

<b>Marktdaten im Überblick .....</b>	<b>2</b>
<b>Unternehmenskommentare .....</b>	<b>3</b>
adidas .....	3
Amadeus IT Group .....	9
Bayer .....	11
BT Group .....	17
Continental .....	19
Deutsche Post .....	25
Hannover Rück .....	31
Intesa Sanpaolo .....	33
Siemens.....	35
Zalando.....	41
<b>Rechtliche Hinweise .....</b>	<b>43</b>



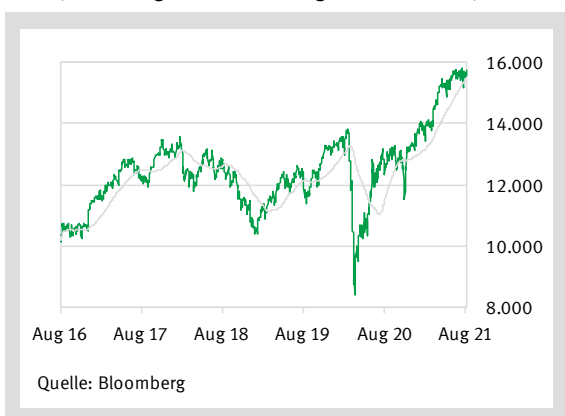
## Marktdaten im Überblick

	05.08.2021	04.08.2021	Änderung
<b>Deutschland</b>			
DAX	15.745	15.692	0,3%
MDAX	35.727	35.486	0,7%
TecDAX	3.819	3.762	1,5%
Bund-Future	177,29	176,94	0,2%
10J Bund in %	-0,4980	-0,5010	0,0030 PP
3M Zins in %	-0,6650	-0,6650	0,0000 PP
<b>Europa</b>			
EuroStoxx 50	4.161	4.145	0,4%
FTSE 100	7.120	7.124	0,0%
SMI	12.200	12.179	0,2%
<b>Welt</b>			
DOW JONES	35.064	34.793	0,8%
S&P 500	4.429	4.403	0,6%
NASDAQ COMPOSITE	14.895	14.781	0,8%
NIKKEI 225	27.728	27.584	0,5%
TOPIX	1.929	1.921	0,4%
<b>Rohstoffe / Devisen</b>			
EUR in USD	1,1834	1,1837	0,0%
Gold (USD je Feinunze)	1.800,75	1.829,10	-1,5%
Brent-Öl (USD je Barrel)	71,29	70,38	1,3%

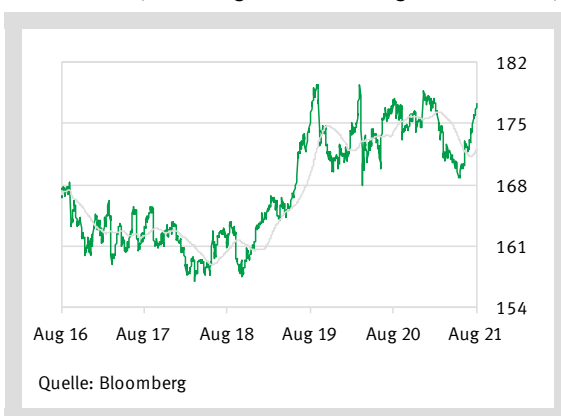
Quelle: Bloomberg

PP: Prozentpunkte

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



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



## Unternehmenskommentare

### adidas

**Kaufen** (Kaufen)

<b>Kurs am 05.08.21 um 17:39 h</b>	316,00 EUR
<b>Erstellung abgeschlossen</b>	06.08.2021/ 12:15h
<b>Erstmals weitergegeben</b>	06.08.2021/ 13:45h
<b>Kursziel</b>	355,00 EUR
<b>Marktkapitalisierung</b>	63,33 Mrd. EUR
<b>Branche</b>	Konsumgüter/ -dienstleistungen
<b>Land</b>	Deutschland
<b>WKN</b>	A1EWWW
<b>Reuters</b>	ADSGn.DE

Kennzahlen	12/20	12/21e	12/22e
Ergebnis je Aktie (EUR)	2,21	8,78	10,89
Kurs/Gewinn	115,4	36,0	29,0
Dividende je Aktie (EUR)	3,00	3,40	4,30
Div.-Rendite	1,2%	1,1%	1,4%
Kurs/Umsatz	3,2	2,8	2,6
Kurs/Op. Ergebnis	84,3	28,2	22,2
Kurs/Cashflow	33,6	27,7	20,9
Kurs/Buchwert	7,5	8,4	7,8



Performance	3 M	6 M	12 M
Absolut	22,1%	13,4%	29,3%
Relativ z. DAX30	19,2%	3,7%	7,6%

**Erstempfehlung** 02.01.2007

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

10.05.2021	Von Halten auf Kaufen
11.03.2021	Von Verkaufen auf Halten

### Anlass

Zahlen für das zweite Quartal 2021

### Einschätzung

Die Zahlen für das zweite Quartal (Q2) 2021 lagen beim Umsatz im Rahmen unserer Erwartungen sowie des Marktkonsens, während sie ergebnisseitig besser als erwartet ausfielen. Sie waren umsatzseitig geprägt von sehr starken Zuwächsen in den strategisch wichtigen Wachstumsmärkten EMEA und Nordamerika, während China einen Umsatzrückgang (berichtet und währungsbereinigt (wb.)) hinnehmen musste. Positiv werten wir Aussagen von Unternehmensseite, wonach der Anteil der Produkte, die zum vollen Preis verkauft wurden, deutlich zugenommen hat. Die Guidance für 2021 hat adidas angehoben (u.a. Umsatzanstieg (wb.) von bis zu 20% (zuvor: im hohen Zehnerprozentbereich) y/y; EBIT-Marge: 9,5% bis 10,0% (zuvor: 9,0% bis 10%)). Wir halten den Ausblick für konservativ und komfortabel erreichbar. Unsere Prognosen (u.a. EpS 2021e: 8,78 (alt: 8,69) Euro; DpS 2021e: unverändert 3,40 Euro; EpS 2022e: 10,89 (alt: 10,82) Euro; DpS 2022e: unverändert 4,30 Euro) heben wir mehrheitlich leicht an. Wir erwarten weiterhin deutliche Impulse für das operative Geschäft durch eine signifikante Erholung in den Wachstumsmärkte EMEA und Nordamerika, das strikte Kostenmanagement sowie Produktinnovationen. Auf Basis unseres DCF-Modells (Anhebung der Prognosen, aktualisierter Bewertungszeitraum versus höheres Beta) ermitteln wir ein unverändertes Kursziel von 355,00 Euro für die adidas-Aktie und bestätigen bei einem Gesamtertrag (12 Monate) von >10% unser Votum Kaufen.

Lars Lusebrink (Analyst)

## Highlights

- Die Q2-Zahlen fielen ergebnisseitig besser als erwartet aus, während sie umsatzseitig im Rahmen der Erwartungen lagen.
- Den Ausblick für 2021 hat adidas angehoben.

## Geschäftsentwicklung

adidas steigerte in Q2 2021 den Umsatz, trotz verlängerter Lockdown-Maßnahmen in der Region Asien-Pazifik, v.a. basiseffektbedingt (Q2 2020: -35% y/y) deutlich um 52% (Q1 2021: +20% y/y) auf 5,08 (Vj.: 3,35; unsere Prognose: 5,00; Marktkonsens: 4,96) Mrd. Euro. Währungsbereinigt ergab sich sogar ein Zuwachs von 55% (Guidance: +50%) y/y, womit der positive Trend der Vorquartale (Q1 2021: +27% y/y; Q4 2020: -1,0% y/y; Q3 2020: -3% y/y; Q2 2020: -34%) y/y anhielt. Bei den Vertriebskanälen verzeichneten sowohl der Großhandel als auch die eigenen Einzelhandelsgeschäfte jeweils Umsatzzuwächse (wb.) im hohen zweistelligen Prozentbereich, während sich der E-Commerce-Umsatz (wb.) um 14% y/y verringerte. Bei den Segmenten stachen besonders die strategisch wichtigen Wachstumsregionen EMEA (berichtet: +98% y/y auf 1,91 Mrd. Euro; wb.: +99% y/y) sowie Nordamerika (+72% y/y auf 1,25 Mrd. Euro; wb.: +87%) hervor, während China als einziges Segment einen Umsatzrückgang (berichtet: -16% y/y auf 1,00 Mrd. Euro; wb.: -16% y/y) hinnehmen musste. Im ersten Halbjahr (H1) 2021 konnte der Konzernumsatz um 34% auf 10,35 (Vj.: 7,73) Mrd. Euro zulegen (wb.: +40% y/y).

adidas	Umsatz (in Mio. EUR)			Umsatz (in Mio. EUR)		
	Q2 2020	Q2 2021	Veränderung gg. Vj.	H1 2020	H1 2021	Veränderung gg. Vj.
EMEA*	965	1.910	97,9%	2.670	3.680	37,8%
Nordamerika	726	1.249	72,0%	1.892	2.406	27,2%
China	1.199	1.003	-16,3%	1.757	2.405	36,9%
Asien-Pazifik	337	533	58,2%	939	1.135	20,9%
Lateinamerika	103	348	237,9%	406	645	58,9%
Andere Geschäftssegmente	21	34	61,9%	68	73	7,4%
Konzern	3.351	5.077	51,5%	7.732	10.344	33,8%

Quelle: adidas, NATIONAL-BANK AG

\*Europa, Naher Osten, Afrika

Das Betriebsergebnis (EBIT) verbesserte sich in Q2 2021 überproportional auf +543 (Vj.: -263; unsere Prognose: +510; Marktkonsens: +477) Mio. Euro und profitierte dabei von unterproportionalen Anstiegen der Umsatzkosten (+50% y/y auf 2,45 Mrd. Euro; Bruttomarge: 51,8% (Vj.: 51,3%)) sowie der sonstigen betrieblichen Aufwendungen (+5% y/y auf 2,11 Mrd. Euro, dabei Marketingaufwendungen- und Point-of-Sale-Aufwendungen: +17% y/y; Betriebsgemeinkosten: +1% y/y). Der Gewinn aus dem fortgeführten Geschäft verbesserte sich auf +387 (Vj.: -243; Marktkonsens: +333) Mio. Euro. Das Nettoergebnis (fortgeführtes und nicht-fortgeführtes Geschäft) verbesserte sich auf +397 (Vj.: -295; unsere Prognose: +365) Mio. Euro bzw. +2,03 (Vj.: -1,51; unsere Prognose: +1,88) Euro je Aktie. In H1 2021 verbesserten sich das Betriebsergebnis deutlich auf +1.248 (Vj.: -215) Mio. Euro und das Nettoergebnis (fortgeführtes und nicht-fortgeführtes Geschäft) auf 955 (Vj.: -264) Mio. Euro bzw. +4,89 (Vj.: -1,35) Euro je Aktie. Der operative Cashflow zeigte sich deutlich verbessert und war mit +1.172 (Vj.: -824) Mio. Euro positiv.

## Perspektiven

adidas zeigt sich für 2021 nun zuversichtlicher und verweist dabei u.a. auf das starke Umsatzwachstum in den strategischen Wachstumsmärkten EMEA und Nordamerika sowie in den wichtigen Kategorien Fußball und Outdoor. Zudem hat sich der Anteil der Produkte, die zum vollen Preis verkauft wurden, nach Unternehmensangaben deutlich erhöht hat. So prognostiziert adidas für 2021 nun einen Umsatzanstieg (wb.) von bis zu 20% (zuvor: im hohen Zehnerprozentbereich), was dem Unternehmen zufolge ein prognostiziertes Wachstum (wb.) von bis zu 7% für das H2 impliziert. Unterstützt wird das Wachstum erneut von zahlreichen Produkteinführungen (u.a. Neueinführung des NMD, Einführung des ZX 5K Boost bei Schuhen). Auch die Guidance für die EBIT-Marge (9,5% bis 10,0% (zuvor: 9,0% bis 10%; Vj.: 3,8%)) und für den Gewinn aus dem fortgeführten Geschäft (1,4 bis 1,5 (zuvor: 1,25 bis 1,45; Vj.: 0,43; H1 2021: 0,89) Mrd. Euro) wurde angehoben. Der Ergebnisausblick beinhaltet dabei weiterhin temporäre Kosten im Zusammenhang mit der vorgesehenen Veräußerung von Reebok (Belastung von ca. 250 Mio. Euro für das EBIT und rund 200 Mio. Euro für den Gewinn aus dem fortgeführten Geschäft). Die Bruttomarge wird weiterhin bei 52,0% gesehen. CEO Rorsted nannte auf der Telefonkonferenz im Anschluss an die Zahlenveröffentlichung allerdings Bedingungen für das Erreichen der Guidance (u.a. Erholung in China, mindestens 95% der Einzelhandelsgeschäfte müssen geöffnet sein, keine großen Unterbrechungen der Produktion). Derzeit sieht Rorsted außerhalb Vietnams allerdings keine größeren Unterbrechungen der Produktion.

Das Gearing hat sich zum 30.06.2021 weiter auf 44,3% (31.03.2021: 45,2%; 31.12.2020: 48,8%; 30.06.2020: 80,1%) verbessert und die Eigenkapitalquote ist mit 33,6% (31.03.2021: 33,6%; 31.12.2020: 30,7%; 30.06.2020: 31,8%) stabil geblieben. Damit ist die Bilanzstruktur weiterhin als solide anzusehen. Vor diesem Hintergrund halten wir es daher auch für nachvollziehbar, dass adidas Ende Juni für das zweite Halbjahr 2021 ein Aktienrückkaufprogramm mit einem Volumen von bis zu 550 Mio. Euro (Beginn: 01.07.) angekündigt hat. Einschließlich der bereits im Mai gezahlten Dividende in Höhe von 585 Mio. Euro (entspricht 3,00 Euro je Aktie) wird adidas damit in 2021 voraussichtlich über 1,1 Mrd. Euro an die Aktionäre ausschütten.

Die adidas-Aktie reagierte mit einem deutlichen Kursrückgang (05.08.: -6%) auf die Zahlenveröffentlichung, was wir vor allem auf Gewinnmitnahmen nach dem deutlichen Kursanstieg im Vorfeld der Zahlenbekanntgabe zurückführen. Wir heben unsere Prognosen (u.a. EpS 2021e: 8,78 (alt: 8,69) Euro; DpS: unverändert 3,40 Euro; EpS 2022e: 10,89 (alt: 10,82) Euro; DpS: unverändert 4,30 Euro) mehrheitlich leicht an. Auf Basis unseres DCF-Modells (Anhebung der Prognosen, aktualisierter Bewertungszeitraum versus höheres Beta) ermitteln wir ein unverändertes Kursziel von 355,00 Euro für die adidas-Aktie. Zusammen mit unserer Dividendenerwartung (12 Monate: 3,40 Euro) ergibt sich weiterhin ein Gesamtertrag (12 Monate) von >10%. Wir bestätigen daher unser Votum Kaufen für die adidas-Aktie.

## SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> <li>- weltweit hoher Bekanntheitsgrad der Marken</li> <li>- striktes Kostenmanagement und Effizienzsteigerungen</li> <li>- hohe Innovationskraft</li> <li>- Marktführer bei Fußball-Produkten</li> <li>- angehobener Umsatzausblick für 2021</li> <li>- ehrgeizige Wachstumsstrategie für 2025 vorgestellt</li> <li>- deutlicher Ausbau des DTC-Geschäfts</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Wechselkurseffekte und Entwicklung der Rohstoffpreise (bspw. Baumwolle) beeinflussen operative Entwicklung teilweise stark</li> <li>- geringe Profitabilität im wichtigen Nordamerika-Geschäft</li> <li>- relativ großes China-Exposure</li> </ul>
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> <li>- erwartete Margenverbesserung durch den Ausbau der Einzelhandelsaktivitäten</li> <li>- Ausweitung von Marktanteilen in Nordamerika</li> <li>- Verkauf von Reebok</li> <li>- Nachholeffekte bei Sportbekleidung für Individualsportarten (Joggen, Tennis)</li> <li>- Umsetzung der Wachstumsstrategie „Own the Game“</li> <li>- anstehende sportliche Großereignisse (Fußball-Europameisterschaft, Copa America, Olympische Spiele)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Ausbau der Marktpräsenz in den USA bislang noch nicht nachhaltig erfolgt - sehr hohe Wettbewerbsintensität</li> <li>- Währungsbelastungen</li> <li>- Verlegung bzw. weitere Verschiebungen von sportlichen Großereignissen</li> <li>- deutlicher Anstieg der Fracht- und Logistikkosten</li> </ul>

Quelle: NATIONAL-BANK AG

**adidas: Gewinn- und Verlustrechnung**

in Mio. EUR (außer Ergebnis je Aktie und Dividende je Aktie)	2018	2019	2020	2021e	2022e
Umsatz	21.915	23.640	19.844	22.424	24.778
Rohertrag	11.363	12.293	9.855	11.660	12.934
EBITDA	2.858	3.874	2.121	3.790	4.559
Abschreibungen	-490	-1.214	-1.370	-1.547	-1.710
EBIT (Betriebsergebnis)	2.368	2.660	751	2.242	2.849
Finanzergebnis	10	-102	-175	-155	-70
EBT	2.378	2.558	575	2.087	2.779
Steuern	-669	-640	-146	-520	-695
Ergebnis nach Steuern	1.709	1.918	429	1.568	2.085
Minderheitenanteile	-3	-2	-11	-14	-12
Nettoergebnis	1.702	1.976	432	1.699	2.073
Anzahl Aktien (Mio. St.)	202	198	195	193	190
Ergebnis je Aktie	8,44	10,00	2,21	8,78	10,89
Dividende je Aktie	3,35	0,00	3,00	3,40	4,30
in % vom Umsatz					
Umsatz	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Rohertrag	51,9%	52,0%	49,7%	52,0%	52,2%
EBITDA	13,0%	16,4%	10,7%	16,9%	18,4%
Abschreibungen	2,2%	5,1%	6,9%	6,9%	6,9%
EBIT (Betriebsergebnis)	10,8%	11,3%	3,8%	10,0%	11,5%
EBT	10,9%	10,8%	2,9%	9,3%	11,2%
Steuern	3,1%	2,7%	0,7%	2,3%	2,8%
Ergebnis nach Steuern	7,8%	8,1%	2,2%	7,0%	8,4%
Nettoergebnis	7,8%	8,4%	2,2%	7,6%	8,4%

Quelle: adidas, NATIONAL-BANK AG

**adidas: Bilanz- und Kapitalflussdaten**

in Mio. EUR	2018	2019	2020	2021e	2022e
Bilanzsumme	15.612	20.680	21.053	21.534	21.654
Anlagevermögen	5.799	9.746	8.899	8.072	7.112
Geschäfts- und Firmenwert	1.245	1.257	1.208	1.208	1.208
Vorräte	3.445	4.085	4.397	4.933	5.451
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	2.418	2.625	1.952	2.242	2.478
Liquide Mittel	2.629	2.220	3.994	4.331	4.500
Eigenkapital	6.364	7.058	6.691	7.268	7.695
Verzinsliches Fremdkapital	1.675	1.638	3.168	3.030	2.727
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	2.300	2.703	2.390	2.691	2.949
Summe Fremdkapital	9.248	13.622	14.362	14.266	13.959
Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit	2.686	2.819	1.486	2.210	2.880
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-636	-925	-115	-720	-750
Free Cashflow	2.050	1.894	1.371	1.490	2.130
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	-951	-2.273	479	-1.273	-1.961
Summe der Cashflows	1.099	-379	1.850	217	169

Quelle: adidas, NATIONAL-BANK AG

**adidas: Wichtige Kennzahlen**

	2018	2019	2020	2021e	2022e
EV / Umsatz	1,7	2,1	3,2	2,8	2,5
EV / EBITDA	13,4	12,7	29,5	16,5	13,7
EV / EBIT	16,2	18,4	83,3	27,9	21,9
KGV	23,0	25,1	115,4	36,0	29,0
KBV	6,2	7,0	7,5	8,4	7,8
KCV	14,6	17,6	33,6	27,7	20,9
KUV	1,8	2,1	3,2	2,8	2,6
Dividendenrendite	1,7%	0,0%	1,2%	1,1%	1,4%
Eigenkapitalrendite (ROE)	26,7%	28,0%	6,5%	23,4%	26,9%
ROCE	25,3%	19,3%	5,8%	17,9%	23,6%
ROI	10,9%	9,6%	2,1%	7,9%	9,6%
Eigenkapitalquote	40,8%	34,1%	31,8%	33,8%	35,5%
Anlagendeckungsgrad	109,7%	72,4%	75,2%	90,0%	108,2%
Anlagenintensität	37,1%	47,1%	42,3%	37,5%	32,8%
Vorräte / Umsatz	15,7%	17,3%	22,2%	22,0%	22,0%
Forderungen / Umsatz	11,0%	11,1%	9,8%	10,0%	10,0%
Working Capital-Quote	16,3%	17,0%	20,0%	20,0%	20,1%
Nettofinanzverschuldung (in Mio. EUR)	-954	-582	-826	-1.301	-1.773
Nettofinanzverschuldung / EBITDA	-0,3	-0,2	-0,4	-0,3	-0,4
Capex / Umsatz	3,6%	3,0%	2,2%	3,2%	3,0%
Capex / Abschreibungen	162,0%	58,6%	32,3%	46,5%	43,9%
Free Cashflow / Umsatz	9,4%	5,9%	4,4%	4,4%	6,6%
Free Cash Flow / Aktie (EUR)	10,16	7,05	4,46	5,12	8,57
Nettofinanzverschuldung / Aktie (EUR)	-4,73	-2,95	-4,23	-6,73	-9,32
Cash / Aktie (EUR)	13,03	11,23	20,47	22,39	23,66
Buchwert / Aktie (EUR)	31,54	35,72	34,29	37,58	40,45

Quelle: adidas, NATIONAL-BANK AG

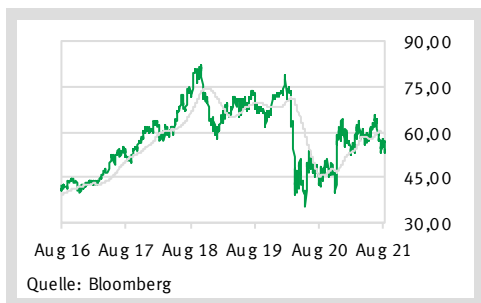


## Amadeus IT Group

**Verkaufen** (Verkaufen)

<b>Kurs am 05.08.21 um 17:35 h</b>	54,58 EUR
<b>Erstellung abgeschlossen</b>	06.08.2021/ 12:15h
<b>Erstmals weitergegeben</b>	06.08.2021/ 13:45h
<b>Kursziel</b>	-
<b>Marktkapitalisierung</b>	24,59 Mrd. EUR
<b>Branche</b>	Technologie
<b>Land</b>	Spanien
<b>WKN</b>	A1CXN0
<b>Reuters</b>	AMA.MC

<b>Kennzahlen</b>	<b>12/20</b>	<b>12/21e</b>	<b>12/22e</b>
Ergebnis je Aktie (EUR)	-1,40	0,01	1,39
Kurs/Gewinn	neg.	5.458,0	39,2
Dividende je Aktie (EUR)	0,00	0,00	0,00
Div.-Rendite	0,0%	0,0%	0,0%
Kurs/Umsatz	10,8	8,5	5,6
Kurs/Op. Ergebnis	neg.	246,5	28,1
Kurs/Cashflow	712,7	35,4	16,2
Kurs/Buchwert	6,3	6,5	5,6



<b>Performance</b>	<b>3 M</b>	<b>6 M</b>	<b>12 M</b>
Absolut	-4,3%	-2,8%	21,0%
Relativ z. EuroStoxx 50	-8,3%	-16,7%	-7,4%

**Erstempfehlung** 28.03.2019

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

## Anlass

Zahlen für das zweite Quartal 2021

## Einschätzung

Der Umsatz sprang im zweiten Quartal (Q2) 2021 auf 624 (Vj.: 260; unsere Prognose: 597; Marktkonsens: 645) Mio. Euro. Dabei ist zu berücksichtigen, dass die Folgen der Corona-Pandemie nun im vollen Umfang in den Vorjahreszahlen enthalten sind. Zudem waren die Belastungen hierdurch in Q2 2020 wesentlich höher als in Q2 2021. Auch liegen die operativen Geschäftskennzahlen immer noch rund 50%-70% unter dem Vorkrisenniveau. Das EBITDA verbesserte sich in Q2 ebenfalls deutlich auf +145,3 (Vj.: -155,4; unsere Prognose: +119,4; Marktkonsens: +128,0) Mio. Euro, womit die Erwartungen übertroffen werden konnten. Konzernchef Maroto rechnet mit einer weiteren Erholung des Geschäfts. Die Zahl der Buchungen und Passagiere verbesserte sich laut Maroto von Monat zu Monat. Aus unserer Sicht haben die vergangenen Wochen allerdings auch gezeigt, dass sich dieser positive Trend auch schnell wieder umkehren kann und Reiserestriktionen wieder eingeführt werden bzw. sich die Reiselust wieder reduziert. Gerade im Hinblick auf den kommenden Herbst/Winter könnte es u.E. noch einmal zu erheblichen Gegenwind für Amadeus IT kommen. Wir haben unsere EpS-Prognosen für 2021e und für 2022e beibehalten. In Erwartung eines negativen Gesamtertrags (12 Monate) votieren wir für die Amadeus IT-Aktie weiterhin mit Verkaufen.

Markus Jost (Analyst)

## SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> <li>- hohe Sichtbarkeit der Erlöse. Rund 90% vom Umsatz sind u.a. auf Grund der 3-5 Jahresverträge im GDS-Geschäft ein Jahr im Voraus planbar</li> <li>- hohe und stabile Cashflows</li> <li>- Marktführer bei Global Distribution Services</li> <li>- breite regionale Diversifikation bzw. Amadeus ist im Vergleich zu einigen Wettbewerbern in wachstumsstarken Regionen vertreten</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- konjunkturabhängig</li> <li>- (noch) hohe Abhängigkeit von den Airlines</li> <li>- hohe Wechselkursabhängigkeit</li> <li>- wettbewerbsintensives Marktumfeld</li> </ul>
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> <li>- überdurchschnittliches Wachstumspotenzial in den Schwellenländern, da hier die Touristikbranche bzw. Flugreisen bislang eine untergeordnete Rolle spielen</li> <li>- Ausgaben für Reisen bzw. der Flugverkehr wachsen im Vergleich zur weltweiten Konjunktur überdurchschnittlich</li> <li>- stetiger Ausbau des Angebots und Erweiterung des potenziellen Marktes im Reise- und Touristikbereich (bspw. IT für Hotels, Flughäfen, Bahnreisen, Kreuzfahrten usw.), was auch die Abhängigkeit von den Airlines reduziert</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- negative Auswirkungen des Coronavirus</li> <li>- geopolitische Risiken beeinflussen Buchungsverhalten teilweise massiv</li> <li>- große Airlines wie z.B. Lufthansa bieten Flugbuchungen zunehmend selbst, um die Gebühren an die GDS-Anbieter wie Amadeus IT zu sparen</li> <li>- möglicher Preisdruck bei den GDS-Gebühren, wenn Billigflieger zunehmend ihre Flüge über die GDS-Systeme vertreiben anstatt wie bislang direkt über ihre eigenen Kanäle</li> <li>- Fusionen von Airlines oder Reiseanbietern wirken sich negativ auf die Markt- bzw. Preissetzungsmacht von Amadeus IT aus</li> <li>- regulatorische Risiken (bspw. Prüfung der EU-Kommission der Vereinbarungen von Amadeus IT mit Airlines und Reisebüros)</li> </ul>

Quelle: NATIONAL-BANK AG

## Bayer

Halten (Kaufen)

<b>Kurs am 05.08.21 um 17:36 h</b>	46,04 EUR
<b>Erstellung abgeschlossen</b>	06.08.2021/ 12:15h
<b>Erstmals weitergegeben</b>	06.08.2021/ 13:45h
<b>Kursziel</b>	48,00 EUR
<b>Marktkapitalisierung</b>	45,20 Mrd. EUR
<b>Branche</b>	Gesundheit
<b>Land</b>	Deutschland
<b>WKN</b>	BAY001
<b>Reuters</b>	BAYGn.DE

Kennzahlen	12/20	12/21e	12/22e
Ergebnis je Aktie (EUR)	-15,85	1,91	2,37
Kurs/Gewinn	neg.	24,1	19,4
Dividende je Aktie (EUR)	2,00	2,00	2,00
Div.-Rendite	3,4%	4,3%	4,3%
Kurs/Umsatz	1,1	1,0	1,0
Kurs/Op. Ergebnis	neg.	12,9	11,1
Kurs/Cashflow	13,7	7,0	5,2
Kurs/Buchwert	1,9	1,5	1,5



Performance	3 M	6 M	12 M
Absolut	-14,6%	-17,5%	-17,7%
Relativ z. DAX30	-17,5%	-27,2%	-39,4%

**Erstempfehlung** 20.02.2009

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

06.08.2021	Von Kaufen auf Halten
05.02.2021	Von Halten auf Kaufen

## Anlass

Zahlen für das zweite Quartal 2021 / Herabstufung der Aktie

## Einschätzung

Das Zahlenwerk für das zweite Quartal (Q2) 2021 lag umsatzseitig im Rahmen unserer Prognose und über dem Marktkonsens. Das bereinigte EBITDA wurde von überproportional gestiegenen Herstellkosten und operativen Kosten belastet und blieb hinter den Erwartungen zurück. Die Aktie reagierte mit einem Kursabschlag (05.08: -8%). Das berichtete Ergebnis wurde, im Vergleich zum Vorjahresquartal, von geringeren Rückstellungen in Zusammenhang mit Glyphosat belastet, blieb aber defizitär. Bayer hat die Guidance für 2021 (fortgeführte Aktivitäten) erhöht, geht aber von einer geringeren bereinigten EBITDA-Marge aus. Im Falle eines Urteils zu Bayers Gunsten, würden die Rechtsstreitigkeiten um Glyphosat in den USA weitgehend beendet werden. Da die Annahme des Antrags durch den Supreme Court aber nicht sicher ist, bleiben die finanziellen Risiken aus Rechtsstreitigkeiten bestehen und können sich u.E. weiter erhöhen. Wir haben unsere Ergebnisprognosen für die Geschäftsjahre 2021e (u.a. berichtetes EpS: 1,91 (alt: 2,83) Euro; bereinigtes EpS: 6,11 (alt 5,80) Euro) und 2022e (u.a. berichtetes EpS: 2,37 (alt: 3,54) Euro; bereinigtes EpS: 5,60 (alt: 6,50) Euro) mehrheitlich gesenkt. In Erwartung eines positiven Gesamtertrags (12 Monate) von <10% lautet unser Votum für die Bayer-Aktie neu Halten (alt: Kaufen; Kursziel: 48,00 (alt: 61,00) Euro (Discounted-Cashflow-Modell; Prognosesenkung 2023ff, höheres Beta)).

Tobias Gottschalt (Analyst)

## Highlights

- Das bereinigte EBITDA wurde in Q2 2021 von überproportional gestiegenen Herstellkosten und operativen Kosten belastet. Das berichtete Ergebnis wurde, im Vergleich zum Vorjahresquartal, von geringeren Rückstellungen in Zusammenhang mit Glyphosat belastet, blieb aber defizitär.
- Bayer hat die Guidance für 2021 (fortgeführte Aktivitäten) erhöht, geht aber von einer geringeren bereinigten EBITDA-Marge aus.
- Im Falle eines Urteils des Supreme Court zu Bayers Gunsten, würden die Rechtsstreitigkeiten um Glyphosat in den USA weitgehend beendet werden.

## Geschäftsentwicklung

Der Umsatz (fortgeführte Aktivitäten, d.h. ohne Animal Health und Currenta) kletterte im zweiten Quartal (Q2) 2021 um 8,0% (organisch: +12,9% y/y) auf 10,85 (Vj.: 10,05; unsere Prognose: 10,55; Marktkonsens: 10,20) Mrd. Euro. Zum organischen Anstieg trug der Geschäftsbereich Crop Science (organisch: +10,6% y/y) bei, der von Mengen- und Preissteigerungen bei Pflanzenschutzmitteln und Saatgut in sämtlichen Regionen profitierte. Die Erlöse bei Consumer Health (organisch: +12,8% y/y) wurden durch eine höhere Nachfrage nach Nahrungsergänzungsmitteln und einer starken Allergiesaison in Nordamerika gesteigert. Im Bereich Pharmaceuticals (organisch: +16,2% y/y) wirkte sich die Erholung von den COVID-19-Einschränkungen, insbesondere bei Produkten der Frauen- und Augenheilkunde sowie Radiologie, umsatzsteigernd aus. Das bereinigte Konzern-EBITDA gab hingegen um 10,6% auf 2,58 (Vj.: 2,88; unsere Prognose: 2,68; Marktkonsens: 2,87) Mrd. Euro (bereinigte EBITDA-Marge: 23,7% (Vj.: 28,7%)) nach, was auf überproportional gestiegene Herstellkosten (+13,1% y/y) sowie operative Kosten (+11,2% y/y) zurückzuführen ist. Das bereinigte EpS (fortgeführte Aktivitäten) verbesserte sich infolge stark gesunkener Abschreibungen (-18,9% y/y) und eines deutlich besseren Finanzergebnisses (-99 (Vj.: -276) Mio. Euro) um 1,3% auf 1,61 (Vj.: 1,59; unsere Prognose: 1,57; Marktkonsens: 1,53) Euro. Auf berichteter Basis verbesserte sich das EpS auf Grund von geringeren Sonderaufwendungen in Höhe von 3,90 (Vj.: 12,51) Mrd. Euro, die im Zusammenhang mit gebildeten Rückstellungen im Rahmen des Glyphosat-Vergleichs stehen, auf -2,38 (Vj.: -9,79) Euro, war aber weiterhin defizitär.

Bayer	Umsatz (in Mio. EUR)			Umsatz (in Mio. EUR)		
	Q2 2020	Q2 2021	Veränderung gg. Vj.	H1 2020	H1 2021	Veränderung gg. Vj.
Crop Science	4.802	5.021	5%	11.636	11.667	0%
Pharmaceuticals	3.992	4.494	13%	8.538	8.859	4%
Consumer Health	1.201	1.290	7%	2.599	2.542	-2%
Sonstiges	42	40	-5%	96	96	0%
Überleitung	17	9	-47%	30	18	-40%
Konzern	10.054	10.854	8%	22.899	23.182	1%

Quelle: Bayer, NATIONAL-BANK AG

Die Erlöse im ersten Halbjahr (H1) 2021 kletterten leicht um 1,2% (organisch: +7,2% y/y) auf 23,18 (Vj.: 22,90) Mrd. Euro. Das bereinigte EBITDA gab um 8,0% auf 6,70 (Vj.: 7,27) Mrd. Euro nach. Während sich das bereinigte EpS (fortgeführte Aktivitäten) um 1,4% auf 4,20 (Vj.: 4,26) Euro verschlechterte, verbesserte sich das berichtete EpS (fortgeführte Aktivitäten) auf -0,25 (Vj.: -8,20) Euro, war aber weiterhin defizitär.

In Q2 2021 zeigte sich der freie Cashflow deutlich verschlechtert (1,15 (Vj.: 1,40) Mrd. Euro (H1 2021: -2,07 (Vj.: +0,61) Mrd. Euro). Ursächlich waren Zahlungen zur Beilegung von Rechtsstreitigkeiten. Die Nettofinanzverschuldung belief sich per 30.06.2021 auf 34,4 (31.03.2021: 33,9; 31.12.2020: 30,0; 30.06.2020: 36,0) Mrd. Euro. Das Unternehmen verfügt gegenwärtig über niedrige Investmentgrade-Ratings (Moody's: „Baa2“ (Ausblick: „stabil“); S&P: „BBB“ (Ausblick: „stabil“)).

Bayer	Bereinigtes EBITDA (in Mio. EUR)		Veränderung gg. Vj.	Bereinigtes EBITDA (in Mio. EUR)		Veränderung gg. Vj.
	Q2 2020	Q2 2021		H1 2020	H1 2021	
Crop Science	1.365	1.018	-25%	3.976	3.466	-13%
Pharmaceuticals	1.368	1.409	3%	2.962	2.907	-2%
Consumer Health	254	278	9%	555	570	3%
Sonstiges	8	25	>100%	13	26	100%
Überleitung	-112	-153	-	-232	-274	-
Konzern	2.883	2.577	-11%	7.274	6.695	-8%
Bereinigte EBITDA-Marge	28,7%	23,7%	-4,9 PP	31,8%	28,9%	-2,9 PP

Quelle: Bayer, NATIONAL-BANK AG

PP: Prozentpunkte

## Perspektiven

Bayer hat die Guidance für das Geschäftsjahr 2021 (fortgeführte Aktivitäten) im Rahmen des Q2-Berichts erhöht, geht aber von einer geringeren bereinigten EBITDA-Marge aus. Der Konzern strebt nun einen Umsatz von ca. 43,0 (zuvor: 41,0 (wb.: 44,0 (zuvor: 42,0 bis 43,0); Gj. 2020: 41,4)) Mrd. Euro an. Das bereinigte Konzern-EBITDA soll jetzt bei 10,6 bis 10,9 (zuvor: 10,5 bis 10,8 (wb.: 11,2 bis 11,5; Gj. 2020: 11,46)) Mrd. Euro liegen, was einer Marge von ca. 25% (zuvor: 26% (wb.: 26% (zuvor: 27%); Gj. 2020: 27,7%)) entsprechen soll. Das bereinigte EpS wird bei 6,00 bis 6,20 (zuvor: 5,60 bis 5,80 (wb.: 6,40 bis 6,60 (zuvor: 6,10 bis 6,30); Gj. 2020: 6,39)) Euro veranschlagt. Der freie Cashflow wird nun bei -2,0 bis -3,0 (zuvor: -3,0 bis -4,0 (Gj. 2020: 1,34)) Mrd. Euro veranschlagt. Die Nettofinanzverschuldung (wb.) soll bis zum 31.12.2021 bei rund 36,0 (zuvor: 36,0 bis 37,0 (31.12.2020: 30,0)) Mrd. Euro liegen.

Um Rechtsstreitigkeiten und Haftungsrisiken im Zusammenhang mit Glyphosat zu beenden bzw. zu reduzieren beabsichtigt Bayer im August 2021 einen Antrag zur Überprüfung des Falls von Edwin Hardeman beim obersten US-Gerichtshof (Supreme Court) einzureichen. Mitte Mai 2021 wurden Edwin Hardeman bei einem Prozess, worin es um den Zusammenhang zwischen Glyphosat und seiner Krebserkrankung ging, 25 Mio. USD an Schadenersatz zugesprochen. Wenn der Supreme Court den Fall annimmt, beabsichtigt Bayer bis zu einer Entscheidung des Gerichts, die das Unternehmen in 2022 erwartet, keine Vergleichsverhandlungen mehr zu führen. Im Falle eines Urteils zu Bayers Gunsten würden die Rechtsstreitigkeiten um Glyphosat in den USA weitgehend beendet werden. Im Falle eines Gerichtsentseids gegen Bayer, beabsichtigt das Unternehmen künftige Klagen durch Vergleichsverhandlungen und weitere Gerichtsprozesse beizulegen. Hierzu wurden von Bayer in Q2 2021 weitere Rückstellungen in Höhe von 3,8 Mrd. Euro (entspricht 4,5 Mrd. USD) gebildet.

Wir haben unsere Ergebnisprognosen für die Geschäftsjahre 2021e (u.a. berichtetes EpS: 1,91 (alt: 2,83) Euro; bereinigtes EpS: 6,11 (alt 5,80) Euro) und 2022e (u.a. berichtetes EpS: 2,37 (alt: 3,54) Euro; bereinigtes EpS: 5,60 (alt: 6,50) Euro) mehrheitlich gesenkt. Auf Basis unseres Discounted-Cashflow-Modells (Prognosesenkung 2023ff, höheres Beta) haben wir ein neues Kursziel von 48,00 (alt: 61,00) Euro für die Bayer-Aktie ermittelt. Zusammen mit unserer Dividendenerwartung (2,00 Euro je Aktie) für die nächsten 12 Monate ergibt sich ein positiver Gesamtertrag von <10%. Daher lautet unser Votum neu Halten (alt: Kaufen).

## SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> <li>- wenig konjunktursensitives Life Science-Geschäft</li> <li>- margenstarker Pharmabereich</li> <li>- führende Positionen in den einzelnen Segmenten</li> <li>- hohe Bekanntheit und starke Marke</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Abhängigkeit von Zyklen im Agrar-Geschäft</li> <li>- hohe politische und regulatorische Abhängigkeit</li> <li>- Nachholbedarf bei der Medikamenten-Entwicklung</li> <li>- anhaltende Schwierigkeiten im Agrar-Markt</li> </ul>
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Fokussierung auf globale Megatrends Gesundheit und Ernährung</li> <li>- hohes Wachstumspotential aus der Entwicklungs-Pipeline</li> <li>- Portfolio-Optimierungen</li> <li>- Monsanto-Übernahme (führende Position im Agrar-Geschäft, Anhebung des Margenniveaus)</li> <li>- Vergleich bei Glyphosat-Klagen</li> <li>- Postpandemische Erholung</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Fehlschläge in der Forschung und Entwicklung</li> <li>- Kostendruck im Gesundheitswesen</li> <li>- Rechtsrisiken (Schadenersatzklagen, Patentstreitigkeiten)</li> <li>- Rating-Herabstufung</li> </ul>

Quelle: NATIONAL-BANK AG

**Bayer: Gewinn- und Verlustrechnung**

in Mio. EUR (außer Ergebnis je Aktie und Dividende je Aktie)	2018	2019	2020	2021e	2022e
Umsatz	36.743	43.545	41.400	43.056	43.271
Rohertrag/Bruttoergebnis	22.576	26.078	22.262	32.667	33.477
EBITDA	9.695	9.538	-2.910	9.660	10.570
Abschreibungen	-6.241	-5.365	-13.259	-6.157	-6.491
EBIT	3.454	4.173	-16.169	3.503	4.079
Finanzergebnis	-1.596	-1.309	-1.081	-1.184	-1.190
EBT	1.858	2.864	-17.250	2.319	2.889
Steuern	-607	-450	1.689	-487	-607
Ergebnis nach Steuern	1.251	2.414	-15.561	1.832	2.282
Minderheitenanteile	-16	-19	-8	1	1
Nettoergebnis	1.693	4.075	-10.495	1.874	2.326
Anzahl Aktien (Mio. St.)	941	982	982	982	983
Ergebnis je Aktie	1,46	2,44	-15,85	1,91	2,37
Dividende je Aktie	2,80	2,80	2,00	2,00	2,00
in % vom Umsatz					
Umsatz	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Rohertrag/Bruttoergebnis	61,4%	59,9%	53,8%	75,9%	77,4%
EBITDA	26,4%	21,9%	-7,0%	22,4%	24,4%
Abschreibungen	17,0%	12,3%	32,0%	14,3%	15,0%
EBIT	9,4%	9,6%	-39,1%	8,1%	9,4%
EBT	5,1%	6,6%	-41,7%	5,4%	6,7%
Steuern	1,7%	1,0%	-4,1%	1,1%	1,4%
Ergebnis nach Steuern	3,4%	5,5%	-37,6%	4,3%	5,3%
Nettoergebnis	4,6%	9,4%	-25,4%	4,4%	5,4%

Quelle: Bayer, NATIONAL-BANK AG

**Bayer: Bilanz- und Kapitalflussdaten**

in Mio. EUR	2018	2019	2020	2021e	2022e
Bilanzsumme	126.285	126.258	117.046	118.465	117.497
Anlagevermögen	95.352	93.699	81.386	78.157	74.609
Geschäfts- und Firmenwert	36.746	34.709	26.029	26.029	26.029
Vorräte	10.961	10.770	10.961	10.764	10.818
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	11.836	11.678	9.555	12.056	12.116
Liquide Mittel	4.052	3.185	4.191	6.426	8.781
Eigenkapital	46.148	47.517	30.699	30.827	31.146
Verzinsliches Fremdkapital	41.394	39.094	41.766	45.098	48.397
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	5.414	6.426	5.683	5.597	5.625
Summe Fremdkapital	80.137	78.741	86.347	87.638	86.351
Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit	7.917	8.207	4.903	3.534	3.963
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-34.152	-671	-4.073	-2.928	-2.942
Free Cashflow	-26.235	7.536	830	607	1.020
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	23.432	-8.389	423	1.368	1.335
Summe der Cashflows	-2.803	-853	1.253	1.974	2.355

Quelle: Bayer, NATIONAL-BANK AG

**Bayer: Wichtige Kennzahlen**

	2018	2019	2020	2021e	2022e
EV / Umsatz	3,3	2,3	2,0	1,9	1,9
EV / EBITDA	12,3	10,3	neg.	8,6	7,8
EV / EBIT	34,6	23,6	neg.	23,6	20,3
KGV	59,9	26,2	neg.	24,1	19,4
KBV	1,8	1,3	1,9	1,5	1,5
KCV	20,3	19,7	13,7	7,0	5,2
KUV	2,2	1,4	1,1	1,0	1,0
Dividendenrendite	3,2%	4,4%	3,4%	4,3%	4,3%
Eigenkapitalrendite (ROE)	3,7%	8,6%	-34,2%	6,1%	7,5%
ROCE	3,1%	3,8%	-16,8%	3,7%	4,4%
ROI	1,3%	3,2%	-9,0%	1,6%	2,0%
Eigenkapitalquote	36,5%	37,6%	26,2%	26,0%	26,5%
Anlagendeckungsgrad	48,4%	50,7%	37,7%	39,4%	41,7%
Anlagenintensität	75,5%	74,2%	69,5%	66,0%	63,5%
Vorräte / Umsatz	29,8%	24,7%	26,5%	25,0%	25,0%
Forderungen / Umsatz	32,2%	26,8%	23,1%	28,0%	28,0%
Working Capital-Quote	47,3%	36,8%	35,8%	40,0%	40,0%
Nettofinanzverschuldung (in Mio. EUR)	37.342	35.909	37.575	38.672	39.616
Nettofinanzverschuldung / EBITDA	3,9	3,8	-12,9	4,0	3,7
Capex / Umsatz	7,1%	6,1%	5,8%	6,8%	6,8%
Capex / Abschreibungen	41,5%	49,4%	18,2%	47,6%	45,3%
Free Cashflow / Umsatz	-71,4%	17,3%	2,0%	1,4%	2,4%
Free Cash Flow / Aktie (EUR)	-27,89	7,68	0,84	0,62	1,04
Nettofinanzverschuldung / Aktie (EUR)	39,69	36,58	38,25	39,38	40,30
Cash / Aktie (EUR)	4,31	3,24	4,27	6,54	8,93
Buchwert / Aktie (EUR)	49,05	48,40	31,25	31,39	31,68

Quelle: Bayer, NATIONAL-BANK AG



**BT Group**

Halten (Halten)

<b>Kurs am 05.08.21 um 17:35h</b>	174,55 GBP
<b>Erstellung abgeschlossen</b>	06.08.2021/ 12:15h
<b>Erstmals weitergegeben</b>	06.08.2021/ 13:45h
<b>Kursziel</b>	175,00 GBP
<b>Marktkapitalisierung</b>	17,40 Mrd. GBP
<b>Branche</b>	Telekommunikation
<b>Land</b>	Großbritannien
<b>WKN</b>	794796
<b>Reuters</b>	BT.L

<b>Kennzahlen</b>	<b>03/21</b>	<b>03/22e</b>	<b>03/23e</b>
Ergebnis je Aktie (GBP)	14,86	16,39	17,88
Kurs/Gewinn	8,0	10,7	9,8
Dividende je Aktie (GBP)	0,00	7,70	7,70
Div.-Rendite	0,0%	4,4%	4,4%
Kurs/Umsatz	0,6	0,8	0,8
Kurs/Op. Ergebnis	4,6	6,0	5,6
Kurs/Cashflow	2,0	3,5	3,0
Kurs/Buchwert	1,0	1,3	1,2



<b>Performance</b>	<b>3 M</b>	<b>6 M</b>	<b>12 M</b>
Absolut	2,0%	40,2%	68,5%
Relativ z. FTSE 100	13%	30,5%	50,3%

**Erstempfehlung** 03.12.2015**Historie der Umstufungen (12 Monate):****Anlass**

Zahlen für das erste Quartal 2021/22

**Einschätzung**

Der bereinigte Umsatz sank im ersten Quartal (Q1) 2021/22 (30.06.) um 3,4% y/y, womit unsere Prognose verfehlt, die Markterwartung aber in etwa erfüllt werden konnte. Dabei verzeichneten Openreach und nun auch wieder das Konsumentengeschäft Erlösanstiege. Das infolge der Corona-Pandemie im vergangenen Geschäftsjahr schwache Konsumentengeschäft profitierte nun hauptsächlich von BT Sport, welches zuletzt noch Belastungsfaktor gewesen war, und von höheren Geräteverkäufen. Dies wurde jedoch von aufgeschobenen Investitionen und geringeren Aktivitäten im Geschäft mit ausländischen Unternehmen überkompensiert. Das bereinigte EBITDA erhöhte sich wie von uns erwartet um 2,9% y/y. Auf Grund einer steuerlichen Sonderlast brach der berichtete Nettogewinn dagegen auf 2 (Vj.: 448) Mio. GBP ein. Der Ausblick für 2021/22 sowie für 2022/23 wurde bestätigt. Wir haben unsere EpS-Prognosen leicht reduziert (2021/22e (berichtet): 16,39 (alt: 16,61) GBP; bereinigt: 18,81 (alt: 19,04) GBP; 2022/23e (berichtet): 17,88 (alt: 18,12) GBP; bereinigt: 20,31 (alt: 20,55) GBP). In Erwartung eines positiven Gesamtertrags (12 Monate; unsere Dividendenerwartung: 7,70 GBP je Aktie) von <10% votieren wir für die Aktie der BT Group weiterhin mit Halten (Kursziel: unverändert 175,00 GBP (Discounted Cashflow-Modell)).

Markus Jost (Analyst)

## SWOT-Analyse

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

Quelle: NATIONAL-BANK AG

## Continental

Halten (Halten)

<b>Kurs am 05.08.21 um 17:37 h</b>	115,00 EUR
<b>Erstellung abgeschlossen</b>	06.08.2021/ 12:15h
<b>Erstmals weitergegeben</b>	06.08.2021/ 13:45h
<b>Kursziel</b>	124,00 EUR
<b>Marktkapitalisierung</b>	23,00 Mrd. EUR
<b>Branche</b>	Automobile / Zulieferer
<b>Land</b>	Deutschland
<b>WKN</b>	543900
<b>Reuters</b>	CONG.DE

Kennzahlen	12/20	12/21e	12/22e
Ergebnis je Aktie (EUR)	-4,81	6,17	9,23
Kurs/Gewinn	neg.	18,6	12,5
Dividende je Aktie (EUR)	0,00	1,85	2,75
Div.-Rendite	0,0%	1,6%	2,4%
Kurs/Umsatz	0,5	0,7	0,6
Kurs/Op. Ergebnis	neg.	12,8	8,2
Kurs/Cashflow	6,9	6,4	7,0
Kurs/Buchwert	1,5	1,7	1,5



Performance	3 M	6 M	12 M
Absolut	2,6%	-7,9%	39,3%
Relativ z. DAX30	-0,3%	-17,6%	17,6%

**Erstempfehlung** 26.09.2012

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

## Anlass

Zahlen für das zweite Quartal 2021

## Einschätzung

Das Zahlenwerk für das zweite Quartal (Q2) 2021 fiel v.a. ergebnisseitig besser als erwartet aus. Zwar wies Conti basiseffektbedingt (Covid-19-Pandemie) deutliche Anstiege/Verbesserungen (y/y) aus, allerdings blieb der Automobilzulieferer und Reifenhersteller deutlich hinter dem Vorkrisenniveau (Q2 2019) zurück. Zudem zeigte sich bereichs-/divisionsseitig in Q2 ein unterschiedliches Bild (beide im Konzern verbleibenden Automotive-Divisionen - wegen des Halbleiterengpasses - defizitär). Der Ausblick für das Geschäftsjahr 2021 wurde mehrheitlich angepasst (u.a. umsatz- und margenseitig präzisiert und damit gleichzeitig angehoben). Er bedeutet umsatz- und margenseitig, dass Conti in 2021 weiterhin hinter den Werten von 2019 (angepasst um Powertrain) zurückbleibt. Darüber hinaus impliziert die aktualisierte Margen-Guidance (6,5% bis 7,0%), dass das Q3-Q4 schwächer als das Q1-Q2 (7,4%) ausfallen wird. Wir gehen allerdings davon aus, dass sich Conti kontinuierlich den im Dezember 2020 bekannt gegebenen Mittelfristzielen (organisches Umsatzwachstum: 5% bis 8% p.a.; bereinigte EBIT-Marge: rund 8% bis 11%; ROCE: rund 15% bis 20%) annähert. Unsere Prognosen haben wir mehrheitlich erhöht (u.a. EpS 2021e: 6,17 (alt: 5,12) Euro; DpS 2021e: 1,85 (alt: 1,25) Euro; EpS 2022e: 9,23 (alt: 8,24) Euro; DpS 2022e: 2,75 (alt: 2,20) Euro). In Erwartung eines positiven Gesamtertrags (12 Monate) von <10% lautet unser Votum für die Conti-Aktie nach wie vor Halten (Kursziel: 124,00 (alt: 123,00) Euro (Discounted-Cashflow-Modell; Prognoseerhöhung vs. Mittelabfluss an die Aktionäre)).

Sven Diermeier (Senior Analyst)

## Highlights

- Conti ist in Q2 2021 (Umsatz, bereinigtes EBIT) deutlich über dem Krisenquartal (Q2 2020) herausgekommen, blieb aber deutlich hinter dem Vorkrisenniveau (Q2 2019) zurück.
- Das Gearing belief sich per Ende Q2 2021 auf 26%.
- Der Ausblick für das Geschäftsjahr 2021 wurde im Rahmen des Q2-Berichts mehrheitlich angepasst.

## Geschäftsentwicklung

Der Umsatz (inkl. Powertrain) stieg im zweiten Quartal (Q2) 2021 v.a. basiseffektbedingt (Covid-19-Pandemie) um 50% auf 9,91 (Vj.: 6,62; Q2 2019: 11,27; unsere Prognose: 9,75; Marktkonsens: 9,77) Mrd. Euro (Q1 2021: +4% y/y; Q4 2020: -2% y/y; Q3 2020: -7% y/y; Q2 2020: -41% y/y; Q1 2020: -11% y/y). Auf organischer Basis ergab sich ein Erlösplus von 55% y/y (Q1 2021: +9% y/y; Q4 2020: +4% y/y; Q3 2020: -3% y/y; Q2 2020: -40% y/y; Q1 2020: -11% y/y). Dabei konnten alle fünf Divisionen auf organischer Basis deutliche Umsatzsteigerungen ausweisen. Das bereinigte Konzern-EBIT (inkl. Powertrain) verbesserte sich auf +711 (Vj.: -635; Q2 2019: 865; unsere Prognose: +655; Marktkonsens: +556) Mio. Euro, was einer bereinigten EBIT-Marge von +7,2% (Vj.: -9,8%; Q2 2019: +7,7%) entspricht. Dabei zeigten alle fünf Divisionen Ergebnis- und Margenverbesserungen. Die beiden verbleibenden Divisionen des Automotive-Bereichs waren allerdings defizitär. Das EpS verbesserte sich auf +2,27 (Vj.: -3,07; unsere Prognose: +1,75; Marktkonsens: +1,54) Euro.

Continental	Umsatz (in Mio. EUR)			Umsatz (in Mio. EUR)		
	Q2 2020	Q2 2021	Veränderung gg. Vj.	H1 2020	H1 2021	Veränderung gg. Vj.
Autonomous Mobility & Safety	1.256	1.847	47,0%	3.317	3.882	17,1%
Powertrain	1.131	1.828	61,6%	2.960	3.826	29,2%
Vehicle Networking and Information	1.315	1.961	49,1%	3.450	4.041	17,2%
Reifen (Tires)	1.912	2.888	51,0%	4.396	5.631	28,1%
ContiTech	1.064	1.491	40,2%	2.585	3.012	16,5%
Konsolidierung	-59	-107	-	-174	-226	-
Konzern	6.620	9.908	49,7%	16.532	20.167	22,0%

Quelle: Continental, NATIONAL-BANK AG

Im ersten Halbjahr (H1) 2021 kletterte der Umsatz (inkl. Powertrain) um 22% y/y. Das bereinigte EBIT (inkl. Powertrain) verbesserte sich auf +1.545 (Vj.: -201) Mio. Euro (bereinigtes EBIT: +7,7% (Vj.: -1,2%)) und das EpS auf +4,96 (Vj.: -2,24) Euro.

Der freie Cashflow (vor Akquisitionen und Carve-Out-Effekten) zeigte sich in Q2 2021 auf Grund der Ergebnisentwicklung, einer niedrigeren Mittelbindung (Working Capital) und geringerer Investitionen deutlich verbessert und war positiv (+327 (V.: -1.833) Mio. Euro; H1 2021: +997 (Vj.: -1.981) Mio. Euro). Das Gearing hat im Quartalsverlauf stagniert und bezifferte sich per Ende Juni 2021 auf 26% (31.03.2021: 26%; 31.12.2020: 33%; 30.06.2020: 41%; 31.12.2019: 26%; 31.12.2018: 9%). Conti verfügt über niedrige Investmentgrade-Ratings (Moody's: „Baa2“ (Ausblick: „negativ“); S&P: „BBB“ (Ausblick: „negativ“)).

Continental	Bereinigtes EBIT (in Mio. EUR)		Veränderung gg. Vj.	Bereinigtes EBIT (in Mio. EUR)		Veränderung gg. Vj.
	Q2 2020	Q2 2021		H1 2020	H1 2021	
Autonomous Mobility & Safety	-186	-25	-	-126	72	-
EBIT-Marge	-14,8%	-1,4%	13,4 PP	-3,8%	1,9%	5,7 PP
Powertrain	-184	174	-	-172	251	-
EBIT-Marge	-16,3%	9,5%	25,8 PP	-5,8%	6,5%	12,4 PP
Vehicle Networking and Information	-278	-36	-	-261	49	-
EBIT-Marge	-21,1%	-1,8%	19,3 PP	-7,6%	1,2%	8,8 PP
Reifen (Tires)	37	515	>100%	301	970	>100%
EBIT-Marge	1,9%	17,8%	15,9 PP	6,8%	17,2%	10,4 PP
ContiTech	-1	122	-	117	282	>100%
EBIT-Marge	-0,1%	8,2%	8,3 PP	4,5%	9,4%	4,8 PP
Konsolidierung	-23	-38	-	-60	-79	-
Konzern	-634	711	-	-201	1.545	-
EBIT-Marge	-9,6%	7,2%	16,8 PP	-1,2%	7,7%	8,9 PP

Quelle: Continental, NATIONAL-BANK AG

PP: Prozentpunkte

## Perspektiven

Conti hat im Rahmen mehrerer Kapitalmarkttag (Dezember 2020) die neue Strategie (Automotive: Produkte und Systeme für assistiertes und autonomes Fahren, Dienstleistungen für Automobilhersteller, End- und Flottenkunden sowie Architektur-, Vernetzungs- und Softwarelösungen; Reifen: Marktanteilsgewinne in Asien und Nordamerika; ContiTech: Lösungen jenseits von Kautschuk) vorgestellt. Diese trägt u.E. den Trends in der Automobilindustrie (u.a. Digitalisierung) sowie den Marktstellungen des Konzerns (u.a. bereits hoher Marktanteil bei Reifen in Europa im Gegensatz zu Nordamerika und Asien) Rechnung. Wir erachten die Strategie als schlüssig. Die Division Powertrain (Vitesco Technologies) soll im September 2021 an die Conti-Aktionäre abgespalten werden (entspricht einer Sachdividende; für fünf Conti-Aktien zusätzlich eine Vitesco-Aktie). Aus der neu vorgestellten Strategie leitet Conti u.E. optimistische Mittelfristziele (ohne Berücksichtigung von Powertrain) ab (u.a. organisches Umsatzwachstum: rund 5% bis 8% p.a.; bereinigte EBIT-Marge: rund 8% bis 11%; ROCE: rund 15% bis 20%; Barmittel-Umwandlungsrate: >70%). Es wird ein niedrigeres Investmentgrade-Rating „BBB+“ bzw. „BBB“ angestrebt (Eigenkapitalquote (Ziel): >30%; Gearing (Ziel): <40%). Die Ausschüttungsquote soll sich auf 15% bis 30% belaufen.

Im Rahmen des Q2-Berichts (am 05.08.) hat Conti den Ausblick für das Geschäftsjahr 2021 (fortgeführte Aktivitäten (d.h. exklusive Powertrain)) mehrheitlich angepasst. Demnach soll sich der Umsatz nun auf 33,5 bis 34,5 (bisher: 32,5 bis 34,5; Gj. 2020 exkl. Powertrain: 30,8; Gj. 2019 exkl. Powertrain: 36,7) Mrd. Euro sowie eine bereinigte EBIT-Marge von rund 6,5% bis 7,0% (bisher: rund 6% bis 7%; Gj. 2020 exkl. Powertrain: 4,5%; Gj. 2019 exkl. Powertrain: 8,6%; H1 2021: 7,4%) belaufen. Die Sonderbelastungen (Restrukturierung, Carve-Out) sollen sich weiterhin auf rund 300 Mio. Euro und die Kaufpreisallokation auf <200 (bisher: fast 200) Mio. Euro belaufen. Zudem sieht Conti Gegenwind (500 (bisher: 350) Mio. Euro) durch die Rohstoffpreise. Das Finanzergebnis wird bei rund -180 (bisher: rund -220) Mio. Euro und die Steuerquote weiterhin bei rund 27% erwartet. Bei einer Investitionsquote von rund 7% soll sich der freie Cashflow (vor Akquisitionen und Carve-Out-Effekten) nach wie vor auf 1,1 bis 1,5 Mrd. Euro belaufen.

Unsere Prognosen für die Geschäftsjahre 2021e (u.a. EpS: 6,17 (alt: 5,12) Euro; Dividende je Aktie: 1,85 (alt: 1,25) Euro) und für 2022e (u.a. EpS: 9,23 (alt: 8,24) Euro; Dividende je Aktie: 2,75 (alt: 2,20) Euro) haben wir erhöht. Auf Basis unseres Discounted-Cashflow-Modells (Prognoseerhöhung vs. Mittelabfluss an die Aktionäre) haben wir für die Continental-Aktie ein neues Kursziel von 124,00 (alt: 123,00) Euro ermittelt. Zusammen mit unserer Dividendenerwartung (12 Monate: 1,85 Euro je Aktie) ergibt sich ein positiver Gesamtertrag (12 Monate) von <10%. Unser Halten-Votum für die Conti-Aktie hat daher Bestand.

## SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> <li>- führende Marktpositionen bei den für das Unternehmen relevanten Produkten</li> <li>- Kundenbeziehungen zu jedem großen Autobauer</li> <li>- attraktives Produktportfolio</li> <li>- hohe technologische Kompetenz</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- vergleichsweise hoher Anteil des Automobilgeschäfts</li> <li>- noch zu geringe Präsenz in Wachstumsregionen (hohe Abhängigkeit von Deutschland/Europa)</li> <li>- konjunkturreaktives Geschäftsmodell</li> <li>- keine Dividendenkontinuität</li> </ul>
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Produktinnovationen</li> <li>- zunehmende Wertschöpfung von Zulieferern an der Automobilproduktion ermöglicht überdurchschnittliches Wachstum im Vergleich zum Automobilproduktionswachstum</li> <li>- optimistischer Mittelfristausblick</li> <li>- dynamische Konjunkturerholung (Überwinden der Covid-19-Pandemie)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- (globaler) Konjunkturabschwung (Covid-19-Pandemie)</li> <li>- automobiler Strukturwandel („begünstigt“ Fehlinvestitionen und Wertberichtigungen)</li> <li>- Marktmacht der Automobilhersteller</li> <li>- Ratingherabstufung</li> </ul>

Quelle: NATIONAL-BANK AG

**Continental: Gewinn- und Verlustrechnung**

in Mio. EUR (außer Ergebnis je Aktie und Dividende je Aktie)	2018	2019	2020	2021e	2022e
Umsatz	44.404	44.478	37.722	33.754	36.201
Bruttoergebnis	11.105	10.585	8.589	8.371	9.666
EBITDA	6.236	4.977	3.034	3.998	5.037
Abschreibungen	2.208	5.246	3.752	2.200	2.240
EBIT	4.028	-268	-718	1.798	2.797
Finanzergebnis	-178	-320	-212	-185	-200
EBT	3.850	-589	-930	1.613	2.597
Steuern	-892	-582	11	-436	-701
Ergebnis nach Steuern	2.958	-1.171	-919	1.178	1.896
Minderheitenanteile	-61	-54	-43	-45	-50
Nettoergebnis	2.897	-1.225	-962	1.235	1.846
Anzahl Aktien (Mio. St.)	200	200	200	200	200
Ergebnis je Aktie	14,49	-6,13	-4,81	6,17	9,23
Dividende je Aktie	4,75	3,00	0,00	1,85	2,75
in % vom Umsatz					
Umsatz	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Bruttoergebnis	25,0%	23,8%	22,8%	24,8%	26,7%
EBITDA	14,0%	11,2%	8,0%	11,8%	13,9%
Abschreibungen	-5,0%	-11,8%	-9,9%	-6,5%	-6,2%
EBIT	9,1%	-0,6%	-1,9%	5,3%	7,7%
EBT	8,7%	-1,3%	-2,5%	4,8%	7,2%
Steuern	2,0%	1,3%	0,0%	1,3%	1,9%
Ergebnis nach Steuern	6,7%	-2,6%	-2,4%	3,5%	5,2%
Nettoergebnis	6,5%	-2,8%	-2,5%	3,7%	5,1%

Quelle: Continental, NATIONAL-BANK AG

**Continental: Bilanz- und Kapitalflussdaten**

in Mio. EUR	2018	2019	2020	2021e	2022e
Bilanzsumme	40.445	42.568	39.638	39.933	40.997
Anlagevermögen	23.659	24.725	23.118	22.646	22.850
Geschäfts- und Firmenwert	7.233	5.114	4.362	4.362	4.362
Vorräte	4.521	4.694	4.238	4.015	4.161
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	7.858	7.712	7.353	6.966	7.219
Liquide Mittel	2.761	3.342	2.939	4.285	4.717
Eigenkapital	18.333	15.876	12.639	13.919	15.445
Verzinsliches Fremdkapital	4.607	7.619	7.334	7.287	7.240
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	7.293	7.111	5.933	5.621	5.825
Summe Fremdkapital	22.112	26.693	26.999	26.014	25.552
Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit	4.977	4.414	2.714	3.570	3.292
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-3.626	-3.653	-1.835	-2.278	-2.444
Free Cashflow	1.351	762	879	1.292	849
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	-471	-220	-1.141	-48	-417
Summe der Cashflows	880	542	-262	1.244	432

Quelle: Continental, NATIONAL-BANK AG

**Continental: Wichtige Kennzahlen**

	2018	2019	2020	2021e	2022e
EV / Umsatz	0,9	0,7	0,6	0,8	0,8
EV / EBITDA	6,4	6,0	7,6	6,8	5,4
EV / EBIT	9,9	neg.	neg.	15,2	9,7
KBV	13,2	neg.	neg.	18,6	12,5
KBV	2,1	1,6	1,5	1,7	1,5
KCV	7,7	5,8	6,9	6,4	7,0
KUV	0,9	0,6	0,5	0,7	0,6
Dividendenrendite	2,5%	2,4%	0,0%	1,6%	2,4%
Eigenkapitalrendite (ROE)	15,8%	-7,7%	-7,6%	8,9%	12,0%
ROCE	14,0%	-0,9%	-2,5%	6,4%	9,8%
ROI	7,2%	-2,9%	-2,4%	3,1%	4,5%
Eigenkapitalquote	45,3%	37,3%	31,9%	34,9%	37,7%
Anlagendeckungsgrad	77,5%	64,2%	54,7%	61,5%	67,6%
Anlagenintensität	58,5%	58,1%	58,3%	56,7%	55,7%
Vorräte / Umsatz	10,2%	10,6%	11,2%	11,9%	11,5%
Forderungen / Umsatz	17,7%	17,3%	19,5%	20,6%	19,9%
Working Capital-Quote	11,5%	11,9%	15,0%	15,9%	15,3%
Nettofinanzverschuldung (in Mio. EUR)	1.846	4.277	4.396	3.001	2.523
Nettofinanzverschuldung / EBITDA	0,3	0,9	1,4	0,8	0,5
Capex / Umsatz	7,0%	6,7%	5,1%	6,8%	6,8%
Capex / Abschreibungen	141,5%	56,8%	51,8%	103,6%	109,1%
Free Cashflow / Umsatz	3,0%	1,7%	2,3%	3,8%	2,3%
Free Cash Flow / Aktie (EUR)	6,75	3,81	4,39	6,46	4,24
Nettofinanzverschuldung / Aktie (EUR)	9,23	21,39	21,98	15,01	12,61
Cash / Aktie (EUR)	13,81	16,71	14,69	21,43	23,58
Buchwert / Aktie (EUR)	91,66	79,38	63,19	69,59	77,22

Quelle: Continental, NATIONAL-BANK AG

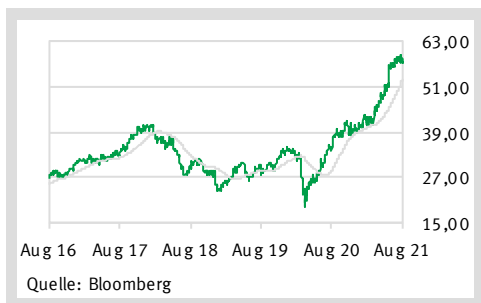


## Deutsche Post

Halten (Halten)

<b>Kurs am 05.08.21 um 17:35 h</b>	57,87 EUR
<b>Erstellung abgeschlossen</b>	06.08.2021/ 12:15h
<b>Erstmals weitergegeben</b>	06.08.2021/ 13:45h
<b>Kursziel</b>	61,00 EUR
<b>Marktkapitalisierung</b>	71,49 Mrd. EUR
<b>Branche</b>	Industrie
<b>Land</b>	Deutschland
<b>WKN</b>	555200
<b>Reuters</b>	DPWGN.DE

Kennzahlen	12/20	12/21e	12/22e
Ergebnis je Aktie (EUR)	2,41	3,62	3,71
Kurs/Gewinn	14,0	16,0	15,6
Dividende je Aktie (EUR)	1,35	1,55	1,65
Div.-Rendite	4,0%	2,7%	2,9%
Kurs/Umsatz	0,6	0,9	0,9
Kurs/Op. Ergebnis	8,6	9,9	9,7
Kurs/Cashflow	5,4	8,8	8,4
Kurs/Buchwert	3,0	4,1	3,5



Performance	3 M	6 M	12 M
Absolut	12,4%	37,1%	59,0%
Relativ z. DAX30	9,5%	27,4%	37,3%

**Erstempfehlung** 16.09.2005

### Historie der Umstufungen (12 Monate):

04.06.2021	Von Kaufen auf Halten
11.11.2020	Von Halten auf Kaufen

## Anlass

Zahlen für das zweite Quartal 2021

## Einschätzung

Der Bericht für das zweite Quartal (Q2) 2021 (EBIT (zentrale Ergebnissteuerungsgröße des Unternehmens): 2.083 Mio. Euro) bestätigte im Großen und Ganzen den vorläufigen Wert (rund 2.075 Mio. Euro) von Anfang Juli, der (deutlich) über den Erwartungen gelegen hatte. Der Umsatz und das EpS (jeweils erstmals veröffentlicht) lagen weitgehend im Rahmen unserer Erwartungen. Die Deutsche Post hat den Anfang Juli (im Rahmen der Q2-Eckdaten) teilweise erneut erhöhten Ausblick für die Geschäftsjahre 2021 und 2023 bzw. den Zeitraum 2021-2023 nun im Rahmen des Q2-Berichts wiederholt. Er bedeutet weitere Ergebnissteigerungen (EBIT-Ziel 2021: >7,0 Mrd. Euro vs. EBIT-Ziel 2023: >7,4 Mrd. Euro), impliziert aber eine starke Abnahme der Gewinndynamik. Beim freien Cashflow impliziert er sogar einen Rückgang (Guidance 2021: >3,2 Mrd. Euro; Guidance 2021-2023: rund 9 Mrd. Euro; impliziert rund 3 Mrd. Euro p.a.). Wir haben unsere Prognosen mehrheitlich leicht erhöht (u.a. EpS 2021e: 3,62 (alt: 3,57) Euro; EpS 2022e: 3,71 (alt: 3,65) Euro). In Erwartung eines positiven Gesamtertrags (12 Monate) von >10% lautet unser Votum für die Deutsche Post-Aktie (Xetra-Schlusskurs vom 05.08.2021 (57,87 Euro): -3% ggü. Allzeithoch vom 23.07.2021 (59,60 Euro)) weiterhin Halten (Kursziel: unverändert 61,00 Euro (Discounted-Cashflow-Modell; Prognoseerhöhung vs. Mittelabfluss an die Aktionäre)).

Sven Diermeier (Senior Analyst)

## Highlights

- Das Q2-EBIT entsprach im Großen und Ganzen dem vorläufigen Wert.
- Der Umsatz ist in Q2 2021 auf organischer Basis um 24,6% gestiegen.
- Die Deutsche Post hat die Ziele für 2021, für 2023 und für den Zeitraum 2021 und 2023 wiederholt.

## Geschäftsentwicklung

Der Umsatz stieg im zweiten Quartal (Q2) 2021 um 22,2% auf 19,47 (Vj.: 15,94; unsere Prognose: 19,14; Marktkonsens: 18,64) Mrd. Euro (Q1 2021: +22,0% y/y; Q4 2020: +12,7% y/y; Q3 2020: +4,4% y/y; Q2 2020: +3,1% y/y; Q1 2020: +0,9% y/y). Bereinigt um Konsolidierungs- und Währungseffekte (d.h. auf organischer Basis (lfl.)) ergab sich ein Erlösplus von 24,6% y/y (Q1 2021: +25,8%; Q4 2020: +17,6% y/y; Q3 2020: +9,0% y/y; Q2 2020: +4,6% y/y; Q1 2020: +1,8% y/y). Alle Bereiche wiesen Erlösanstiege (berichtet/organisch) aus, wobei diese bei der Kontraktlogistik unterdurchschnittlich ausfielen. Das berichtete Konzern-EBIT wurde mehr als zweifacht (2.083 (Vj.: 912; vorläufig: rund 2.075) Mio. Euro). Alle Bereiche zeigten Ergebnisanstiege. Hauptverantwortlich für die Ergebnisverbesserung auf der Konzernebene war der Bereich Express (EBIT: 1.177 (Vj.: 565) Mio. Euro). Das EpS wurde ebenfalls mehr als verdoppelt (1,05 (Vj.: 0,43; unsere Prognose: 1,03; Marktkonsens: 0,90) Euro).

Deutsche Post	Umsatz (in Mio. EUR)			Umsatz (in Mio. EUR)		
	Q2 2020	Q2 2021	Veränderung gg. Vj.	H1 2020	H1 2021	Veränderung gg. Vj.
Post & Paket Deutschland	3.878	4.164	7,4%	7.837	8.719	11,3%
Expressdienstleistungen	4.517	5.952	31,8%	8.667	11.451	32,1%
Luft-, See- und Landfracht	4.139	5.235	26,5%	7.721	9.987	29,3%
Kontraktlogistik	2.733	3.315	21,3%	5.965	6.556	9,9%
eCommerce Lösungen	1.162	1.434	23,4%	2.158	2.888	33,8%
Holding / Konsolidierung	-492	-627	-	-947	-1.268	-
<b>Konzern</b>	<b>15.937</b>	<b>19.473</b>	<b>22,2%</b>	<b>31.401</b>	<b>38.333</b>	<b>22,1%</b>

Quelle: Deutsche Post, NATIONAL-BANK AG

Im ersten Halbjahr (H1) 2021 kletterte der Konzernerlös um 22% y/y. Das EBIT kletterte auf 3,99 (Vj.: 1,50) Mrd. Euro (EBIT-Marge: 10,4% (Vj.: 4,8%) und das EpS auf 2,01 (Vj.: 0,67) Euro.

Der freie Cashflow zeigte sich in Q2 2021 wegen der Ergebnisentwicklung verbessert und war positiv (Q2 2021: +916 (Vj.: +605) Mio. Euro; H1 2021: +2.102 (Vj.: +196) Mio. Euro). Die Kennzahl FFO zu Nettoverschuldung belief sich per Ende Juni 2021 auf 58,7% (31.03.2021: 48,0%; 31.12.2020: 37,6%; 31.12.2019: 28,7%; 31.12.2018: 33,1%). Der Konzern verfügt gegenwärtig bei Moody's über ein „A3“-Rating (Unternehmensziel: „Baa1“) mit „stabilem“ Ausblick.

Deutsche Post	EBIT (in Mio. EUR)		Veränderung	EBIT (in Mio. EUR)		Veränderung
	Q2 2020	Q2 2021	gg. Vj.	H1 2020	H1 2021	gg. Vj.
Post & Paket Deutschland	264	315	19,3%	598	871	45,7%
EBIT-Marge	6,8%	7,6%	0,8 PP	7,6%	10,0%	2,4 PP
Expressdienstleistungen	565	1.177	>100%	958	2.138	>100%
EBIT-Marge	12,5%	19,8%	7,3 PP	11,1%	18,7%	7,6 PP
Luft-, See- und Landfracht	190	312	64,2%	264	528	100,0%
EBIT-Marge	4,6%	6,0%	1,4 PP	3,4%	5,3%	1,9 PP
Kontraktlogistik	33	198	>100%	138	365	>100%
EBIT-Marge	1,2%	6,0%	4,8 PP	2,3%	5,6%	3,3 PP
eCommerce Lösungen	1	116	>100%	7	233	>100%
EBIT-Marge	0,1%	8,1%	8,0 PP	0,3%	8,1%	7,7 PP
Holding / Konsolidierung	-141	-35	-	-462	-141	-
<b>Konzern</b>	<b>912</b>	<b>2.083</b>	<b>&gt;100%</b>	<b>1.503</b>	<b>3.994</b>	<b>&gt;100%</b>
EBIT-Marge	5,7%	10,7%	5,0 PP	4,8%	10,4%	5,6 PP

Quelle: Deutsche Post, NATIONAL-BANK AG

PP: Prozentpunkte

## Perspektiven

Die Anfang Juli teilweise erneut erhöhte Guidance wurde im Rahmen des Q3-Berichts (am 05.08.) wiederholt. Demnach soll das EBIT im Geschäftsjahr 2021 bei >7,0 (Gj. 2020 berichtet: 4,85; Gj. 2020 bereinigt: 5,43; Gj. 2019 berichtet: 4,13; Gj. 2019 bereinigt: 4,05) Mrd. Euro herauskommen. Bei Bruttoinvestitionen von rund 3,9 (Gj. 2020: 3,00; Gj. 2019: 3,62) Mrd. Euro visiert der Konzern einen freien Cashflow von >3,2 (Gj. 2020: 2,54; Gj. 2019: 87) Mrd. Euro an. Die Steuerquote sieht die Deutsche Post bei rund 28% (Gj. 2020: 23,9%). Die EBIT-Guidance für das Geschäftsjahr 2023 liegt bei >7,4 Mrd. Euro. Im Dreijahreszeitraum 2021 bis 2023 sind Bruttoinvestitionen von rund 11 Mrd. Euro budgetiert. Der freie Cashflow (2021-2023, kumuliert) wird bei rund 9 Mrd. Euro (entspricht rund 3 Mrd. Euro p.a.) gesehen.

Unsere Prognosen für die Geschäftsjahre 2021e (u.a. EpS: 3,62 (alt: 3,57) Euro; Dividende je Aktie: unverändert 1,55 Euro) und 2022e (u.a. EpS: 3,71 (alt: 3,65) Euro; Dividende je Aktie: unverändert 1,65 Euro) haben wir mehrheitlich leicht erhöht. Auf Basis unseres Discounted-Cashflow-Modells (Prognoseerhöhung vs. Mittelabfluss an die Aktionäre) haben wir für die Deutsche Post-Aktie ein unverändertes Kursziel von 61,00 Euro ermittelt. Zusammen mit unserer Dividendenerwartung (12 Monate: 1,55 Euro je Aktie) ergibt sich ein positiver Gesamtertrag (12 Monate) von <10%. Unser Votum für die Deutsche Post-Aktie lautet daher weiterhin Halten.

## SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> <li>- gute Marktstellung vor allem in den Geschäftsreichen Brief und Logistik</li> <li>- trotz Marktliberalisierung nahezu Monopolstellung im nationalen Briefgeschäft</li> <li>- eines der wenigen Logistikunternehmen mit weltweiter Präsenz</li> <li>- erfreuliche Guidance bis 2023</li> <li>- Aktienrückkaufprogramm</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Frachtgeschäft ist konjunktursensibel</li> <li>- hohe Fixkosten vor allem im Expressgeschäft</li> <li>- Bewertung mit Konglomeratsabschlag</li> <li>- Briefgeschäft an regulatorische Rahmenbedingungen gebunden</li> <li>- Briefgeschäft strukturell rückläufig</li> <li>- hohe Firmenwerte</li> </ul>
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Paketgeschäft profitiert von steigendem Onlinehandel, eventuell strukturelle Beschleunigung infolge der Covid-19-Pandemie</li> <li>- unverändert hohe Nachfrage in Schwellenländern, insbesondere im Expressgeschäft</li> <li>- Marktberreinigung durch Covid-19-Pandemie</li> <li>- dynamische Konjunkturerholung</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Verringerung des strukturellen Globalisierungstempos infolge der Covid-19-Pandemie</li> <li>- hoher Investitionsbedarf in Infrastruktur für das Express- und Frachtgeschäft</li> <li>- amazon.com baut eigenen Lieferservice auf</li> </ul>

Quelle: NATIONAL-BANK AG

**Deutsche Post: Gewinn- und Verlustrechnung**

in Mio. EUR (außer Ergebnis je Aktie und Dividende je Aktie)	2018	2019	2020	2021e	2022e
Umsatz	61.550	63.341	66.806	75.324	77.019
Rohertrag	29.877	31.271	33.012	37.285	38.201
EBITDA	6.454	7.812	8.677	11.056	11.244
Abschreibungen	-3.292	-3.684	-3.830	-3.825	-3.850
EBIT	3.162	4.128	4.847	7.231	7.394
Finanzergebnis	-576	-654	-676	-625	-600
EBT	2.586	3.474	4.171	6.606	6.794
Steuern	-362	-698	-995	-1.833	-1.885
Ergebnis nach Steuern	2.224	2.776	3.176	4.773	4.909
Minderheitenanteile	-149	-153	-197	-300	-325
Nettoergebnis	2.075	2.623	2.979	4.473	4.584
Anzahl Aktien (Mio. St.)	1.230	1.234	1.237	1.237	1.235
Ergebnis je Aktie	1,69	2,13	2,41	3,62	3,71
Dividende je Aktie	1,15	1,15	1,35	1,55	1,65
in % vom Umsatz					
Umsatz	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Rohertrag	48,5%	49,4%	49,4%	49,5%	49,6%
EBITDA	10,5%	12,3%	13,0%	14,7%	14,6%
Abschreibungen	5,3%	5,8%	5,7%	5,1%	5,0%
EBIT	5,1%	6,5%	7,3%	9,6%	9,6%
EBT	4,2%	5,5%	6,2%	8,8%	8,8%
Steuern	0,6%	1,1%	1,5%	2,4%	2,4%
Ergebnis nach Steuern	3,6%	4,4%	4,8%	6,3%	6,4%
Nettoergebnis	3,4%	4,1%	4,5%	5,9%	6,0%

Quelle: Deutsche Post, NATIONAL-BANK AG

**Deutsche Post: Bilanz- und Kapitalflussdaten**

in Mio. EUR	2018	2019	2020	2021e	2022e
Bilanzsumme	50.470	52.169	55.307	58.290	60.141
Anlagevermögen	34.804	37.117	37.046	37.046	36.821
Geschäfts- und Firmenwert	11.199	11.336	10.998	10.998	10.998
Vorräte	454	396	439	495	506
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	8.247	8.561	8.985	10.131	10.359
Liquide Mittel	3.017	2.862	4.482	6.177	7.924
Eigenkapital	13.873	14.392	14.078	17.494	20.485
Verzinsliches Fremdkapital	16.462	16.974	19.098	17.808	16.555
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	7.422	7.225	7.309	8.241	8.426
Summe Fremdkapital	36.597	37.777	41.229	40.796	39.656
Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit	5.796	6.049	7.699	8.167	8.542
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-2.777	-2.140	-3.640	-3.825	-3.625
Free Cashflow	3.019	3.909	4.059	4.342	4.917
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	-3.039	-4.112	-2.250	-2.647	-3.170
Summe der Cashflows	-20	-203	1.809	1.695	1.748

Quelle: Deutsche Post, NATIONAL-BANK AG

**Deutsche Post: Wichtige Kennzahlen**

	2018	2019	2020	2021e	2022e
EV / Umsatz	0,9	0,8	0,8	1,2	1,1
EV / EBITDA	8,2	6,5	6,5	7,9	7,7
EV / EBIT	16,8	12,2	11,6	12,0	11,7
KGV	19,2	13,8	14,0	16,0	15,6
KBV	2,9	2,5	3,0	4,1	3,5
KCV	6,9	6,0	5,4	8,8	8,4
KUV	0,6	0,6	0,6	0,9	0,9
Dividendenrendite	3,6%	3,9%	4,0%	2,7%	2,9%
Eigenkapitalrendite (ROE)	15,0%	18,2%	21,2%	25,6%	22,4%
ROCE	8,8%	10,6%	12,4%	18,3%	18,8%
ROI	4,1%	5,0%	5,4%	7,7%	7,6%
Eigenkapitalquote	27,5%	27,6%	25,5%	30,0%	34,1%
Anlagendeckungsgrad	39,9%	38,8%	38,0%	47,2%	55,6%
Anlagenintensität	69,0%	71,1%	67,0%	63,6%	61,2%
Vorräte / Umsatz	0,7%	0,6%	0,7%	0,7%	0,7%
Forderungen / Umsatz	13,4%	13,5%	13,4%	13,4%	13,4%
Working Capital-Quote	2,1%	2,7%	3,2%	3,2%	3,2%
Nettofinanzverschuldung (in Mio. EUR)	13.445	14.112	14.616	11.631	8.631
Nettofinanzverschuldung / EBITDA	2,1	1,8	1,7	1,1	0,8
Capex / Umsatz	4,3%	5,7%	4,4%	5,1%	4,7%
Capex / Abschreibungen	80,5%	98,0%	76,3%	100,0%	94,2%
Free Cashflow / Umsatz	4,9%	6,2%	6,1%	5,8%	6,4%
Free Cash Flow / Aktie (EUR)	2,45	3,17	3,28	3,51	3,98
Nettofinanzverschuldung / Aktie (EUR)	10,93	11,43	11,82	9,40	6,99
Cash / Aktie (EUR)	2,45	2,32	3,62	4,99	6,41
Buchwert / Aktie (EUR)	11,28	11,66	11,38	14,14	16,58

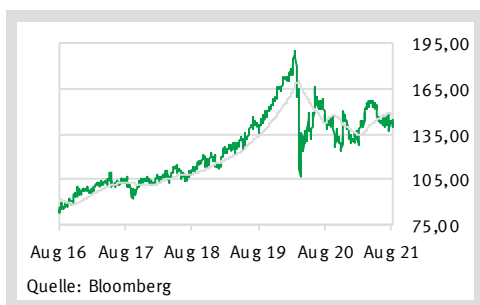
Quelle: Deutsche Post, NATIONAL-BANK AG

## Hannover Rück

Halten (Halten)

<b>Kurs am 05.08.21 um 17:35 h</b>	145,45 EUR
<b>Erstellung abgeschlossen</b>	06.08.2021/ 12:15h
<b>Erstmals weitergegeben</b>	06.08.2021/ 13:45h
<b>Kursziel</b>	150,00 EUR
<b>Marktkapitalisierung</b>	17,54 Mrd. EUR
<b>Branche</b>	Versicherungen
<b>Land</b>	Deutschland
<b>WKN</b>	840221
<b>Reuters</b>	HNRGn.DE

Kennzahlen	12/20	12/21e	12/22e
Ergebnis je Aktie (EUR)	7,32	10,59	12,62
Kurs/Gewinn	17,8	13,7	11,5
Dividende je Aktie (EUR)	4,50	5,70	6,30
Div.-Rendite	3,5%	3,9%	4,3%
Kurs/Umsatz	0,6	0,7	0,6
Kurs/Op. Ergebnis	12,9	9,5	7,9
Combined Ratio	101,6%	96,9%	94,9%
Kurs/Buchwert	1,4	1,5	1,4



Performance	3 M	6 M	12 M
Absolut	-3,9%	5,4%	5,3%
Relativ z. MDAX	-13,6%	-3,5%	-25,9%

**Erstempfehlung** 13.05.2014

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

## Anlass

Zahlen für das zweite Quartal 2021

## Einschätzung

Das Zahlenwerk für das zweite Quartal (Q2) 2021 fiel besser als erwartet aus. Ursächlich dafür war u.a. ein deutlich verbessertes Kapitalanlageergebnis. Die Bilanzkennzahlen (per 30.06.2021) lagen aus unserer Sicht auf einem guten Niveau. Im Rahmen der Veröffentlichung bestätigte der Rückversicherer die Guidance für 2021 zum Großteil. Lediglich bei der Prognose zu den gebuchten Bruttoprämien ist der Rückversicherer etwas optimistischer geworden. Aus unserer Sicht weist die Guidance auf, dass Hannover Rück für das laufende Jahr weiterhin mit großen Fortschritten hin zu einer Normalisierung der Wirtschaftslage und damit der Geschäftstätigkeit rechnet, jedoch zeigt das Großschadensbudget, dass dennoch mit einer höheren Belastung als vor der Pandemie gerechnet wird. Zusätzlich dazu dürfte sich u.E. die hohe Schadensbelastung auf Grund von Naturkatastrophen in den letzten Monaten (Überschwemmungen in Westeuropa und China; Waldbrände in den USA, auf dem Balkan und in der Türkei) ebenfalls erheblich auswirken. Die Aktie reagierte auf das Zahlenwerk mit einem Anstieg um 2,7%. Wir lassen unsere Prognosen (EpS 2021e: 10,59 Euro; DpS 2021e: 5,70 Euro; EpS 2022e: 12,62 Euro; DpS 2022e: 6,30 Euro) vorerst unverändert. Bei einem von uns erwarteten positiven Gesamtertrag (12 Monate) von unter 10% lautet unser Votum für die Hannover Rück-Aktie weiterhin Halten (Kursziel: 150,00 (alt: 160,00) Euro (mod. Gordon-Growth-Modell; gestiegenes Beta)).

Jan Lennertz (Analyst)

## SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> <li>- trotz herausforderndem Niedrigzinsniveau gutes Kapitalanlageergebnis</li> <li>- gute Profitabilität (Eigenkapitalrendite)</li> <li>- attraktive Dividendenrendite</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- hohe Ergebnisvolatilität durch zyklisches Rückversicherungsgeschäft</li> <li>- Preisrückgänge in der Erneuerungsrunde; hohe Wettbewerbsintensität</li> <li>- Ergebnis maßgeblich abhängig von der Entwicklung der Kapitalanlagen</li> <li>- niedriges Zinsniveau beeinträchtigt Kapitalanlageergebnis</li> </ul>
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Ausbau der Marktposition in der Personen-Rückversicherung</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- erneute Verschärfung der Euro-Schuldenkrise</li> <li>- weitere Aufweichung der Rückversicherungsmärkte (Schaden-Rückversicherung); weiterhin wettbewerbsintensives Umfeld erwartet</li> </ul>

Quelle: NATIONAL-BANK AG

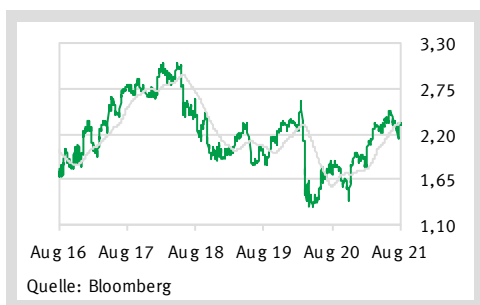


## Intesa Sanpaolo

**Kaufen** (Kaufen)

<b>Kurs am 05.08.21 um 17:39 h</b>	2,35 EUR
<b>Erstellung abgeschlossen</b>	06.08.2021/ 12:15h
<b>Erstmals weitergegeben</b>	06.08.2021/ 13:45h
<b>Kursziel</b>	2,60 EUR
<b>Marktkapitalisierung</b>	41,06 Mrd. EUR
<b>Branche</b>	Banken
<b>Land</b>	Italien
<b>WKN</b>	850605
<b>Reuters</b>	ISP.MI

Kennzahlen	12/20	12/21e	12/22e
Ergebnis je Aktie (EUR)	0,17	0,21	0,25
Kurs/Gewinn	11,3	10,9	9,5
Dividende je Aktie (EUR)	0,13	0,15	0,17
Div.-Rendite	6,5%	6,4%	7,2%
Kurs/Umsatz	1,8	2,0	2,0
Kurs/Op. Ergebnis	5,9	6,4	5,4
Cost/Income	52,4%	54,0%	54,5%
Kurs/Buchwert	0,5	0,6	0,6



Performance	3 M	6 M	12 M
Absolut	-0,2%	14,2%	29,7%
Relativ z. EuroStoxx 50	-4,3%	0,4%	1,3%

**Erstempfehlung** 28.03.2014

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

07.05.2021 Von Halten auf Kaufen

## Anlass

Zahlen für das zweite Quartal 2021

## Einschätzung

Das Zahlenwerk des zweiten Quartals (Q2) 2021 fiel besser als erwartet aus. Ursächlich dafür waren neben einer erneut besser als erwarteten Aufwands-Ertragsstruktur auch die Auflösung von Kreditrisikovorsorge sowie eine niedriger als erwartete Ertragssteuer-Belastung. Die Bilanzkennzahlen (per 30.06.2021) lagen aus unserer Sicht weiterhin auf einem sehr soliden Niveau. Im Rahmen der Quartalszahlen hat Intesa Sanpaolo die Guidance aus dem Strategieplan 2018 bis 2021 erneut teilweise erhöht sowie die Guidance für 2022 bestätigt. Intesa Sanpaolo überzeugt weiterhin mit einer gut gemanagten und im Vergleich zur Peer-Group äußerst niedrigen Aufwands-Ertragsquote. Die auf Grund der weitreichenden Fortschritte bei den weltweiten Impfprogrammen einsetzende Weltwirtschaftsstabilisierung dürfte u.E. einen deutlich positiven Effekt auf die Bank haben. Wir erhöhen unsere Prognosen (EpS 2021e: 0,21 (alt: 0,20) Euro; DpS 2021e: 0,15 (alt: 0,14) Euro; EpS 2022e: 0,25 (alt: 0,24) Euro; DpS 2022e: 0,17 (alt: 0,16) Euro). Bei einem von uns erwarteten Gesamtertrag (12 Monate) von >10% lautet unser Votum für die Intesa Sanpaolo-Aktie weiterhin Kaufen (Kursziel: unverändert 2,60 Euro (mod. Gordon-Growth-Modell; Prognoseerhöhung vs. leicht gestiegenes Beta und niedrigeres mittelfristiges DpS-Wachstum)).

Jan Lennertz (Analyst)

**SWOT-Analyse**

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> <li>- gute Kostenkontrolle; niedrige Cost-Income-Ratio</li> <li>- führende Marktstellung in Italien</li> <li>- gute Refinanzierungsbasis durch hohe Kundeneinlagen im Retail Banking</li> <li>- starke Kapitalquoten</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- hohe Abhängigkeit vom Heimatmarkt</li> <li>- sehr hoher Bestand an italienischen Staatsanleihen</li> <li>- fehlende kritische Größe in einzelnen Segmenten (u.a. Asset Management)</li> <li>- negative Sondereffekte</li> </ul>
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> <li>- ansteigendes (kurzfristiges) Zinsniveau (Euribor); verbesserte Zinsmarge</li> <li>- Erholungstendenzen im inländischen und internationalen Retail Banking (Topline)</li> <li>- abnehmende europäische Länderrisiken</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- anhaltend niedriges Zinsniveau</li> <li>- Verschärfung des regulatorischen Umfelds</li> <li>- Einführung eines Trennbankengesetzes in Italien</li> <li>- Kreditausfälle</li> </ul>

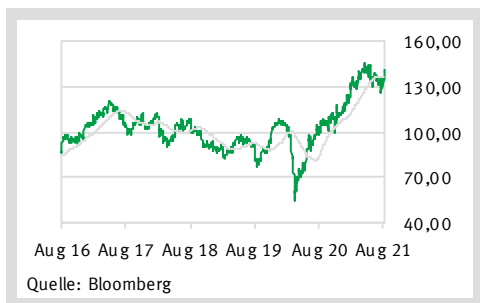
Quelle: NATIONAL-BANK AG

## Siemens

Halten (Halten)

<b>Kurs am 05.08.21 um 17:38 h</b>	141,38 EUR
<b>Erstellung abgeschlossen</b>	06.08.2021/ 12:15h
<b>Erstmals weitergegeben</b>	06.08.2021/ 13:45h
<b>Kursziel</b>	145,00 EUR
<b>Marktkapitalisierung</b>	113,01Mrd. EUR
<b>Branche</b>	Industrie
<b>Land</b>	Deutschland
<b>WKN</b>	723610
<b>Reuters</b>	SIEGn.DE

Kennzahlen	09/20	09/21e	09/22e
Ergebnis je Aktie (EUR)	5,00	7,69	7,14
Kurs/Gewinn	18,8	18,4	19,8
Dividende je Aktie (EUR)	3,50	3,60	3,70
Div.-Rendite	3,7%	2,5%	2,6%
Kurs/Umsatz	1,3	1,9	1,8
Kurs/Op. Ergebnis	17,1	17,9	15,3
Kurs/Cashflow	9,3	15,7	15,7
Kurs/Buchwert	1,9	2,7	2,5



Performance	3 M	6 M	12 M
Absolut	0,9%	6,1%	37,2%
Relativ z. DAX30	-2,0%	-3,6%	15,4%

**Erstempfehlung** 03.03.2009

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

## Anlass

Zahlen für das dritte Quartal 2020/21

## Einschätzung

Siemens hat u.E. ein starkes Zahlenwerk für das dritte Quartal (Q3) 2020/21 (30.06.) vorgelegt (u.a. Umsatz (organisch): +12% y/y; angepasstes EBITA des Industriegeschäfts: +29% y/y; Book-to-Bill-Ratio: >1,0). Es lag operativ im Rahmen unserer Erwartungen und übertraf beim EpS (u.a. ertragsteuerbedingt) unsere Prognose deutlich. Der Marktkonsens wurde bei den meisten Kennzahlen deutlich übertroffen. Dabei hat der Konzern u.a. aber auch von einem Basiseffekt (Covid-19-Pandemie) profitiert. Der Ausblick für das Geschäftsjahr 2020/21 (30.09.) wurde erneut erhöht (u.a. Nachsteuerergebnis: 6,1 bis 6,4 (bisher: 5,7 bis 6,2; bisher: 5,0 bis 5,5; Gj. 2019/20: 4,2) Mrd. Euro). Allerdings ist dies neben einer erhöhten Umsatz-Guidance (organisch: +11% bis +12% (bisher: +9% bis +11%) y/y) auch auf niedrigere Belastungen durch die Varian-Übernahme (knapp 350 (bisher: 300 bis 500) Mio. Euro) sowie eine niedrigere Steuerquote (25% (bisher: 24% bis 28%)) zurückzuführen. Wir haben unsere Prognosen mehrheitlich erhöht (u.a. EpS 2020/21e: 7,69 (alt: 7,30) Euro; EpS 2021/22e: 7,14 (alt: 7,10) Euro). In Erwartung eines positiven Gesamtertrags (12 Monate) von <10% lautet unser Votum für die Siemens-Aktie (Xetra-Schlusskurs vom 05.08.2021 (141,38 Euro): -3% gegenüber Allzeithoch von Mitte April (145,96 Euro)) nach wie vor Halten (Kursziel: 145,00 (alt: 144,00) Euro (Discounted-Cashflow-Modell; Prognoseerhöhung)).

Sven Diermeier (Senior Analyst)

## Highlights

- Der Umsatz ist auf organischer Basis in Q3 2020/21 um 21% y/y gestiegen. Die angepasste EBITA-Marge des Industriegeschäfts hat sich um 1,0 Prozentpunkte y/y verbessert.
- Der Ausblick für das Geschäftsjahr 2020/21 wurde erneut erhöht.

## Geschäftsentwicklung

Der Umsatz stieg im dritten Quartal (Q3) 2020/21 (30.06.) v.a. basiseffektbedingt (Covid-19-Pandemie) um 24% auf 16,09 (Vj.: 12,98; unsere Prognose: 16,34; Marktkonsens: 15,11) Mrd. Euro (Q2 2020/21: +6% y/y; Q1 2020/21: +3% y/y). Auf vergleichbarer Basis (lfl. bzw. organisch), d.h. bereinigt um Währungs- und Konsolidierungseffekte, ergab sich ein Erlösplus von 21% (Q2 2020/21: +9%; Q1 2020/21: +7%) y/y. Alle vier Industrie-Bereiche zeigten einen lfl.-Umsatzanstieg. Das angepasste EBITA des Industriegeschäfts legte deutlich um 29% auf 2,32 (Vj.: 1,79; unsere Prognose: 2,25; Marktkonsens: 2,10) Mrd. Euro zu. Die angepasste EBITA-Marge des Industriegeschäfts verbesserte sich auf 15,3% (Vj.: 14,3%; bereinigt um Aufwendungen für Personalrestrukturierung: 15,5% (Vj.: 14,7%)). Drei der vier Industrie-Bereiche zeigten Ergebnis- und Margenanstiege (Ausnahme: Digital Industries hatte in Q3 2019/20 von einem Einmaleffekt profitiert). Das unverwässerte EpS kletterte auf 1,68 (Vj.: 0,67; unsere Prognose: 1,32; Marktkonsens: 1,18) Euro, was neben der operativen Entwicklung u.a. eine niedrigere Steuerquote sowie an den fortgeführten Aktivitäten zurückzuführen ist (EpS der nicht-fortgeführten Aktivitäten: +0,13 (Vj.: -0,40) Euro; EpS der fortgeführten Aktivitäten: 1,55 (Vj.: 1,07) Euro).

Siemens	Umsatz (in Mio. EUR)			Umsatz (in Mio. EUR)		
	Q3 2019/20	Q3 2020/21	Veränderung gg. Vj.	9M 2019/20	9M 2020/21	Veränderung gg. Vj.
Digital Industries	3.670	4.176	13,8%	11.116	11.972	7,7%
Smart Infrastructure	3.372	3.770	11,8%	10.418	10.809	3,8%
Mobility	2.162	2.258	4,4%	6.605	6.722	1,8%
Siemens Healthineers	3.312	5.000	51,0%	10.584	12.833	21,2%
Industrielles Geschäft	12.516	15.203	21,5%	38.723	42.336	9,3%
Financial Services	164	177	7,9%	542	518	-4,4%
Portfolio Companies	617	747	21,1%	2.314	2.120	-8,4%
Überleitung	-318	-43	-	-1.141	-153	-
Konzern	12.979	16.085	23,9%	40.438	44.820	10,8%

Quelle: Siemens, NATIONAL-BANK AG

In den ersten neun Monaten (9M) 2020/21 stieg der Umsatz um 11% (organisch: +12%) y/y. Das angepasste EBITA des Industriegeschäfts legte um 33% auf 6,54 (Vj.: 4,92) Mrd. Euro zu (angepasste EBITA-Marge: 15,4% (Vj.: 12,7%)). Das EpS wurde mehr als verdoppelt (6,23 (Vj.: 2,81) Euro; dabei fortgeführte Aktivitäten: 4,98 (Vj.: 3,59) Euro; nicht-fortgeführte Aktivitäten: +1,25 (Vj.: -0,78) Euro).

Der freie Cashflow (gemäß Unternehmensdefinition) zeigte sich in Q3 2020/21 verschlechtert, blieb aber positiv (+2,27 (Vj.: +2,46) Mrd. Euro; 9M 2020/21: +4,46 (Vj.: +2,64) Mrd. Euro). Die Kennzahl industrielle Nettoverschuldung/EBITDA ist im Quartalsverlauf (wegen der Varian-Akquisition (13,54 Mrd. Euro)) deutlich gestiegen und lag per Ende Juni 2021 bei 1,9 (31.03.2021: 0,6; 31.12.2020: 1,1; 30.09.2020: 1,3; 30.09.2019: 0,6). Siemens verfügt über solide Investmentgrade-Ratings (Moody's: „A1“ (Ausblick: „stabil“); S&P: „A+“ (Ausblick: „stabil“)).

Siemens	Angepasstes EBITA (in Mio. EUR)		Veränderung gg. Vj.	Angepasstes EBITA (in Mio. EUR)		Veränderung gg. Vj.
	Q3 2019/20	Q3 2020/21		9M 2019/20	9M 2020/21	
Digital Industries	899	847	-5,8%	2.025	2.506	23,8%
Smart Infrastructure	250	456	82,4%	716	1.238	72,9%
Mobility	153	204	33,3%	581	630	8,4%
Siemens Healthineers	489	812	66,1%	1.594	2.161	35,6%
Industrielles Geschäft	1.792	2.319	29,4%	4.916	6.535	32,9%
Angepasste EBITA-Marge	14,3%	15,3%	0,9 PP	12,7%	15,4%	2,7 PP
Financial Services	36	120	>100%	341	393	15,2%
Portfolio Companies	-47	-16	-	-101	-88	-
Überleitung	-433	-715	-	-1.066	-1.184	-
Konzern-EBT	1.347	1.708	26,8%	4.091	5.656	38,3%
EBT-Marge	10,4%	10,6%	0,2 PP	10,1%	12,6%	2,5 PP

Quelle: Siemens, NATIONAL-BANK AG

PP: Prozentpunkte

## Perspektiven

Auf dem jüngsten Kapitalmarkttag (am 24.06.2021) hat Siemens eine CAGR des organischen Umsatzes (Konzern-ebene) von 5% bis 7% in Aussicht gestellt. Die CAGR des EpS (vor Kaufpreisallokation (PPA)) soll im hohen einstelligen Prozentbereich liegen. Das seit Längerem gültige ROCE-Ziel (15% bis 20%) soll in Gj. 2022/23 erreicht werden. Zudem wurde ein neues Aktienrückkaufprogramm (Gj. 2021/22 bis Gj. 2025/26: bis zu 3 Mrd. Euro) angekündigt, das damit allerdings p.a. geringerer ausfällt, als das gegenwärtig laufende (Gj. 2017/18 bis Gj. 2020/21: bis zu 3 Mrd. Euro). Die progressive Dividendenpolitik wurde wiederholt.

Der Auftragseingang stieg in Q3 2020/21 um 47% (lfl.: +44%) y/y und in 9M 2020/21 um 22% (lfl.: +23%) y/y. Das Book-to-Bill-Ratio lag über der wichtigen Marke von 1 (Q3 2020/21: 1,27 (Vj.: 1,07); 9M 2020/21: 1,17 (Vj.: 1,06)). Im Rahmen des Q3-Berichts (am 05.08.) hat Siemens den Ausblick für das Geschäftsjahr 2020/21 (30.09.) abermals erhöht. Demnach soll der Umsatz (organisch) nun um 11% bis 12% (bisher: +9% bis +11%) y/y wachsen. Das Nachsteuerergebnis soll sich nun in einer Spanne von 6,1 bis 6,4 (bisher: 5,7 bis 6,2; Gj. 2019/20: 4,20) Mrd. Euro bewegen.

Wir haben unsere Prognosen für die Geschäftsjahre 2020/21e (u.a. EpS: 7,69 (alt: 7,30) Euro; Dividende je Aktie: unverändert 3,60 Euro) und 2021/22e (u.a. EpS: 7,14 (alt: 7,10) Euro; Dividende je Aktie: unverändert 3,70 Euro) mehrheitlich erhöht. Auf Basis unseres Discounted-Cashflow-Modells (Prognoseerhöhung) haben wir für die Siemens-Aktie ein neues Kursziel von 145,00 (alt: 144,00) Euro ermittelt. Zusammen mit unserer Dividendenerwartung (12 Monate: 3,60 Euro je Aktie) ergibt sich ein positiver Gesamtertrag (12 Monate) von <10%. Daher lautet unser Votum für die Siemens-Aktie nach wie vor Halten.

## SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> <li>- breite Produkt- und Länderdiversifizierung</li> <li>- solide Kreditratings</li> <li>- eines der weltweit führenden Unternehmen in den einzelnen Branchen mit guten Wettbewerbspositionen</li> <li>- Aktienrückkäufe</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- konjunkturresistentes Geschäftsmodell (Covid-19-Pandemie)</li> <li>- hoher Goodwill</li> <li>- häufige Belastungen des Ergebnisses durch Sonderbelastungen machen Prognose der Geschäftsentwicklung schwierig</li> </ul>
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> <li>- umfangreiche Aktivitäten mit Bezug zu aussichtsreichen Zukunftstrends (Urbanisierung, demografischer Wandel)</li> <li>- erfolgreiche Umsetzung der Strategie (Umsatzbeschleunigung und Margenverbesserungen)</li> <li>- Kooperationen/Partnerschaften (Salesforce, SAP)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- politische Risiken (Auftragsvergabe)</li> <li>- permanent hohe Restrukturierungskosten</li> <li>- Gefahr von überbewerteten Übernahmen</li> </ul>

Quelle: NATIONAL-BANK AG

**Siemens: Gewinn- und Verlustrechnung**

in Mio. EUR (außer Ergebnis je Aktie und Dividende je Aktie)	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21e	2021/22e
Umsatz	83.044	58.483	57.139	60.547	64.331
Bruttoergebnis	24.863	21.634	20.187	21.494	23.030
EBITDA	9.602	8.683	7.601	9.445	10.775
Abschreibungen	-3.419	-2.280	-3.157	-3.115	-3.400
EBIT	6.183	6.403	4.444	6.330	7.375
Finanzergebnis	1.867	530	1.228	1.200	1.050
EBT	8.050	6.933	5.672	7.530	8.425
Steuern	-2.054	-1.775	-1.382	-1.883	-2.191
Ergebnis nach Steuern	5.996	5.158	4.290	5.648	6.235
Minderheitenanteile	-313	-474	-170	-499	-525
Nettoergebnis	5.807	5.174	4.030	6.151	5.710
Anzahl Aktien (Mio. St.)	815	807	806	800	800
Ergebnis je Aktie	7,12	6,41	5,00	7,69	7,14
Dividende je Aktie	3,80	3,90	3,50	3,60	3,70

in % vom Umsatz					
Umsatz	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Bruttoergebnis	29,9%	37,0%	35,3%	35,5%	35,8%
EBITDA	11,6%	14,8%	13,3%	15,6%	16,8%
Abschreibungen	4,1%	3,9%	5,5%	5,1%	5,3%
EBIT	7,4%	10,9%	7,8%	10,5%	11,5%
EBT	9,7%	11,9%	9,9%	12,4%	13,1%
Steuern	2,5%	3,0%	2,4%	3,1%	3,4%
Ergebnis nach Steuern	7,2%	8,8%	7,5%	9,3%	9,7%
Nettoergebnis	7,0%	8,8%	7,1%	10,2%	8,9%

Quelle: Siemens, NATIONAL-BANK AG

**Siemens: Bilanz- und Kapitalflussdaten**

in Mio. EUR	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21e	2021/22e
Bilanzsumme	138.915	150.248	123.897	133.399	132.685
Anlagevermögen	74.359	79.878	70.928	83.020	81.389
Geschäfts- und Firmenwert	28.344	30.160	20.449	28.376	28.376
Vorräte	13.885	14.806	7.795	8.325	8.845
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	18.455	18.894	14.074	14.985	15.922
Liquide Mittel	11.066	12.391	14.041	11.516	10.898
Eigenkapital	48.046	50.984	39.823	42.649	46.003
Verzinsliches Fremdkapital	32.177	36.448	44.567	51.275	48.101
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	10.716	11.409	7.873	8.477	8.202
Summe Fremdkapital	90.869	99.264	84.074	90.750	86.681
Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit	8.415	6.947	8.178	7.204	7.205
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-3.771	-4.207	-4.105	-15.207	-1.769
Free Cashflow	4.644	2.740	4.073	-8.003	5.436
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	-1.946	-1.214	4.263	3.886	-6.054
Summe der Cashflows	2.698	1.526	8.336	-4.117	-618

Quelle: Siemens, NATIONAL-BANK AG

**Siemens: Wichtige Kennzahlen**

	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21e	2021/22e
EV / Umsatz	1,4	1,8	1,9	2,5	2,4
EV / EBITDA	11,8	12,0	14,0	16,2	14,2
EV / EBIT	18,4	16,3	23,9	24,2	20,8
KGV	15,9	15,5	18,8	18,4	19,8
KBV	1,9	1,6	1,9	2,7	2,5
KCV	11,0	11,5	9,3	15,7	15,7
KUV	1,1	1,4	1,3	1,9	1,8
Dividendenrendite	3,3%	3,9%	3,7%	2,5%	2,6%
Eigenkapitalrendite (ROE)	12,1%	10,1%	10,1%	14,4%	12,4%
ROCE	6,4%	6,3%	5,2%	6,5%	7,5%
ROI	4,2%	3,4%	3,3%	4,6%	4,3%
Eigenkapitalquote	34,6%	33,9%	32,1%	32,0%	34,7%
Anlagendeckungsgrad	64,6%	63,8%	56,1%	51,4%	56,5%
Anlagenintensität	53,5%	53,2%	57,2%	62,2%	61,3%
Vorräte / Umsatz	16,7%	25,3%	13,6%	13,8%	13,8%
Forderungen / Umsatz	22,2%	32,3%	24,6%	24,8%	24,8%
Working Capital-Quote	26,0%	38,1%	24,5%	24,5%	25,8%
Nettofinanzverschuldung (in Mio. EUR)	21.111	24.057	30.526	39.759	37.203
Nettofinanzverschuldung / EBITDA	2,2	2,8	4,0	4,2	3,5
Capex / Umsatz	3,1%	3,0%	2,7%	2,8%	2,8%
Capex / Abschreibungen	76,1%	78,1%	49,2%	53,5%	52,0%
Free Cashflow / Umsatz	5,6%	4,7%	7,1%	-13,2%	8,4%
Free Cash Flow / Aktie (EUR)	5,70	3,39	5,05	-10,00	6,79
Nettofinanzverschuldung / Aktie (EUR)	25,90	29,80	37,86	49,70	46,50
Cash / Aktie (EUR)	13,58	15,35	17,41	14,40	13,62
Buchwert / Aktie (EUR)	58,95	63,16	49,39	53,31	57,50

Quelle: Siemens, NATIONAL-BANK AG

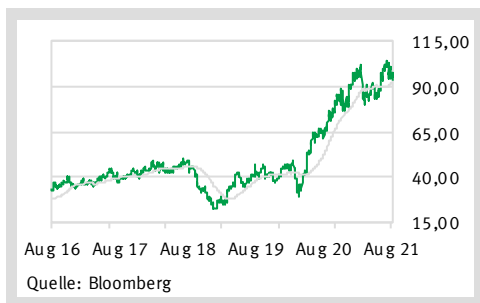


## Zalando

**Kaufen** (Kaufen)

<b>Kurs am 05.08.21 um 17:39 h</b>	92,68 EUR
<b>Erstellung abgeschlossen</b>	06.08.2021/ 12:15h
<b>Erstmals weitergegeben</b>	06.08.2021/ 13:45h
<b>Kursziel</b>	115,00 EUR
<b>Marktkapitalisierung</b>	24,24 Mrd. EUR
<b>Branche</b>	Einzelhandel
<b>Land</b>	Deutschland
<b>WKN</b>	ZAL111
<b>Reuters</b>	ZALG.DE

Kennzahlen	12/20	12/21e	12/22e
Ergebnis je Aktie (EUR)	0,90	1,12	1,43
Kurs/Gewinn	68,5	82,7	64,9
Dividende je Aktie (EUR)	0,00	0,00	0,00
Div.-Rendite	0,0%	0,0%	0,0%
Kurs/Umsatz	1,9	2,2	1,8
Kurs/Op. Ergebnis	42,2	55,2	44,3
Kurs/Cashflow	29,4	42,6	31,8
Kurs/Buchwert	7,2	9,5	8,3



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

**Erstempfehlung** 20.06.2018

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

## Anlass

Zahlen für das zweite Quartal 2021

## Einschätzung

Die Zahlen für das zweite Quartal (Q2) 2021 zeigten kein einheitliches Bild. Während sie beim Umsatz (+34% auf 2,73 Mrd. Euro) im Rahmen der Erwartungen lagen, verfehlte das bereinigte EBT auf Grund unerwartet deutlich gestiegener Marketingkosten (268 (Vj.: 105) Mio. Euro) mit einem Rückgang um 13% y/y auf 184,1 Mio. Euro die Erwartungen (unsere Prognose: 205 Mio. Euro; Marktkonsens: 204 Mio. Euro), wohingegen das Nettoergebnis (-2% y/y auf 120,4 Mio. Euro) steuerbedingt positiv überraschte. Die Ergebnis-Guidance für 2021 (bereinigtes EBIT in der oberen Hälfte der Bandbreite von 400,0 bis 475,0 Mio. Euro) wurde angehoben, während die Ziele für das Bruttowarenvolumen (GMV: +31% bis +36% y/y) und den Umsatz (+26% bis +31% y/y) „nur“ bestätigt wurden. Wir halten den Ausblick für komfortabel erreichbar. Sehr dynamisch entwickelt sich weiterhin das Partnerprogramm (Anstieg des GMV in H1 2021 von über 100% y/y). Unsere Prognosen (u.a. EpS 2021e: 1,12 Euro; EpS 2022e: 1,43 Euro) behalten wir bei. Wir sehen weiterhin ein großes Potenzial für das Geschäftsmodell und die Strategie von Zalando (Ausbau des margenstarken Plattformgeschäfts; Zalando als führende Anlaufstelle für Mode; deutlicher Ausbau des Geschäfts mit Kosmetik durch die Verstärkung der Zusammenarbeit mit Sephora). Auf Basis unseres DCF-Modells (höheres Beta) ermitteln wir ein neues Kursziel von 115,00 (alt: 120,00) Euro für die Zalando-Aktie und bestätigen bei einem Gesamtertrag (12 Monate) von >10% unser Votum Kaufen.

Lars Lusebrink (Analyst)

## SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> <li>- führende Marktposition als Online-Modeeinzelhändler in Europa</li> <li>- hohe Markenbekanntheit</li> <li>- hohe Wachstumsdynamik</li> <li>- umfassendes Angebot im Bekleidungssegment (auch Schuhe, Accessoires)</li> <li>- Ausbau des Sortiments bei Premium- und Luxusmode</li> <li>- Ergänzung des Sortiments um Secondhand-Mode</li> <li>- angehobener Ergebnisausblick für 2021</li> <li>- Profiteur des veränderten Konsumverhaltens durch die Covid-19-Pandemie</li> <li>- deutlicher Rückgang der Retouren</li> <li>- komfortable Bilanzstruktur (Nettoliquidität)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- noch hohe Abhängigkeit vom deutschen Modemarkt</li> <li>- Rabattierungen belasten Margenentwicklung</li> <li>- hohe Investitionen</li> </ul>
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Expansion in europäische und weitere internationale Märkte</li> <li>- Expansion in weitere Produktkategorien (u.a. Einführung von Beauty-Produkten, Wohnaccessoires)</li> <li>- Wachstumsimpulse durch Ausweitung des Partnerprogramms (u.a. Fulfillment by Zalando)</li> <li>- Weitere Kundengewinnung durch Ausbau der Multi-Channel-Strategie</li> <li>- ehrgeizige Zielsetzung für 2025 (nahezu Verdreifachung (gegenüber 2020) des GMV auf 30 Mrd. Euro)</li> <li>- selektive Akquisitionen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- hohe Wettbewerbsintensität im Modehandel belastet die Ergebnisentwicklung</li> <li>- Marktanteilsverluste durch stärker werdende Wettbewerber (u.a. Asos, Boohoo)</li> <li>- verpassen von wichtigen technologischen Entwicklungen</li> </ul>

Quelle: NATIONAL-BANK AG

## Rechtliche Hinweise: WICHTIGE INFORMATION: BITTE LESEN !

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

### Aufsichtsbehörde:

Die NATIONAL-BANK AG unterliegt der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn.

### Mögliche Interessenkonflikte:

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

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

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

### Zusammenfassung der Bewertungsgrundlagen

Zur Unternehmensbewertung werden gängige und anerkannte Bewertungsmethoden (u.a. Discounted-Cash-Flow-Methode (DCF-Methode), Peer-Group-Analyse) verwandt. In der DCF-Methode wird der Ertragswert der Emittenten berechnet, der die Summe der 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](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).