 7,0%) herauskommen. Der berichtete freie Cashflow des Automobil-Geschäfts soll sehr deutlich (bisher: deutlich) über dem Vorjahresniveau (Gj. 2020: 6,4; Gj. 2019: 10,8) Mrd. Euro liegen. Der bereinigte freie Cashflow des Automobil-Geschäfts (neu) soll >15 (H1 2021: 12,3; Gj. 2020: 10,0; Gj. 2019: 13,5) Mrd. Euro betragen.

Unsere Prognosen für die Geschäftsjahre 2021e (u.a. EpS: 28,47 (alt: 24,76) Euro; Dividende je Vorzugsaktie: 7,25 (alt: 6,25) Euro) und 2022e (u.a. EpS: 29,61 (alt: 28,98) Euro; Dividende je Vorzugsaktie: 7,75 (alt: 7,50) Euro) haben wir erhöht. Auf Basis unseres Discounted-Cashflow-Modells (Prognoseerhöhung vs. höhere Mittelabflüsse aus Akquisitionen) haben wir für die Volkswagen-Vorzugsaktie ein unverändertes Kursziel von 252,00 Euro ermittelt. Zusammen mit unserer Dividendenerwartung (12 Monate: 7,25 Euro je Vorzugsaktie) ergibt sich ein Gesamtertrag (12 Monate) von >10%. Unser Votum für die Volkswagen-Vorzugsaktie lautet daher weiterhin Kaufen.

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> - einer der größten Fahrzeughersteller weltweit (Skaleneffekte) - starkes Marken- und Produktportfolio, das neben Volumenmodellen auch Luxusmarken umfasst - globales Netzwerk von Produktionsstätten ermöglicht zumindest teilweise flexible Produktion - starker Cashflow und solide Bilanz- und Verschuldungskennzahlen 	<ul style="list-style-type: none"> - hohe Komplexität im Konzern durch Vielzahl von Marken und Modellen - Land Niedersachsen und Betriebsrat mit überdurchschnittlich starkem Machteinfluss, problematische Governance - unterrepräsentiert im wichtigen US-Markt - konjunkturzyklisches Geschäftsmodell - Imageprobleme (Dieselskandal)
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> - Konzernstrategie – umfangreiche Neuausrichtung mit Fokus auf Zukunftsthemen und Effizienzmaßnahmen - Erarbeiten von Wettbewerbsvorsprung durch F&E (Innovationen) - dynamische Konjunkturerholung 	<ul style="list-style-type: none"> - Ausfall von wichtigen Zulieferern, Beschaffungsprobleme - Fehlinvestitionen/Fehlinnovationen - automobiler Strukturwandel (neue Wettbewerber)

Quelle: NATIONAL-BANK AG

Volkswagen: Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. EUR (außer Ergebnis je Aktie und Dividende je Aktie)	2018	2019	2020	2021e	2022e
Umsatz	235.849	252.632	222.884	248.516	262.184
Bruttoergebnis	46.350	49.142	38.947	46.721	49.291
EBITDA	28.792	32.971	27.531	36.973	37.784
Abschreibungen	-14.872	-16.011	-17.856	-18.035	-18.215
EBIT	13.920	16.960	9.675	18.939	19.569
Finanzergebnis	1.723	1.396	1.991	1.725	1.950
EBT	15.643	18.356	11.666	20.664	21.519
Steuern	-3.490	-4.326	-2.843	-5.683	-5.918
Ergebnis nach Steuern	12.153	14.030	8.823	14.981	15.601
Minderheitenanteile	-326	-684	-489	-725	-775
Nettoergebnis	11.827	13.346	8.334	14.256	14.826
Anzahl Aktien (Mio. Vz.)	206	206	206	206	206
Ergebnis je Aktie (Vz.)	23,63	26,66	16,66	28,47	29,61
Dividende je Aktie	4,86	4,86	4,86	7,25	7,75
in % vom Umsatz					
Umsatz	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Bruttoergebnis	19,7%	19,5%	17,5%	18,8%	18,8%
EBITDA	12,2%	13,1%	12,4%	14,9%	14,4%
Abschreibungen	6,3%	6,3%	8,0%	7,3%	6,9%
EBIT	5,9%	6,7%	4,3%	7,6%	7,5%
EBT	6,6%	7,3%	5,2%	8,3%	8,2%
Steuern	1,5%	1,7%	1,3%	2,3%	2,3%
Ergebnis nach Steuern	5,2%	5,6%	4,0%	6,0%	6,0%
Nettoergebnis	5,0%	5,3%	3,7%	5,7%	5,7%

Quelle: Volkswagen, NATIONAL-BANK AG

Volkswagen: Bilanz- und Kapitalflussdaten

in Mio. EUR	2018	2019	2020	2021e	2022e
Bilanzsumme	458.156	488.071	497.114	507.549	516.253
Anlagevermögen	274.620	300.608	302.170	303.804	306.009
Geschäfts- und Firmenwert	23.317	23.247	23.318	23.318	23.318
Vorräte	45.745	46.742	43.823	48.863	51.550
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	17.888	17.941	16.243	18.111	19.107
Liquide Mittel	46.018	42.692	55.071	56.885	59.620
Eigenkapital	117.342	123.651	128.783	141.346	153.330
Verzinsliches Fremdkapital	190.883	201.468	203.457	203.333	203.210
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	23.607	22.745	22.677	25.285	26.676
Summe Fremdkapital	340.814	364.420	368.331	366.204	362.923
Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit	7.272	17.983	24.901	24.025	26.896
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-21.590	-21.146	-22.690	-19.668	-20.420
Free Cashflow	-14.318	-3.163	2.211	4.356	6.475
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	24.566	-865	7.637	-2.542	-3.740
Summe der Cashflows	10.248	-4.028	9.848	1.814	2.735

Quelle: Volkswagen, NATIONAL-BANK AG

Volkswagen: Wichtige Kennzahlen

	2018	2019	2020	2021e	2022e
EV / Umsatz	0,9	0,9	1,0	1,1	1,0
EV / EBITDA	7,7	7,2	8,0	7,3	7,2
EV / EBIT	16,0	14,0	22,9	14,3	13,8
KGV	6,6	5,8	8,5	7,3	7,0
KBV	0,7	0,6	0,5	0,7	0,7
KCV	10,8	4,3	2,8	4,3	3,9
KUV	0,3	0,3	0,3	0,5	0,5
Dividendenrendite	2,3%	2,3%	2,3%	3,5%	3,7%
Eigenkapitalrendite (ROE)	10,1%	10,8%	6,5%	10,1%	9,7%
ROCE	4,4%	5,0%	2,8%	5,5%	5,6%
ROI	2,6%	2,7%	1,7%	2,8%	2,9%
Eigenkapitalquote	25,6%	25,3%	25,9%	27,8%	29,7%
Anlagendeckungsgrad	42,7%	41,1%	42,6%	46,5%	50,1%
Anlagenintensität	59,9%	61,6%	60,8%	59,9%	59,3%
Vorräte / Umsatz	19,4%	18,5%	19,7%	19,7%	19,7%
Forderungen / Umsatz	7,6%	7,1%	7,3%	7,3%	7,3%
Working Capital-Quote	17,0%	16,6%	16,8%	16,8%	16,8%
Nettofinanzverschuldung (in Mio. EUR)	144.865	158.776	148.386	146.448	143.589
Nettofinanzverschuldung / EBITDA	5,0	4,8	5,4	4,0	3,8
Capex / Umsatz	8,4%	8,1%	8,7%	7,9%	7,8%
Capex / Abschreibungen	133,5%	128,0%	108,5%	109,1%	112,1%
Free Cashflow / Umsatz	-6,1%	-1,3%	1,0%	1,8%	2,5%
Free Cash Flow / Aktie (EUR)	-28,56	-6,31	4,41	8,69	12,92
Nettofinanzverschuldung / Aktie (EUR)	288,98	316,73	296,01	292,14	286,44
Cash / Aktie (EUR)	91,80	85,16	109,86	113,48	118,93
Buchwert / Aktie (EUR)	234,08	246,66	256,90	281,96	305,87

Quelle: Volkswagen, 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 abgezinnten 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.