

Marktdaten im Überblick	2
Unternehmenskommentare	3
Delivery Hero	3
Deutsche Telekom	4
Henkel Vz	10
Nordex	16
RWE	18
SMA Solar Technology	24
Zurich Insurance Group	26
Rechtliche Hinweise	28



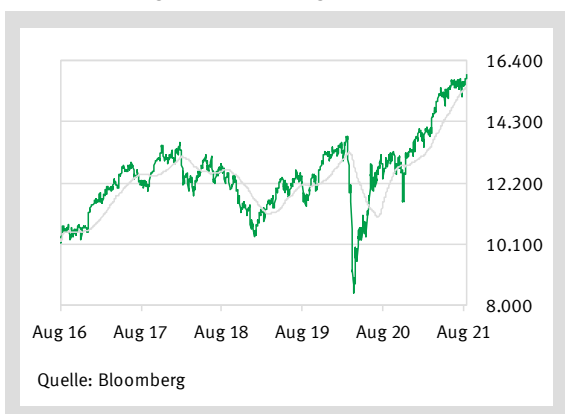
Marktdaten im Überblick

	12.08.2021	11.08.2021	Änderung
Deutschland			
DAX	15.938	15.826	0,7%
MDAX	35.804	35.760	0,1%
TecDAX	3.839	3.813	0,7%
Bund-Future	176,58	176,57	0,0%
10J Bund in %	-0,4600	-0,4640	0,0040 PP
3M Zins in %	-0,6620	-0,6590	-0,0030 PP
Europa			
EuroStoxx 50	4.226	4.206	0,5%
FTSE 100	7.193	7.220	-0,4%
SMI	12.429	12.388	0,3%
Welt			
DOW JONES	35.500	35.485	0,0%
S&P 500	4.461	4.448	0,3%
NASDAQ COMPOSITE	14.816	14.765	0,3%
NIKKEI 225	28.015	28.071	-0,2%
TOPIX	1.954	1.954	0,0%
Rohstoffe / Devisen			
EUR in USD	1,1730	1,1739	-0,1%
Gold (USD je Feinunze)	1.747,40	1.743,60	0,2%
Brent-Öl (USD je Barrel)	71,31	71,44	-0,2%

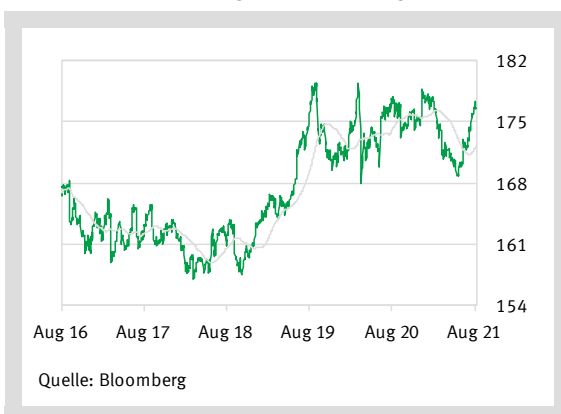
Quelle: Bloomberg

PP: Prozentpunkte

DAX (Kurs und gleitender 90 Tage-Durchschnitt)



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



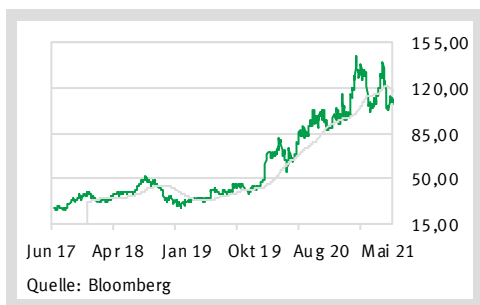
Unternehmenskommentare

Delivery Hero

Kaufen (Kaufen)

Kurs am 12.08.21 um 17:35h	116,40 EUR
Erstellung abgeschlossen	13.08.2021/ 11:30h
Erstmals weitergegeben	13.08.2021/ 13:00h
Kursziel	140,00 EUR
Marktkapitalisierung	29,01Mrd. EUR
Branche	Konsumgüter/ -dienstleistungen
Land	Deutschland
WKN	A2E4K4
Reuters	DMER.DE

Kennzahlen	12/20	12/21e	12/22e
Ergebnis je Aktie (EUR)	-7,00	-4,05	-3,10
Kurs/Gewinn	neg.	neg.	neg.
Dividende je Aktie (EUR)	0,00	0,00	0,00
Div.-Rendite	0,0%	0,0%	0,0%
Kurs/Umsatz	7,1	5,1	3,5
Kurs/Op. Ergebnis	neg.	neg.	neg.
Kurs/Cashflow	-33,1	2.320,6	92,2
Kurs/Buchwert	15,0	20,5	16,3



Performance	3M	6M	12M
Absolut	9,1%	-11,6%	13,1%
Relativ z. DAX30	4,6%	-22,7%	-6,4%

Erstempfehlung 31.08.2020

Historie der Umstufungen (12 Monate):

02.06.2021 Von Halten auf Kaufen

Anlass

Eckdaten zum zweiten Quartal 2021

Einschätzung

Delivery Hero hat gestern (11.08.) Eckdaten für das zweite Quartal (Q2) 2021 vorgelegt. Diese (u.a. Bestellungen: +79% y/y auf 730 Mio. Euro; Bruttowarenwert (GMV): +74% y/y auf 8,39 Mrd. Euro; Gesamtumsatz der Segmente (+105% y/y auf 1,5 Mrd. Euro) zeigen ein weiterhin sehr dynamisches Wachstum und lagen im Rahmen unserer Erwartungen sowie des Marktkonsens. Positiv werten wir, dass Delivery Hero in 3 von 4 Regionen (MENA (Naher Osten, Nordafrika), Europa, Amerika) nach Werbung und Rabattaktionen (Vouchers) eine positive Beitragsmarge in der Eigenlieferung erzielt hat. Zudem wurde das Quick-Commerce-Geschäft deutlich ausgebaut (Umsatz des Segments Integrated Verticals: +237% y/y auf 236 Mio. Euro). Die Verhandlungen bzgl. des Verkaufs der südkoreanischen Tochter Yogiyo befinden sich laut CFO Thomassin in einem weit fortgeschrittenen Stadium und ein Verkauf soll noch bis Jahresende erfolgen. Zudem wird die Marke foodpanda in Deutschland ihre Belieferung mit Restaurantessen und Lebensmitteln auch auf Frankfurt, Hamburg und München (zuvor: nur Berlin) ausdehnen. Der Ausblick für 2021 wurde für den GMV (33 bis 35 (zuvor: 31 bis 34) Mrd. Euro) und den Gesamtumsatz der Segmente (6,4 bis 6,7 (zuvor: 6,1 bis 6,6) Mrd. Euro) angehoben, für die bereinigte EBITDA-Marge (bezogen auf den GMV: rund -2,0% (zuvor: -1,5% bis -2,0%)) jedoch gesenkt. Wir halten ihn für erreichbar. Unsere EpS-Prognosen (2021e: -4,05 (alt: -3,39) Euro; 2022e: -3,10 (alt: -2,23) Euro) senken wir. Als Treiber für die Delivery Hero-Aktie sehen wir v.a. eine erfolgreiche Integration von Woova, die operativen Fortschritte in Asien sowie den Ausbau des Quick-Commerce-Geschäfts. Bei einem von uns erwarteten Gesamtertrag von über 10% lautet unser Votum für die Delivery Hero-Aktie weiterhin Kaufen (Kursziel: 140,00 (alt: 145,00) Euro (DCF-Modell; angepasste Prognosen; höherer WACC; aktualisierter Bewertungszeitraum)).

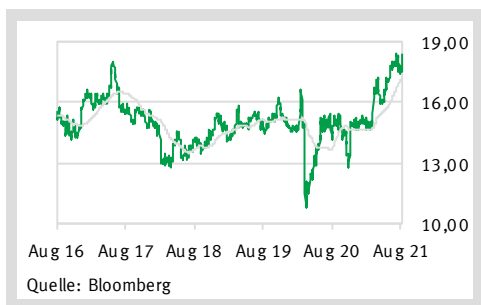
Lars Lusebrink (Analyst)

Deutsche Telekom

Kaufen (Kaufen)

Kurs am 12.08.21 um 17:38h	18,40 EUR
Erstellung abgeschlossen	13.08.2021/ 11:30h
Erstmals weitergegeben	13.08.2021/ 13:00h
Kursziel	20,00 EUR
Marktkapitalisierung	87,31Mrd. EUR
Branche	Telekommunikation
Land	Deutschland
WKN	555750
Reuters	DTEGn.DE

Kennzahlen	12/20	12/21e	12/22e
Ergebnis je Aktie (EUR)	0,88	1,02	1,12
Kurs/Gewinn	16,4	18,0	16,5
Dividende je Aktie (EUR)	0,60	0,65	0,65
Div.-Rendite	4,2%	3,5%	3,5%
Kurs/Umsatz	0,7	0,8	0,8
Kurs/Op. Ergebnis	5,3	6,3	6,1
Kurs/Cashflow	2,9	2,6	2,6
Kurs/Buchwert	0,9	1,1	1,1



Performance	3 M	6 M	12 M
Absolut	10,7%	24,0%	20,2%
Relativ z. DAX30	6,2%	12,9%	0,8%

Erstempfehlung 06.03.2009

Historie der Umstufungen (12 Monate):

Anlass

Zahlen für das zweite Quartal 2021

Einschätzung

Nach dem bereits besser als erwarteten Jahresauftakt konnte die Deutsche Telekom mit den Zahlen für das zweite Quartal (Q2) 2021 erneut positiv überraschen. Der Konzernumsatz sank demnach um 1,7% (organisch: +6,8% y/y) auf 26,59 (Vj.: 27,04; unsere Prognose: 26,23; Marktkonsens: 26,11) Mrd. Euro. Dass der Umsatz nach vier Quartalen in Folge mit starken Wachstumsraten wieder rückläufig war, liegt daran, dass der US-Zukauf Sprint nun seit einem Jahr konsolidiert wird. Das bereinigte Konzern-EBITDA AL reduzierte sich um 4,2% (organisch: +1,1% y/y) auf 9,42 (Vj.: 9,83; unsere Prognose: 9,05; Marktkonsens: 9,13) Mrd. Euro. Die Kennzahlen (berichtet und bereinigt) für das Nettoergebnis verzeichneten jeweils deutliche Zuwächse und fielen ebenfalls besser als erwartet aus. Ferner hat die Deutsche Telekom die Zielsetzung für das bereinigte EBITDA AL in 2021 erneut marginal angehoben. Wir haben unsere EpS-Prognosen mehrheitlich angehoben (u.a. 2021e: 1,02 (alt: 0,93) Euro (berichtet); 2022e: 1,12 (alt: 1,16) Euro (berichtet)). In Erwartung eines Gesamtertrags (12 Monate; unsere Dividendenerwartung: 0,65 Euro je Aktie) von >10% votieren wir weiterhin mit Kaufen für die Aktie der Deutschen Telekom (Kursziel: 20,00 (alt: 19,00) Euro (Discounted Cashflow-Modell)). Das Geschäftsmodell der Deutschen Telekom ist u.E. vergleichsweise krisenresistent bzw. in Teilen kann der Konzern u.E. sogar von der derzeit verstärkten Digitalisierung profitieren. Die hohe Verschuldung sowie der hohe Firmenwert stellen in der aktuellen Krise allerdings u.E. auch ein signifikantes Risiko dar.

Markus Jost (Analyst)

Highlights

- Die Q2-Zahlen lagen umsatzseitig im Rahmen der Erwartungen und ergebnisseitig signifikant über den Erwartungen.
- Die Deutsche Telekom hat die Zielsetzung für das bereinigte EBITDA AL in 2021 erneut marginal angehoben. Die restlichen Zielsetzungen wurden aber bestätigt.

Geschäftsentwicklung

Der Konzernumsatz sank in Q2 2021 um 1,7% (organisch: +6,8% y/y) auf 26,59 (Vj.: 27,04; unsere Prognose: 26,23; Marktkonsens: 26,11) Mrd. Euro und lag damit im Rahmen der Erwartungen. Dass der Umsatz nach vier Quartalen in Folge mit starken Wachstumsraten wieder rückläufig war liegt daran, dass der US-Zukauf Sprint nun seit einem Jahr konsolidiert wird. Die Diskrepanz zum organischen Umsatzwachstum erklärt sich wiederum aus dem Verkauf der Sprint-Tochter Boost und den ungünstigen Wechselkursentwicklungen des US-Dollar. Auf Grund dessen sanken die Erlöse im US-Geschäft nun auch um 3,8% (in USD: +5,4%) y/y auf 16,64 Mrd. Euro. Die Erlöse in Deutschland konnten dagegen erneut zulegen (+0,9% y/y auf 5,90 Mrd. Euro; Serviceumsatz (gesamt; organisch): +1,8% (Q1 2021: +1,7%; Q4 2020: -0,1%; Q3 2020: +0,9%; Q2 2020: +1,0%) y/y). Auch das Europageschäft verzeichnete nach mehreren rückläufigen Quartalen nun wieder ein Wachstum (+4,3% y/y auf 2,82 Mrd. Euro). Das Systemgeschäft blieb aber weiter rückläufig. Da das Q1 noch von der Übernahme von Sprint profitiert hatte, stieg im ersten Halbjahr (H1) 2021 der Konzernumsatz um 12,8% (organisch: +6,9% y/y) auf 52,98 (Vj.: 46,98) Mrd. Euro.

Deutsche Telekom	Umsatz (in Mio. EUR)			Umsatz (in Mio. EUR)		
	Q2 2020	Q2 2021	Veränderung gg. Vj.	H1 2020	H1 2021	Veränderung gg. Vj.
Deutschland	5.853	5.903	0,9%	11.683	11.844	1,4%
USA	17.297	16.643	-3,8%	27.455	33.126	20,7%
Europa	2.706	2.823	4,3%	5.464	5.551	1,6%
Systemgeschäft	1.065	1.006	-5,5%	2.127	2.021	-5,0%
Group Development	716	780	8,9%	1.424	1.563	9,8%
Group Headquarters & Group Services	651	671	3,1%	1.285	1.296	0,9%
Konzern**	27.041	26.593	-1,7%	46.984	52.983	12,8%

Quelle: Deutsche Telekom, NATIONAL-BANK AG

** inklusive Konsolidierung

Das bereinigte Konzern-EBITDA AL reduzierte sich in Q2 2021 ebenfalls und zwar um 4,2% (organisch: +1,1% y/y) auf 9,42 (Vj.: 9,83; unsere Prognose: 9,05; Marktkonsens: 9,13) Mrd. Euro und konnte damit die Erwartungen ebenso übertreffen. Die Ergebnisentwicklung auf Segmentebene verlief dabei ähnlich wie die Umsatzentwicklung. Das bereinigte Konzern-Nettoergebnis stieg dagegen deutlich um 65,3% auf 2,11 (Vj.: 1,28; unsere Prognose: 1,08; Marktkonsens: 1,53) Mrd. Euro und das berichtete Nettoergebnis verzeichnete sogar einen Sprung auf 1,88 (Vj.: 0,75; unsere Prognose: 0,93; Marktkonsens: 1,17) Mrd. Euro, womit bei beiden Kennzahlen die Erwartungen deutlich übertroffen werden konnten. Der starke Anstieg ist vor allem auf die Bewertung der Kaufoptionen zurückzuführen, welche die Deutsche Telekom zum Erwerb weiterer Anteile an der Tochter T-Mobile US bei Softbank hat. Diese Kaufoption muss jedes Quartal neu bewertet werden. In H1 2021 stieg das bereinigte EBITDA AL um 14,0% (organisch: +4,6% y/y) auf 18,66 (Vj.: 16,37) Mrd. Euro, das bereinigte Nettoergebnis um 29,4% auf 3,32 (Vj.: 2,56) Mrd. Euro und das berichtete Nettoergebnis um 68,6% auf 2,82 (Vj.: 1,67) Mrd. Euro. Der freie Cashflow AL konnte sich in Q2 2021 um 14,1% auf 2,77 (Vj.: 2,43) Mrd. Euro verbessern und in H1 2021 um 44,1% auf 5,35 (Vj.: 3,71) Mrd. Euro.

Die wichtigsten Kundenkennziffern entwickelten sich in Q2 2021 u.E. erneut überwiegend erfreulich. So legte die Zahl der Mobilfunkvertragskunden in den USA in Q2 erneut deutlich um 1,28 Mio. (Q1 2021: +1,22 Mio.) q/q (+7,8% y/y) auf 83,85 Mio. zu. In Deutschland stieg die Zahl der Mobilfunkvertragskunden um 173 (Q1 2021: -3.466) Tsd. q/q (-10,9% y/y) auf 22,68 Mio. verzeichnet. Auch die Zahl der Mobilfunkvertragskunden in Europa legte erneut um 177 (Q1 2021: +151) Tsd. q/q (+2,9% y/y) auf 27,17 Mio. zu.

Perspektiven

Das bereinigte Konzern-EBITDA AL soll in 2021 nun auf „über“ 37,2 (bisher: >37,0; Vj.: 35,0) Mrd. Euro steigen und in 2022 unverändert „ansteigen“. Für den Umsatz wird in 2021 weiterhin ein „leichter Anstieg“ und in 2022 ein „stabiler Verlauf“ in Aussicht gestellt. Die Investitionen (ohne Spektrum) sollen in 2021 auf 18,4 (Vj.: 17,0) Mrd. Euro deutlich zulegen, aber in 2022 „stabil“ bleiben. Ferner wird für den freien Cashflow AL (vor Ausschüttung und Investitionen in Spektrum) ein Anstieg auf rund 8,0 (Vj.: 6,3) Mrd. Euro und in 2022 ein erneut „starker Anstieg“ in Aussicht gestellt. Für das bereinigte EpS werden in 2021 ein „leichter Rückgang“ und für 2022 ein „starker Anstieg“ erwartet.

Die Deutsche Telekom hat sich auf dem Kapitalmarkttag Ende Mai 2021 neue langfristige Zielsetzungen gesetzt. Der Konzernumsatz (jeweils alle Wachstumsraten auf organischer Basis) soll demnach im Zeitraum 2020-2024 um durchschnittlich +1% bis +2% p.a. wachsen und die Serviceerlöse um +3% bis +4% p.a. Für das bereinigte EBITDA AL wird ein Wachstum von 3%-5% (ohne T-Mobile US: 2%-3%) p.a. in Aussicht gestellt. Des Weiteren sollen der freie Cashflow AL bis 2024 auf über 18 (Zielsetzung 2021: >8; USA dabei - wie auch bei den anderen Zielsetzungen - Hauptwachstumstreiber) Mrd. Euro, das bereinigte EPS auf über 1,75 (Zielsetzung 2021: >1,10) Euro und die Investitionen (ohne USA) auf ca. 8,2 Mrd. Euro steigen. Das starke EpS-Wachstum lässt dabei auch einen signifikanten Dividendenanstieg erwarten, da 40%-60% des bereinigten EpS als Dividende ausgeschüttet werden sollen (Mindestdividende: 0,60 Euro je Aktie). Maximal wären dies 1,05 (2020: 0,60) Euro je Aktie in 2024. Ferner will die Deutsche Telekom auch nach 2024 die Kontrolle über T-Mobile US behalten. Dazu soll der Anteil von derzeit 43,2% auf über 50% steigen. Dies soll über ein Aktienrückkaufprogramm von T-Mobile US sowie über Call-Optionen über insgesamt 101 Mio. T-Mobile US-Aktien erreicht werden. Für den Schuldenabbau gibt sich die Deutsche Telekom dafür ein Jahr mehr Zeit. Statt in 2023 soll daher nun in 2024 eine Verschuldungsquote (Nettofinanzschulden/bereinigtes EBITDA) von 2,25-2,75 (31.03.2021: 2,98) erreicht werden.

Wir haben unsere EpS-Prognosen mehrheitlich angehoben (2021e: 1,02 (alt: 0,93) Euro (berichtet) bzw. 1,21 (alt: 1,08) Euro (bereinigt); 2022e: 1,12 (alt: 1,16) Euro (berichtet) bzw. 1,28 (alt: 1,25) Euro (bereinigt)). In Erwartung eines Gesamtertrags (12 Monate; unsere Dividendenerwartung: 0,65 Euro je Aktie) von >10% votieren wir weiterhin mit Kaufen für die Aktie der Deutschen Telekom (Kursziel: 20,00 (alt: 19,00) Euro (Discounted Cashflow-Modell)). Deutliche Impulse für die Geschäftsentwicklung erwarten wir nach wie vor vom starken Wachstum im US-Geschäft, der mittelfristigen Erholung im Deutschland- und Europageschäft sowie im Systemgeschäft.

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> - hoher Marktanteil und hohe Akzeptanz in Deutschland und Europa - erfolgreiche Kostensoptimierungsprogramme, vor allem im Festnetz- und Geschäftskundensegment - langfristige Dividendenkontinuität - wachstumsstarkes US-Geschäft (T-Mobile US) 	<ul style="list-style-type: none"> - Belastungen durch Regulierung - hohe Abhängigkeit vom US-Geschäft - hoher Wettbewerb und Preisdruck sowie zum Teil sinkende Marktanteile - keine Mobilfunkaktivitäten in den Emerging Markets mit Ausnahme Osteuropas - dauerkriselndes Systemgeschäft
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> - Wachstumspotenziale durch Glasfasernetze, Telekom Entertain, Bündelangebote („Magenta“-Tarife), Internet der Dinge (neue Dienste, stark steigende Anzahl von vernetzten Geräten), neuer Mobilfunkstandard 5G - steigende Tarifpreise - steigende Nachfrage der Kunden nach mehr Datenvolumen und besserer Netzqualität - sich abschwächender Regulierungsdruck in Europa - Ausstieg aus Märkten ohne marktbeherrschende Stellung - Synergien von 43 Mrd. USD aus der Fusion von T-Mobile US mit Sprint erwartet - Verkäufe von Geschäftsteilen zur Reduzierung der Verschuldung 	<ul style="list-style-type: none"> - hohe Verschuldung sowie hoher Firmenwert - ständige Bedrohung des Geschäftsmodells durch Technologiekonzerne wie Google oder Facebook - Vorgaben der Regulierungsbehörden - Wettbewerbsverschärfung im Breitbandmarkt insbesondere durch Kabelkonzerne - hohe Investitionen für den Netzerkausbau (5G und Glasfaser) hauptsächlich in Deutschland und den USA - hohe Integrationskosten von rund 15 Mrd. USD sowie steigende Verschuldung durch Fusion von T-Mobile US mit Sprint

Quelle: NATIONAL-BANK AG

Deutsche Telekom: Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. EUR (außer Ergebnis je Aktie und Dividende je Aktie)	2018	2019	2020	2021e	2022e
Umsatz	75.656	80.531	100.999	107.010	109.150
Rohertrag/Bruttoergebnis	37.496	43.575	56.325	60.083	61.124
EBITDA	23.074	24.731	35.017	37.834	38.967
Abschreibungen	-13.836	-17.663	-25.829	-26.590	-26.196
EBIT	8.001	9.457	12.804	13.797	14.408
Finanzergebnis	-2.848	-2.197	-4.128	-4.331	-4.148
EBT	5.153	7.260	8.676	9.466	10.260
Steuern	-1.824	-1.993	-1.929	-2.501	-2.668
Ergebnis nach Steuern	3.329	5.267	6.747	6.965	7.593
Minderheitenanteile	-1.163	-1.401	-2.589	-2.110	-2.300
Nettoergebnis	2.166	3.866	4.158	4.855	5.293
Anzahl Aktien (Mio. St.)	4.742	4.743	4.743	4.744	4.744
Ergebnis je Aktie	0,46	0,82	0,88	1,02	1,12
Dividende je Aktie	0,70	0,60	0,60	0,65	0,65
in % vom Umsatz					
Umsatz	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Rohertrag/Bruttoergebnis	49,6%	54,1%	55,8%	56,1%	56,0%
EBITDA	30,5%	30,7%	34,7%	35,4%	35,7%
Abschreibungen	18,3%	21,9%	25,6%	24,8%	24,0%
EBIT	10,6%	11,7%	12,7%	12,9%	13,2%
EBT	6,8%	9,0%	8,6%	8,8%	9,4%
Steuern	2,4%	2,5%	1,9%	2,3%	2,4%
Ergebnis nach Steuern	4,4%	6,5%	6,7%	6,5%	7,0%
Nettoergebnis	2,9%	4,8%	4,1%	4,5%	4,8%

Quelle: Deutsche Telekom, NATIONAL-BANK AG

Deutsche Telekom: Bilanz- und Kapitalflussdaten

in Mio. EUR	2018	2019	2020	2021e	2022e
Bilanzsumme	145.375	170.672	264.917	273.402	278.446
Anlagevermögen	123.505	145.983	227.624	219.226	211.586
Geschäfts- und Firmenwert	64.950	68.202	118.066	129.873	129.873
Vorräte	1.790	1.568	2.695	2.568	2.620
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	9.988	10.846	13.523	14.232	14.517
Liquide Mittel	3.679	5.393	12.939	29.239	41.588
Eigenkapital	43.437	46.231	72.550	76.669	81.178
Verzinsliches Fremdkapital	62.275	66.349	107.108	111.198	111.198
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	10.735	9.431	9.760	9.631	9.824
Summe Fremdkapital	101.938	124.441	192.367	196.733	197.268
Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit	17.948	23.074	23.743	33.247	33.988
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-14.297	-14.230	-22.649	-18.192	-18.556
Free Cashflow	3.651	8.844	1.094	15.056	15.432
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	-3.259	-7.141	7.561	1.244	-3.083
Summe der Cashflows	392	1.703	8.655	16.300	12.349

Quelle: Deutsche Telekom, NATIONAL-BANK AG

Deutsche Telekom: Wichtige Kennzahlen

	2018	2019	2020	2021e	2022e
EV / Umsatz	1,7	1,6	1,6	1,8	1,7
EV / EBITDA	5,4	5,3	4,6	5,0	4,8
EV / EBIT	15,6	14,0	12,7	13,6	13,1
KGV	30,7	18,4	16,4	18,0	16,5
KBV	1,5	1,5	0,9	1,1	1,1
KCV	3,7	3,1	2,9	2,6	2,6
KUV	0,9	0,9	0,7	0,8	0,8
Dividendenrendite	5,0%	4,0%	4,2%	3,5%	3,5%
Eigenkapitalrendite (ROE)	5,0%	8,4%	5,7%	6,3%	6,5%
ROCE	6,4%	6,3%	5,5%	6,1%	6,6%
ROI	1,5%	2,3%	1,6%	1,8%	1,9%
Eigenkapitalquote	29,9%	27,1%	27,4%	28,0%	29,2%
Anlagendeckungsgrad	35,2%	31,7%	31,9%	35,0%	38,4%
Anlagenintensität	85,0%	85,5%	85,9%	80,2%	76,0%
Vorräte / Umsatz	2,4%	1,9%	2,7%	2,4%	2,4%
Forderungen / Umsatz	13,2%	13,5%	13,4%	13,3%	13,3%
Working Capital-Quote	1,4%	3,7%	6,4%	6,7%	6,7%
Nettofinanzverschuldung (in Mio. EUR)	58.596	60.956	94.169	81.959	69.611
Nettofinanzverschuldung / EBITDA	2,5	2,5	2,7	2,2	1,8
Capex / Umsatz	16,5%	17,8%	18,5%	17,0%	17,0%
Capex / Abschreibungen	90,3%	81,3%	72,4%	68,4%	70,8%
Free Cashflow / Umsatz	4,8%	11,0%	1,1%	14,1%	14,1%
Free Cash Flow / Aktie (EUR)	0,77	1,86	0,23	3,17	3,25
Nettofinanzverschuldung / Aktie (EUR)	12,36	12,85	19,85	17,28	14,67
Cash / Aktie (EUR)	0,78	1,14	2,73	6,16	8,77
Buchwert / Aktie (EUR)	9,16	9,75	15,30	16,16	17,11

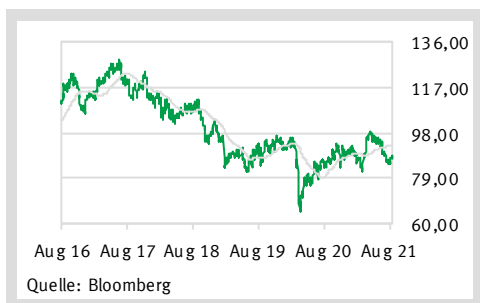
Quelle: Deutsche Telekom, NATIONAL-BANK AG

Henkel Vz

Halten (Halten)

Kurs am 12.08.21 um 17:35h	87,06 EUR
Erstellung abgeschlossen	13.08.2021/ 11:30h
Erstmals weitergegeben	13.08.2021/ 13:00h
Kursziel	93,00 EUR
Marktkapitalisierung	15,51Mrd. EUR
Branche	Konsumgüter / -dienstleistungen
Land	Deutschland
WKN	604843
Reuters	HNKG_p.DE

Kennzahlen	12/20	12/21e	12/22e
Ergebnis je Aktie (EUR)	3,25	4,35	4,73
Kurs/Gewinn	26,3	20,0	18,4
Dividende je Aktie (EUR)	1,85	1,89	1,95
Div.-Rendite	2,2%	2,2%	2,2%
Kurs/Umsatz	1,9	1,8	1,7
Kurs/Op. Ergebnis	18,4	13,8	12,8
Kurs/Cashflow	12,0	15,7	14,8
Kurs/Buchwert	2,1	2,0	1,9



Performance	3 M	6 M	12 M
Absolut	-8,7%	-0,4%	1,0%
Relativ z. DAX30	-13,2%	-11,5%	-18,4%

Erstempfehlung 18.02.2009

Historie der Umstufungen (12 Monate):

12.11.2020 Von Verkauften auf Halten

Anlass

Zahlen für das erste Halbjahr 2021

Einschätzung

Die Umsatzzahlen für das zweite Quartal (Q2) 2021 (berichtet: +8,8% y/y; organisch: +15,2% y/y) und die Ergebniskennzahlen für das erste Halbjahr (H1) 2021 (u.a. bereinigtes operatives Ergebnis: +20,1% y/y) lagen im Rahmen unserer Prognosen sowie der Markterwartungen. Sie waren geprägt durch eine sehr dynamische Erholung des Segments Adhesive Technologies (Klebstoffe). Der Ausblick für 2021 wurde umsatzseitig angehoben (organisch: +6,0% bis +8,0% (zuvor: +4,0% bis +6,0%) y/y); margenseitig gesenkt (bereinigte EBIT-Marge: 13,5% bis 14,5% (zuvor: 14,0% bis 15,0%) und für das bereinigte EpS bestätigt. Wir halten den Ausblick für erreichbar. Bei der angestrebten Portfolio-Bereinigung sieht sich Henkel weiter im Plan. Wir senken unsere Prognosen für 2021e (u.a. EpS berichtet: 4,35 (alt: 4,36) Euro; EpS bereinigt: 4,66 (alt: 4,85) Euro; DpS: unverändert: 1,89 Euro) und 2022e (u.a. EpS berichtet: 4,73 (alt: 4,75) Euro; EpS bereinigt: 5,16 (alt: 5,18) Euro; DpS: 1,95 (alt: 2,00) Euro) mehrheitlich. Der u.E. überzeugenden operativen Entwicklung bei Klebstoffen und den Fortschritten bei der Portfoliobereinigung stehen u.E. ein deutlich steigender Kostendruck (u.a. bei Rohstoff- und Materialkosten, Transportkosten) sowie eine verhaltene Topline-Entwicklung in Nordamerika gegenüber. Auf Basis unseres DCF-Modells (gesenkte Prognosen, höheres Beta) ermitteln wir ein neues Kursziel von 93,00 (alt: 97,00) Euro für die Henkel-Vorzugsaktie und bestätigen bei einem positiven Gesamtertrag (12 Monate) von <10% unser Votum Halten.

Lars Lusebrink (Analyst)

Highlights

- Die Q2-Umsatzzahlen und die H1-Ergebniskennzahlen lagen insgesamt im Rahmen unserer Prognosen sowie der Markterwartungen.
- Den Ausblick für 2021 hat Henkel beim Umsatz angehoben, margenseitig gesenkt und beim bereinigten EpS (zu konstanten Wechselkursen) bestätigt.

Geschäftsentwicklung

Henkel steigerte in Q2 2021 den Umsatz, deutlich belastet durch Währungseffekte (-6,5 Prozentpunkte (PP)), um 8,8% (Q1 2021: +0,8% y/y) auf 4,96 (Vj.: 4,56; unsere Prognose: 5,00; Marktkonsens: 4,97) Mrd. Euro. Auf organischer Basis ergab sich ein deutlicher Umsatzzuwachs von 15,2% (Q1 2021: +7,7%) y/y. Im ersten Halbjahr (H1) 2021 nahm der Konzernumsatz, deutlich belastet durch Währungseffekte (-7,0 PP), um 4,7% auf 9,93 (Vj.: 9,49) Mrd. Euro zu (organisch: +11,3% y/y; Marktkonsens: +10,6% y/y). Die größten Wachstumsimpulse kamen vom Segment Adhesive Technologies (+14,4% y/y auf 4,75 Mrd. Euro; organisch: +20,2% y/y). Das Segment Beauty Care steigerte den Umsatz nur leicht um 1,1% auf 1,84 (Vj.: 1,82) Mrd. Euro; organisch: +5,2% y/y) und profitierte dabei von einem prozentual zweistelligen Umsatzzuwachs (organisch) im Friseurgeschäft, dem ein Rückgang im Konsumentengeschäft (Rückgang in der Kategorie Körperpflege) gegenüberstand. Bei Laundry & Home Care (Umsatz: -5,3% y/y; organisch: +3,9% y/y) sorgte v.a. das Geschäftsfeld Reinigungsmittel (Home Care) für Wachstumsimpulse. Regional betrachtet war Asien/Pazifik (+17,3% y/y auf 1,64 Mrd. Euro; organisch: +20,8% y/y) der größte Wachstumstreiber, während Nordamerika auf berichteter Basis sogar einen Rückgang (-3,5% y/y auf 2,47 Mrd. Euro; organisch: +3,0% y/y) hinnehmen musste.

Henkel	Umsatz (in Mio. EUR)			Umsatz (in Mio. EUR)		
	Q2 2020	Q2 2021	Veränderung gg. Vj.	H1 2020	H1 2021	Veränderung gg. Vj.
Adhesive Technologies	1.944	2.394	23,1%	4.153	4.752	14,4%
Laundry & Home Care	1.705	1.619	-5,0%	3.460	3.275	-5,3%
Beauty Care	883	914	3,5%	1.818	1.839	1,1%
Corporate	25	31	24,0%	53	60	13,2%
Konzern	4.558	4.958	8,8%	9.485	9.926	4,7%

Quelle: Henkel, NATIONAL-BANK AG

Das bereinigte EBIT konnte in H1 2021 deutlich überproportional um 20,1% auf 1.430 (Vj.: 1.191; unsere Prognose: 1.440; Marktkonsens: 1.431) Mio. Euro zulegen und profitierte dabei von unterproportionalen Anstiegen der Umsatzkosten (+4,8% y/y), der Forschungs- und Entwicklungskosten (+3,4% y/y), der Verwaltungskosten (+1,0% y/y) sowie einer Stagnation der Marketing- und Vertriebskosten (+/-0,0% y/y). Ergebnistreiber war das Segment Adhesive Technologies mit einem Anstieg des bereinigten EBIT um 51,0% auf 820 (Vj.: 543) Mio. Euro (bereinigte EBIT-Marge: +4,2 Prozentpunkte y/y), während das Segment Laundry & Home Care einen Ergebnis- und Margenrückgang (-7,7% y/y auf 490 Mio. Euro; bereinigte EBIT-Marge: -0,3 PP y/y) hinnehmen musste. Das berichtete Nettoergebnis verbesserte sich um 21,4% auf 942 (Vj.: 776; unsere Prognose: 950; Marktkonsens: 939) Mio. Euro bzw. 2,18 (Vj.: 1,79; unsere Prognose: 2,19; Marktkonsens: 2,16) Euro je Vorzugsaktie. Das bereinigte Ergebnis je Vorzugsaktie legte um 22,4% auf 2,40 (Vj.: 1,96; unsere Prognose: 2,43; Marktkonsens: 2,40) Euro zu. Der freie Cashflow brach v.a. auf Grund einer höheren Mittelbindung (Working Capital) auf 471 (Vj.: 940) Mio. Euro ein.

Henkel	EBIT* (in Mio. EUR)		Veränderung gg. Vj.
	H1 2020	H1 2021	
Adhesive Technologies	543	820	51,0%
EBIT-Marge*	13,1%	17,3%	4,2 PP
Laundry & Home Care	531	490	-7,7%
EBIT-Marge*	15,3%	15,0%	-0,3 PP
Beauty Care	172	183	6,4%
EBIT-Marge*	9,5%	10,0%	0,5 PP
Corporate	-55	-63	-
Konzern	1.191	1.430	20,1%
EBIT-Marge*	12,6%	14,4%	1,8 PP

Quelle: Henkel, NATIONAL-BANK AG

*bereinigt; PP: Prozentpunkte

Perspektiven

Den Ausblick für 2021 hat Henkel angehoben (organisches Umsatzwachstum von 6,0% bis 8,0% y/y (zuvor: +4,0% bis +6,0% y/y; Marktkonsens: +6,4% y/y; H1 2021: +11,3% y/y), gesenkt (bereinigte EBIT-Marge: 13,5% bis 14,5% (zuvor: 14,0% bis 15,0%)) und bestätigt (bereinigtes Ergebnis je Vorzugsaktie: Anstieg im hohen einstelligen bis mittleren Zehnprozentbereich (impliziert: +7% bis +16% y/y); H1 2021: +22,4% y/y). Zudem erwartet Henkel Währungsbelastungen im mittleren einstelligen Prozentbereich (H1 2021: -6,5 PP y/y). Positive Effekte auf die Ergebnisentwicklung erwartet Henkel durch eine deutliche Nachfragebelebung im Industriegeschäft und im Friseurgeschäft. Als Belastungsfaktor sieht das Unternehmen die signifikant gestiegenen Preise für direkte Materialien, für die Henkel nun von einem Anstieg im niedrigen Zehnprozentbereich (zuvor: hoher mittlerer einstelliger Prozentbereich) ausgeht und die in 2021 nur teilweise kompensiert werden können. Zudem geht Henkel für 2021 unverändert von Restrukturierungsaufwendungen in Höhe von 250 bis 300 Mio. Euro sowie Auszahlungen für Investitionen in Sachanlagen und Immaterielle Vermögenswerte von 600 bis 700 Mio. Euro aus. Wir halten den Ausblick für erreichbar.

Auf Segmentebene rechnet Henkel für Adhesive Technologies mit einem organischen Umsatzwachstum von 10,0% bis 12,0% (zuvor: +7,0% bis +9,0%) y/y sowie einer bereinigten EBIT-Marge von weiterhin 16,0% bis 17,0%, für Beauty Care mit einem organischen Umsatzwachstum von 2,0% bis 4,0% (zuvor: +2,0% bis +6,0%) y/y sowie einer bereinigten EBIT-Marge von 9,5% bis 10,5% (zuvor: 10,5% bis 12,0%) und für Laundry & Home Care mit einem organischen Umsatzwachstum von 2,0% bis 4,0% (zuvor: +1,0% bis +3,0%) y/y sowie einer bereinigten EBIT-Marge von 14,0% bis 15,0% (zuvor: 14,5% bis 15,5%).

Bei der angestrebten Portfolio-Bereinigung im Rahmen der im März 2020 vorgestellten Wachstumsagenda sieht sich das Unternehmen weiter auf Kurs. So hat Henkel in 2021 bisher Geschäfte mit einem Gesamtumsatz von rund 350 Mio. Euro veräußert (Zielsetzung für 2021: 500 Mio. Euro). Darüber hinaus sind auch Akquisitionen ein wichtiger Bestandteil der Strategie. Auch in den anderen Bereichen der Wachstumsagenda hat das Unternehmen nach eigenen Angaben gute Fortschritte erreicht.

Wir senken unsere Prognosen für 2021e (u.a. EpS berichtet: 4,35 (alt: 4,36) Euro; EpS bereinigt: 4,66 (alt: 4,85) Euro; DpS: unverändert: 1,89 Euro) und 2022e (u.a. EpS berichtet: 4,73 (alt: 4,75) Euro; EpS bereinigt: 5,16 (alt: 5,18) Euro; DpS: 1,95 (alt: 2,00) Euro) mehrheitlich. Auf Basis unseres DCF-Modells (gesenkte Prognosen, höheres Beta, aktualisierter Bewertungszeitraum) ermitteln wir ein neues Kursziel von 93,00 (alt: 97,00) Euro. Zusammen mit unserer Dividendenerwartung (12 Monate: 1,89 Euro je Vorzugsaktie) ergibt sich ein positiver Gesamtertrag (12 Monate) von <10%. Wir bestätigen daher unser Halten-Votum für die Henkel-Vorzugsaktie.

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> - Henkel ist international breit aufgestellt und kann daher regionale Schwankungen weitgehend ausgleichen - das Unternehmen zeichnet sich durch eine hohe Innovationskraft aus - starkes Branding in den konsumnahen Unternehmensbereichen - solide Bilanzstruktur - breite produktseitige Aufstellung - Anhebung der Umsatz-Guidance für 2021 	<ul style="list-style-type: none"> - Ergebnisentwicklung wird vom Ölpreis und negativen Wechselkurseffekten belastet - kaum Synergien zwischen Konsum- und Industriegeschäft - wettbewerbsintensives Umfeld in Westeuropa und Nordamerika - schwache operative Entwicklung bei Beauty Care - schwache Topline-Entwicklung in Nordamerika - Senkung der Margen-Guidance für 2021
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> - überdurchschnittliches Wachstum in den Emerging Markets - nachhaltig starker Cashflow, weitere Akquisitionen sind zu erwarten - Relaunch von Marken, Investitionen in die Kernmärkte - Umsetzung des neuen Strategiepakets - aktives Portfoliomanagement - deutliche Erholung des Friseurgeschäfts 	<ul style="list-style-type: none"> - deutlicher Anstieg der Materialkosten - zunehmende Wettbewerbsintensität, insbesondere durch Handelsmarken, führt zu steigendem Preisdruck bei Konsumartikeln - Integrationsrisiken bei Übernahmen - erhöhter Investitionsbedarf

Quelle: NATIONAL-BANK AG

Henkel: Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. EUR (außer Ergebnis je Aktie und Dividende je Aktie)	2018	2019	2020	2021e	2022e
Umsatz	19.899	20.114	19.250	19.828	20.521
Bruttoergebnis	9.156	9.231	8.871	8.982	9.317
EBITDA	3.694	3.656	2.751	3.349	3.588
Abschreibungen	-578	-757	-732	-753	-780
EBIT	3.116	2.899	2.019	2.596	2.808
Finanzergebnis	-65	-88	-94	-56	-50
EBT	3.051	2.811	1.925	2.540	2.758
Steuern	-721	-708	-501	-635	-689
Ergebnis nach Steuern	2.330	2.103	1.424	1.905	2.068
Minderheitenanteile	-16	-18	-16	-15	-15
Nettoergebnis	2.314	2.085	1.408	1.890	2.053
Anzahl Aktien (Mio. St.)	434	434	434	434	434
Ergebnis je Vz-Aktie	5,34	4,81	3,25	4,35	4,73
Dividende je Vz-Aktie	1,85	1,85	1,85	1,89	1,95
in % vom Umsatz					
Umsatz	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Bruttoergebnis	46,0%	45,9%	46,1%	45,3%	45,4%
EBITDA	18,6%	18,2%	14,3%	16,9%	17,5%
Abschreibungen	2,9%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%
EBIT	15,7%	14,4%	10,5%	13,1%	13,7%
EBT	15,3%	14,0%	10,0%	12,8%	13,4%
Steuern	3,6%	3,5%	2,6%	3,2%	3,4%
Ergebnis nach Steuern	11,7%	10,5%	7,4%	9,6%	10,1%
Nettoergebnis	11,6%	10,4%	7,3%	9,5%	10,0%

Quelle: Henkel, NATIONAL-BANK AG

Henkel: Bilanz- und Kapitalflussdaten

in Mio. EUR	2018	2019	2020	2021e	2022e
Bilanzsumme	29.562	31.409	30.250	31.013	31.903
Anlagevermögen	20.879	22.279	20.930	20.937	20.947
Geschäfts- und Firmenwert	12.306	12.972	12.359	18.303	18.303
Vorräte	2.177	2.187	2.189	2.161	2.237
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	3.610	3.415	3.106	3.371	3.489
Liquide Mittel	1.063	1.460	1.727	2.108	2.648
Eigenkapital	16.999	18.611	17.879	18.980	20.228
Verzinsliches Fremdkapital	4.175	3.958	3.084	2.621	2.214
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	3.713	3.819	3.953	3.966	3.899
Summe Fremdkapital	12.563	12.798	12.371	12.033	11.675
Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit	2.698	3.241	3.080	2.408	2.558
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-1.208	-1.461	-1.261	-760	-790
Free Cashflow	1.490	1.780	1.819	1.648	1.768
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	-1.330	-1.395	-1.475	-1.266	-1.228
Summe der Cashflows	160	385	344	382	540

Quelle: Henkel, NATIONAL-BANK AG

Henkel: Wichtige Kennzahlen

	2018	2019	2020	2021e	2022e
EV / Umsatz	2,5	2,0	2,0	1,9	1,8
EV / EBITDA	13,2	11,0	14,0	11,1	10,4
EV / EBIT	15,7	13,9	19,1	14,3	13,2
KGV	19,8	18,1	26,3	20,0	18,4
KBV	2,7	2,0	2,1	2,0	1,9
KCV	17,0	11,7	12,0	15,7	14,8
KUV	2,3	1,9	1,9	1,8	1,7
Dividendenrendite	1,8%	2,1%	2,2%	2,2%	2,2%
Eigenkapitalrendite (ROE)	13,6%	11,2%	7,9%	10,0%	10,2%
ROCE	15,2%	13,4%	11,6%	12,3%	13,4%
ROI	7,8%	6,6%	4,7%	6,1%	6,4%
Eigenkapitalquote	57,5%	59,3%	59,1%	61,2%	63,4%
Anlagendeckungsgrad	81,4%	83,5%	85,4%	90,7%	96,6%
Anlagenintensität	70,6%	70,9%	69,2%	67,5%	65,7%
Vorräte / Umsatz	10,9%	10,9%	11,4%	10,9%	10,9%
Forderungen / Umsatz	18,1%	17,0%	16,1%	17,0%	17,0%
Working Capital-Quote	10,4%	8,9%	7,0%	7,9%	8,9%
Nettofinanzverschuldung (in Mio. EUR)	3.112	2.498	1.357	513	-434
Nettofinanzverschuldung / EBITDA	0,8	0,7	0,5	0,2	-0,1
Capex / Umsatz	4,3%	3,3%	3,8%	3,8%	3,8%
Capex / Abschreibungen	147,6%	87,5%	101,2%	100,9%	101,3%
Free Cashflow / Umsatz	7,5%	8,8%	9,4%	8,3%	8,6%
Free Cash Flow / Aktie (EUR)	3,43	4,10	4,19	3,80	4,07
Nettofinanzverschuldung / Aktie (EUR)	7,17	5,75	3,12	1,18	-1,00
Cash / Aktie (EUR)	2,45	3,36	3,98	4,85	6,10
Buchwert / Aktie (EUR)	39,14	42,86	41,17	43,71	46,58

Quelle: Henkel, NATIONAL-BANK AG

Nordex

Halten (Halten)

Kurs am 12.08.21 um 17:34h	16,24 EUR
Erstellung abgeschlossen	13.08.2021/ 11:30h
Erstmals weitergegeben	13.08.2021/ 13:00h
Kursziel	17,70 EUR
Marktkapitalisierung	2,60 Mrd. EUR
Branche	Energie
Land	Deutschland
WKN	A0D655
Reuters	NDXG.DE

Kennzahlen	12/20	12/21e	12/22e
Ergebnis je Aktie (EUR)	-1,21	-0,04	0,63
Kurs/Gewinn	neg.	neg.	25,9
Dividende je Aktie (EUR)	0,00	0,00	0,00
Div.-Rendite	0,0%	0,0%	0,0%
Kurs/Umsatz	0,3	0,5	0,5
Kurs/Op. Ergebnis	neg.	34,4	12,9
Kurs/Cashflow	neg.	neg.	9,5
Kurs/Buchwert	1,6	1,6	1,8



Performance	3 M	6 M	12 M
Absolut	-5%	-31%	65%
Relativ z. MDAX	-17%	-40%	37%

Erstempfehlung 25.03.2014

Historie der Umstufungen (12 Monate):

Anlass

Zahlen für das zweite Quartal 2021

Einschätzung

Das Zahlenwerk für das zweite Quartal (Q2) 2021 (u.a. deutlicher Umsatzanstieg, deutliche Ergebnisverbesserung, EpS aber weiterhin defizitär, negativer freier Cashflow) lag operativ (Umsatz, EBITDA) über unseren Erwartungen. Der Ausblick für das Geschäftsjahr 2021, der Umsatz- und Margenverbesserungen impliziert, wurde vollumfänglich bestätigt. Hier sehen wir Nordex zur Halbzeit auf Kurs. Der feste Auftragsbestand (Projekte, per 30.06.2021) ist im Quartalsverlauf weiter gesunken und liegt auf dem niedrigsten Niveau seit 31.03.2019. Daher sind wir skeptischer bezüglich des Erreichens des erneut wiederholten Margenziels für 2022e (8%) geworden. Die Bilanz- und Verschuldungskennzahlen werden sich u.E. per 30.09.2021 durch die Mitte Juli abgeschlossene Kapitalerhöhung (586 Mio. Euro) deutlich verbessert (ggü. 30.06.2021) darstellen. Die generellen Trends in der Energiewelt (Dekarbonisierung, Elektrifizierung) sind positiv für Nordex. In der Vergangenheit konnte das Unternehmen dies aber nicht in nachhaltige Ergebnissteigerungen ummünzen. Wir haben unsere Prognosen gesenkt (u.a. EpS 2021e: -0,04 (alt: -0,01) Euro; EpS 2022e: +0,63 (alt: +0,65) Euro). In Erwartung eines positiven Gesamtertrags (12 Monate) von <10% lautet unser Votum für die Nordex-Aktie weiterhin Halten (Kursziel: 17,70 (alt: 18,70) Euro (Discounted-Cashflow-Modell; Prognosesenkung 2021ff, höheres Beta)).

Sven Diermeier (Senior Analyst)

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> - hohes technologisches Know-how, Innovationskraft - breite regionale und produktseitige Aufstellung - Ankeraktionär Acciona - hoher Auftragsbestand 	<ul style="list-style-type: none"> - hohe Investitionen in Produktinnovationen - von Quartal zu Quartal volatile Geschäftsentwicklung - hoher Goodwill in der Bilanz (Goodwill zu Eigenkapital per 31.12.2020: 71%) - keine Dividendenausschüttung auf absehbare Zeit - Historie von Gewinnwarnungen
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> - Dekarbonisierung, Elektrifizierung, Repowering - Produktinnovationen (Senkung der Stromgestehungskosten; Abmilderung des Preisdrucks) - Effizienzsteigerungen - Anstieg der Preise für Strom (Großhandelsebene) sowie für fossile Energieträger und CO2-Emissionszertifikate - Branchenkonsolidierung - „grüne“ EU-Konjunkturprogramme 	<ul style="list-style-type: none"> - die Nachfrage nach Windenergieanlagen ist subventionsgetrieben (hohe Abhängigkeit von staatlichen Förderprogrammen) - Fehlinvestitionen/-innovationen, Verpassen technologischer Trends - Projektverzögerungen können die Rentabilität deutlich belasten - Großteil der Komponenten wird extern beschafft (Lieferverzögerungen, Preisanstieg, Qualitätsprobleme) - dauerhaft niedrige Preise für Strom (Großhandelsebene) sowie für fossile Energieträger und CO2-Emissionszertifikate - steigende Zinsen (höhere Finanzierungskosten für die Kunden) - Ratingherabstufung

Quelle: NATIONAL-BANK AG

RWE

Halten (Halten)

Kurs am 12.08.21 um 17:35h	31,00 EUR
Erstellung abgeschlossen	13.08.2021/ 11:30h
Erstmals weitergegeben	13.08.2021/ 13:00h
Kursziel	32,00 EUR
Marktkapitalisierung	20,96 Mrd. EUR
Branche	Versorger
Land	Deutschland
WKN	703712
Reuters	RWEG.DE

Kennzahlen	12/20	12/21e	12/22e
Ergebnis je Aktie (EUR)	1,56	2,70	1,74
Kurs/Gewinn	19,8	11,5	17,8
Dividende je Aktie (EUR)	0,85	0,90	0,95
Div.-Rendite	2,8%	2,9%	3,1%
Kurs/Umsatz	1,4	1,4	1,4
Kurs/Op. Ergebnis	11,1	12,0	12,3
Kurs/Cashflow	4,8	6,9	7,7
Kurs/Buchwert	1,1	1,1	1,0



Performance	3 M	6 M	12 M
Absolut	-1,3%	-8,7%	-10,2%
Relativ z. DAX30	-5,8%	-19,8%	-29,7%

Erstempfehlung 18.12.2008

Historie der Umstufungen (12 Monate):

Anlass

Zahlen für das zweite Quartal 2021

Einschätzung

Das bereinigte/operative Zahlenwerk für das zweite Quartal (Q2) 2021 lag im Großen und Ganzen im Rahmen unserer Erwartungen. RWE (bereinigtes EBITDA: +71% y/y) hat von einem starken Energiehandelsgeschäft sowie dem Nicht-Kerngeschäft (Kohle, Kernenergie) profitiert. Positiv sticht u.E. die Cashflow- und Verschuldungsentwicklung hervor. Der Ende Juli angehobene Ergebnisausblick für das Geschäftsjahr 2021, was allein auf das Energiehandelsgeschäft zurückzuführen war, wurde im Rahmen des Q2-Berichts wiederholt (keine eindeutige Tendenz Guidance 2021e vs. 2020 (Ist); Guidance-Mittelwert 2021e vs. 2020 (Ist): (leichte bis moderate) Rückgänge). Die 2022er Ziele weisen gegenüber der 2021er Guidance keine eindeutige Tendenz auf (Mittelwert 2022e vs. Mittelwert 2021e: kaum Dynamik). Die Dividendenindikation für 2021 (0,90 Euro je Aktie) wurde abermals bestätigt. RWE hat kapazitätsseitig (Erneuerbare Energien) deutlichen Rückstand auf Iberdrola und Enel. Zudem stoßen neue Wettbewerber (v.a. Öl- und Gaskonzerne) in den Wachstumsmarkt Erneuerbaren Energien vor. Die Dividendenrendite der RWE-Aktie (2021e: 2,9%; 2022e: 3,1%) ist im Branchenvergleich (Stoxx Europe 600 Versorger 2021e: 4,3%; 2022e: 4,5%) unterdurchschnittlich. Unsere Prognosen haben mehrheitlich Bestand (aber u.a. berichtetes EpS 2021e: 2,70 (alt: 2,69) Euro). In Erwartung eines positiven Gesamtertrags (12 Monate) von unter 10% lautet unser Votum für die RWE-Aktie nach wie vor Halten (Kursziel: unverändert 32,00 Euro (Discounted-Cashflow-Modell)).

Sven Diermeier (Senior Analyst)

Highlights

- RWE profitierte in Q2 2021 vom Energiehandelsgeschäft sowie dem Nicht-Kerngeschäft.
- Die Ziele für das Geschäftsjahr 2021 (Ende Juli erhöht) wurden wiederholt.
- Die Dividendenindikation für 2021 lautet nach wie vor 0,90 Euro je Aktie.

Geschäftsentwicklung

Das bereinigte EBITDA kletterte im zweiten Quartal (Q2) 2021 signifikant um 71% auf 868 (Vj.: 509; unsere Prognose: 855; Marktkonsens: 836) Mio. Euro. RWE profitierte von einem sehr starken Energiehandelsgeschäft sowie dem Nicht-Kerngeschäft (Kohle/Kernenergie). Das bereinigte Nettoergebnis legte deutlich überproportional (rückläufige Abschreibungen und Anteile Dritter) um 162% auf 530 (Vj.: 202; unsere Prognose: 520; Marktkonsens: 471) Mio. Euro zu. Auf berichteter Basis stieg das Nettoergebnis deutlich, aber unterproportional um 74% auf 537 (Vj.: 308) Mio. Euro. Verantwortlich hierfür waren ein unterdurchschnittlich gestiegenes neutrales Ergebnis (nicht-operatives Ergebnis) sowie eine höhere Steuerquote.

RWE	Bereinigtes EBITDA (in Mio. EUR)		Veränderung	
	Q2 2020	Q2 2021	gg. Vj. (in Mio. EUR)	gg. Vj.
Offshore Wind	154	162	8	5%
Onshore Wind/Solar	78	77	-1	-1%
Wasser/Biomasse/Gas	107	84	-23	-21%
Energiehandel	152	336	184	>100%
Sonstige, Konsolidierung	-10	-8	2	-
Kerngeschäft	481	651	170	35%
Kohle/Kernenergie	28	217	189	>100%
Konzern	509	868	359	71%

Quelle: RWE, NATIONAL-BANK AG

* pro forma

Im ersten Halbjahr (H1) 2021 sank das bereinigte Konzern-EBITDA um 4% (Kerngeschäft: -21%) auf 1.751 (Vj.: 1.833) Mio. Euro. Ausschlaggebend für den Ergebnisrückgang waren schlechtere Witterungsbedingungen (geringeres Windaufkommen (=niedrigere Stromproduktion), zudem Zukauf von Strommengen, die bereits verkauft, aber nicht selbst produziert werden konnten, zu sehr ungünstigen Konditionen wegen Extremwetter in Texas in Q1 2021). Das bereinigte Nettoergebnis stieg dagegen um 7% auf 870 (Vj.: 816) Mio. Euro. Verantwortlich hierfür war ein deutlich verbessertes Finanzergebnis sowie stark rückläufige Anteile Dritter. Auf berichteter Basis kletterte das Nettoergebnis wegen einem verbesserten berichteten Finanzergebnis sowie einer deutlich niedrigeren berichteten Steuerquote um 38% auf 1.432 (Vj.: 1.035) Mio. Euro.

Der freie Cashflow zeigte sich in H1 2021 u.a. wegen der Ergebnisentwicklung (auf berichteter Basis) sowie einer niedrigeren Mittelbindung (Working Capital) signifikant verbessert und war deutlich positiv (+3,41 (Vj.: +0,25) Mrd. Euro). Die Kennzahl wirtschaftliche Nettoverschuldung zu bereinigtem EBITDA hat sich im Quartalsverlauf entsprechend deutlich verbessert und belief sich per Ende Juni 2021 auf 0,3 (31.03.2021: 1,0; 31.12.2020: 1,3; 31.12.2019 (pro forma): 2,3; 31.12.2019: 3,0; 31.12.2018: 2,9). RWE verfügt bei Moody's über ein niedriges Investmentgrade-Rating („Baa2“) mit „stabilem“ Ausblick (Ziel: „Baa2“).

RWE	Bereinigtes EBITDA (in Mio. EUR)		Veränderung gg. Vj. (in Mio. EUR)	Veränderung gg. Vj.
	H1 2020	H1 2021		
Offshore Wind	585	459	-126	-22%
Onshore Wind/Solar	299	-42	-341	-
Wasser/Biomasse/Gas	324	297	-27	-8%
Energiehandel	322	525	203	63%
Sonstige, Konsolidierung	-7	-33	-26	-
Kerngeschäft	1.523	1.206	-317	-21%
Kohle/Kernenergie	310	545	235	76%
Konzern	1.833	1.751	-82	-4%

Quelle: RWE, NATIONAL-BANK AG

Perspektiven

RWE fokussiert sich nach den Tauschgeschäften (dabei zentrales Element die ehemalige Tochtergesellschaft innogy) mit E.ON auf die Stromerzeugung (Kapazitäten per 31.12.2020: 40,7 Gigawatt, davon Erneuerbare Energien: 10,1 Gigawatt) sowie den Energiehandel. Da für die Kernenergie sowie die Braun- und Steinkohle überwiegend staatlich vorgegebene Ausstiegspläne bestehen, liegt der Fokus von RWE vor allem auf den Ausbau der Erneuerbaren Energien. Regional liegt dabei der Fokus auf Europa, Amerika und Asien/Pazifik. Der technologische Fokus liegt auf Windkraft und Photovoltaik. Hier sollen die Kapazitäten von 8,8 Gigawatt (anteilig, per 31.12.2019) auf über 13,0 (31.12.2020: 9,4) Gigawatt bis 2022 ausgebaut werden. Die Bruttoinvestitionen ins Kerngeschäft (RWE-Konzern ohne Braunkohle, Kernenergie und deutsche Steinkohlekraftwerke) sollen sich im Dreijahreszeitraum 2020 bis 2022 auf 8,5 bis 9,5 (dabei Instandhaltung/Ersatz: rund 0,5; Nettowachstum: rund 5; Desinvestitionen: rund 3 bis 4) Mrd. Euro belaufen. Die Kennzahl wirtschaftliche Nettoverschuldung (ohne Rückstellungen für den Bergbau) zu bereinigtem Kern-EBITDA soll nicht höher als 3,0 liegen (31.12.2020: 1,7; 31.12.2019: 2,6). Die Ausschüttungsquote bezogen auf den bereinigten Nettogewinn soll sich in einer Spanne von 40% bis 60% bewegen.

Im Rahmen des Q2-Berichts (am 12.08.) hat RWE den Ende Juli wegen dem starken Energiehandelsgeschäft erhöhten Ausblick für das Geschäftsjahr 2021 wiederholt. Demnach stellt der Stromkonzern ein bereinigtes EBITDA von 3,0 bis 3,4 (Gj. 2020 revidiert: 3,29; Gj. 2020 wie berichtet: 3,24; Gj. 2019: 2,49; Gj. 2019 pro forma: 3,02) Mrd. Euro, ein bereinigtes EBIT von 1,5 bis 1,9 (Gj. 2020 revidiert: 1,82; Gj. 2020 wie berichtet: 1,77; Gj. 2019: 1,26; Gj. 2019 pro forma: 1,53) Mrd. Euro sowie ein bereinigtes Nettoergebnis von 1,05 bis 1,4 (Gj. 2020 revidiert: 1,26; Gj. 2020 wie berichtet: 1,21) Mrd. Euro in Aussicht. Die Dividendenindikation lautet weiterhin auf 0,90 Euro je Aktie. Für das Geschäftsjahr 2022 visiert der Energieversorger ein bereinigtes EBITDA von 3,10 bis 3,40 Mrd. Euro, ein bereinigtes EBIT von 1,50 bis 1,80 Mrd. Euro sowie ein bereinigtes Nettoergebnis von 1,05 bis 1,35 Mrd. Euro an.

Unsere Prognosen für die Geschäftsjahre 2021e (u.a. bereinigtes EpS: unverändert 1,87 Euro; berichtetes EpS: 2,70 (alt: 2,69) Euro; Dividende je Aktie: unverändert 0,90 Euro) und 2022e (u.a. bereinigtes/berichtetes EpS: unverändert 1,74 Euro; Dividende je Aktie: unverändert 0,95 Euro) haben mehrheitlich Bestand. Auf Basis unseres Discounted-Cashflow-Modells haben wir ein unverändertes Kursziel von 32,00 Euro für die RWE-Aktie ermittelt. Zusammen mit unserer Dividendenerwartung (12 Monate: 0,90 Euro je Aktie) ergibt sich damit ein positiver Gesamtertrag (12 Monate) von <10%. Daher lautet unser Votum für die RWE-Aktie weiterhin Halten.

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> - einer der größten Ökostromproduzenten der Welt - starke Marktstellung in Deutschland (an der Grenze zur marktbeherrschenden Stellung bei konventioneller Stromerzeugung) - unterdurchschnittlich konjunktursensitives Geschäftsmodell 	<ul style="list-style-type: none"> - Kernkraftwerke spätestens ab 2022e cash-negativ - unterdurchschnittliche Dividendenrendite im Branchenvergleich - unterdurchschnittliches Ergebniswachstum (2019-2022) im Branchenvergleich
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> - zunehmende Elektrifizierung (Anstieg der Energiepreise) - stärkere Integration des Kraftwerksparks - beschleunigte Dekarbonisierung der (Energie-)Wirtschaft / „grüne“ Konjunkturpakete 	<ul style="list-style-type: none"> - Geschäftsentwicklung ist teilweise stark abhängig von der Witterung - Energiehandel ist stark von Preisentwicklung abhängig / Fehl-Hedging - eine veränderte Regulierung kann erheblichen Einfluss auf die Profitabilität haben (u.a. Kohleausstieg ohne adäquate Entschädigung) - steigende Marktzinsen (Attraktivität der Dividendenrendite sinkt)

Quelle: NATIONAL-BANK AG

RWE: Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. EUR (außer Ergebnis je Aktie und Dividende je Aktie)	2018	2019	2020	2021e	2022e
Umsatz	13.406	13.125	13.688	14.817	14.873
Rohertrag/Bruttoergebnis	3.408	4.047	3.874	3.867	4.194
EBITDA	1.538	2.489	3.235	3.225	3.275
Abschreibungen	-919	-1.222	-1.464	-1.475	-1.575
EBIT	619	1.267	1.771	1.750	1.700
Finanzergebnis	-570	-2.019	-575	369	-145
EBT	49	-752	1.196	2.119	1.555
Steuern	-103	92	-363	-201	-233
Ergebnis nach Steuern	-54	-660	833	1.918	1.322
Minderheitenanteile	-738	-658	-59	-95	-145
Nettoergebnis	335	8.498	995	1.823	1.177
Anzahl Aktien (Mio. St.)	615	615	637	676	676
Ergebnis je Aktie	0,54	13,82	1,56	2,70	1,74
Dividende je Aktie	0,70	0,80	0,85	0,90	0,95
in % vom Umsatz					
Umsatz	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Rohertrag/Bruttoergebnis	25,4%	30,8%	28,3%	26,1%	28,2%
EBITDA	11,5%	19,0%	23,6%	21,8%	22,0%
Abschreibungen	6,9%	9,3%	10,7%	10,0%	10,6%
EBIT	4,6%	9,7%	12,9%	11,8%	11,4%
EBT	0,4%	-5,7%	8,7%	14,3%	10,5%
Steuern	0,8%	-0,7%	2,7%	1,4%	1,6%
Ergebnis nach Steuern	-0,4%	-5,0%	6,1%	12,9%	8,9%
Nettoergebnis	2,5%	64,7%	7,3%	12,3%	7,9%

Quelle: RWE, NATIONAL-BANK AG

RWE: Bilanz- und Kapitalflussdaten

in Mio. EUR	2018	2019	2020	2021e	2022e
Bilanzsumme	80.108	64.009	61.668	63.209	63.828
Anlagevermögen	18.595	35.768	34.461	35.411	36.261
Geschäfts- und Firmenwert	1.718	2.549	2.603	2.603	2.603
Vorräte	1.631	1.585	1.632	1.767	1.773
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	1.963	3.621	3.007	3.255	3.267
Liquide Mittel	7.132	6.450	8.993	9.134	8.816
Eigenkapital	14.257	17.467	17.971	19.348	19.986
Verzinsliches Fremdkapital	2.764	5.613	5.198	5.254	5.310
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	2.429	2.987	2.387	2.584	2.594
Summe Fremdkapital	65.851	46.542	43.697	43.862	43.843
Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit	4.611	-977	4.125	3.051	2.735
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-2.999	474	-4.278	-2.425	-2.500
Free Cashflow	1.612	-503	-153	626	235
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	-1.559	189	1.769	-486	-553
Summe der Cashflows	53	-314	1.616	141	-318

Quelle: RWE, NATIONAL-BANK AG

RWE: Wichtige Kennzahlen

	2018	2019	2020	2021e	2022e
EV / Umsatz	0,5	1,1	1,2	0,9	0,9
EV / EBITDA	4,7	5,6	4,9	4,0	3,9
EV / EBIT	11,8	11,1	9,0	7,4	7,6
KGV	35,1	1,7	19,8	11,5	17,8
KBV	0,8	0,8	1,1	1,1	1,0
KCV	2,6	-15,2	4,8	6,9	7,7
KUV	0,9	1,1	1,4	1,4	1,4
Dividendenrendite	3,7%	3,3%	2,8%	2,9%	3,1%
Eigenkapitalrendite (ROE)	2,3%	48,7%	5,5%	9,4%	5,9%
ROCE	3,1%	3,3%	4,8%	4,6%	4,4%
ROI	0,4%	13,3%	1,6%	2,9%	1,8%
Eigenkapitalquote	17,8%	27,3%	29,1%	30,6%	31,3%
Anlagendeckungsgrad	76,7%	48,8%	52,1%	54,6%	55,1%
Anlagenintensität	23,2%	55,9%	55,9%	56,0%	56,8%
Vorräte / Umsatz	12,2%	12,1%	11,9%	11,9%	11,9%
Forderungen / Umsatz	14,6%	27,6%	22,0%	22,0%	22,0%
Working Capital-Quote	8,7%	16,9%	16,5%	16,5%	16,5%
Nettofinanzverschuldung (in Mio. EUR)	-4.368	-837	-3.795	-3.880	-3.506
Nettofinanzverschuldung / EBITDA	-2,8	-0,3	-1,2	-1,2	-1,1
Capex / Umsatz	7,8%	13,5%	16,7%	16,4%	16,3%
Capex / Abschreibungen	114,3%	144,6%	156,1%	164,4%	154,0%
Free Cashflow / Umsatz	12,0%	-3,8%	-1,1%	4,2%	1,6%
Free Cash Flow / Aktie (EUR)	2,62	-0,82	-0,24	0,93	0,35
Nettofinanzverschuldung / Aktie (EUR)	-7,11	-1,36	-5,95	-5,74	-5,18
Cash / Aktie (EUR)	11,60	10,49	14,11	13,51	13,04
Buchwert / Aktie (EUR)	23,19	28,41	28,20	28,61	29,56

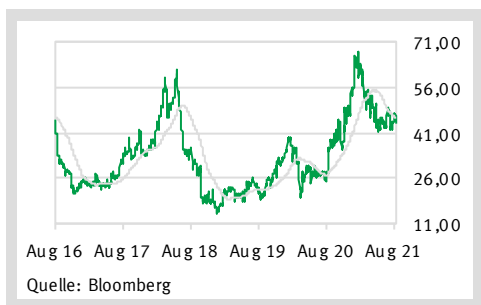
Quelle: RWE, NATIONAL-BANK AG

SMA Solar Technology

Halten (Kaufen)

Kurs am 12.08.21 um 17:35h	44,30 EUR
Erstellung abgeschlossen	13.08.2021/ 11:30h
Erstmals weitergegeben	13.08.2021/ 13:00h
Kursziel	45,00 EUR
Marktkapitalisierung	1,54 Mrd. EUR
Branche	Energie
Land	Deutschland
WKN	A0DJ6J
Reuters	S92G.DE

Kennzahlen	12/20	12/21e	12/22e
Ergebnis je Aktie (EUR)	0,81	0,68	1,10
Kurs/Gewinn	42,7	65,3	40,2
Dividende je Aktie (EUR)	0,30	0,20	0,35
Div.-Rendite	0,9%	0,5%	0,8%
Kurs/Umsatz	1,2	1,4	1,3
Kurs/Op. Ergebnis	43,0	50,1	29,9
Kurs/Cashflow	neg.	121,9	26,2
Kurs/Buchwert	2,7	3,4	3,2



Performance	3 M	6 M	12 M
Absolut	5,0%	-26,1%	28,1%
Relativ z. SDAX	-3,4%	-32,8%	-3,6%

Erstempfehlung 28.03.2014

Historie der Umstufungen (12 Monate):

13.08.2021	Von Kaufen auf Halten
25.03.2021	Von Halten auf Kaufen

Anlass

Zahlen für das zweite Quartal 2021 / Herabstufung der Aktie

Einschätzung

Das Zahlenwerk für das zweite Quartal (Q2) 2021 blieb trotz deutlicher Umsatzsteigerung und Ergebnisverbesserungen hinter unseren Erwartungen zurück. Der Auftragsbestand an Produkten (per 30.06.2021) ist im Quartalsverlauf gestiegen. Er deckt gemeinsam mit dem Q1-Q2-Umsatz 72% bis 79% des Gesamtjahres-Erlösziels ab. Der Ausblick für das Gesamtjahr 2021 (bedeutet Umsatz- und Ergebnissteigerungen) wurde im Rahmen des Q2-Berichts (am 12.08.) teilweise gesenkt (Absatz, Nettoliquidität). Zudem schloss das SMA-Management wegen der Knappheit bei elektronischen Bauteilen eine eingeschränkte Lieferfähigkeit nicht aus. Dies klingt deutlich konservativer als im Rahmen des Q1-Berichts und bedeutet u.E. ein erhöhtes Risiko bezüglich des Erreichens des Umsatz- und Ergebnisziels. Dies sollte u.E. vorerst auf der SMA-Aktie (am Berichtstag (12.08.): -6%) weiter lasten. Die Trends in der Energiewelt (Elektrifizierung, Dekarbonisierung) werten wir positiv für das Unternehmen (Marktprognose für PV-Installationen und PV-Wechselrichterumsatz (jeweils außerhalb von China) für 2022 und 2023 erhöht). Unsere Prognosen haben wir gesenkt (u.a. EpS 2021e: 0,68 (alt: 0,88) Euro; EpS 2022e: 1,10 (alt: 1,25) Euro). In Erwartung eines positiven Gesamtertrags (12 Monate) von nun <10% (bisher: >10%) lautet unser Votum für die SMA-Aktie neu Halten (alt: Kaufen; Kursziel: 45,00 (alt: 47,00) Euro (Discounted-Cashflow-Modell; Prognosesenkung)).

Sven Diermeier (Senior Analyst)

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> - weltweit einer der führenden Photovoltaik-Wechselrichterhersteller (umfassendes Produktportfolio) - solide Bilanzkennzahlen (hohe Eigenkapitalquote, Nettoliquidität, kaum Goodwill) - hohes technologisches Knowhow 	<ul style="list-style-type: none"> - F&E-intensives Geschäftsmodell - volatile Geschäftsentwicklung - Produktion nur in Deutschland - Historie von Gewinnwarnungen (allerdings nicht unter dem gegenwärtigen Management)
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> - Dekarbonisierung und Elektrifizierung - Erarbeiten/Erhalten eines weiteren Technologievorsprungs durch Forschungs- und Entwicklungstätigkeit - Marktberreinigung (abnehmender Wettbewerbsdruck) - Expansion in Service, Energiemanagement sowie Speicher - Kooperationen/Partnerschaften (Audi, BYD, Danfoss) - „grüne“ EU-Konjunkturprogramme 	<ul style="list-style-type: none"> - Fehlinvestitionen & Fehlentwicklungen (technologie- und innovationsgetriebenes Geschäftsmodell) - Nachfrage nach Solartechnologie ist subventionsgetrieben (Abhängigkeit von staatlichen Fördermaßnahmen) - hoher Wettbewerbsdruck (Preisverfall bei Wechselrichtern) - Gefahr einer Gewinnwarnung für 2021 ist gestiegen

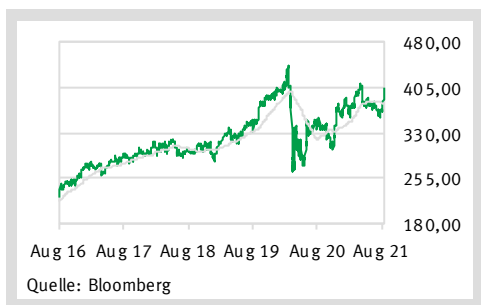
Quelle: NATIONAL-BANK AG

Zurich Insurance Group

Kaufen (Kaufen)

Kurs am 12.08.21 um 17:33h	404,90 CHF
Erstellung abgeschlossen	13.08.2021/ 11:30h
Erstmals weitergegeben	13.08.2021/ 13:00h
Kursziel	430,00 CHF
Marktkapitalisierung	60,92 Mrd. CHF
Branche	Versicherungen
Land	Schweiz
WKN	579919
Reuters	ZURN.S

Kennzahlen	12/20	12/21e	12/22e
Ergebnis je Aktie (USD)	25,48	28,99	32,77
Kurs/Gewinn	14,7	15,1	13,4
Dividende je Aktie (USD)	21,66	23,82	24,90
Div.-Rendite	5,8%	5,4%	5,7%
Kurs/Umsatz	1,0	1,2	1,1
Kurs/Op. Ergebnis	12,3	10,3	9,7
Combined Ratio	98,4%	95,8%	95,8%
Kurs/Buchwert	1,4	1,6	1,6



Performance	3M	6M	12M
Absolut	6,8%	8,6%	17,3%
Relativ z. Stoxx Europe 50	-0,5%	-5,2%	-4,0%

Erstempfehlung 22.05.2014

Historie der Umstufungen (12 Monate):

19.05.2021	Von Halten auf Kaufen
31.03.2021	Von Kaufen auf Halten

Anlass

Zahlen für das erste Halbjahr 2021

Einschätzung

Das Zahlenwerk im ersten Halbjahr (H1) 2020 lag ergebnisseitig aus unserer Sicht im Rahmen bzw. leicht über unseren Erwartungen, konnte den Marktkonsens jedoch übertreffen. Auf Segmentebene zeigte sich eine deutliche Ergebnisverbesserung in den beiden größten Segmenten Property & Casualty und Life. Das Segment Farmers blieb auf Vorjahresniveau. Die Bilanzkennzahlen (per 30.06.2021) lagen u.E. weiterhin auf einem komfortablen Niveau. Im Rahmen der Zahlenbekanntgabe hat der Versicherer die Guidance für 2020-2022 bestätigt. Wie schon bei der Konkurrenz zeigt auch Zurich deutliche Erholungsanzeichen bei der Geschäftsentwicklung auf, wobei einige Bereiche bereits wieder Vorkrisenniveau erreichen konnten. Aus diesem Grund halten wir die Guidance trotz der deutlichen Beeinträchtigungen im letzten Jahr weiterhin für realistisch. Die Aktie reagierte auf das Zahlenwerk mit einem Anstieg um 3,8%. Wir lassen unsere Prognosen unverändert. Bei einem von uns erwarteten Gesamtertrag (12 Monate) von >10% lautet unser Votum für die Zurich Insurance Group-Aktie weiterhin Kaufen (Kursziel: 430,00 (alt: 410,00) CHF (mod. Gordon-Growth-Modell; niedrigeres Beta)).

Jan Lennertz (Analyst)

SWOT-Analyse

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

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

sowie eine Übersicht der Empfehlungen unter

https://www.national-bank.de/fileadmin/user_upload/Kapitalmarkt/Uebersicht_Empfehlungen.pdf.

Sensitivität der Bewertungsparameter

Die der Unternehmensbewertung zugrunde liegenden Zahlen aus der Gewinn- und Verlustrechnung, Kapitalabflussberechnung und Bilanz sind datumsbezogene Schätzungen und somit mit Risiken behaftet. Diese können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern.

Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode besteht ein deutliches Risiko, dass das Kursziel nicht innerhalb des erwarteten Zeitrahmens erreicht wird. Zu den Risiken gehören unvorhergesehene Änderungen im Hinblick auf den Wettbewerbsdruck oder bei der Nachfrage nach den Produkten eines Emittenten. Solche Nachfrageschwankungen können sich durch Veränderungen technologischer Art, der gesamtkonjunkturellen Aktivität oder in einigen Fällen durch Änderungen bei gesellschaftlichen Wertvorstellungen ergeben. Veränderungen im Steuerrecht, beim Wechselkurs und, in bestimmten Branchen, auch bei Regulierungen können sich gleichfalls auf die Bewertung auswirken. Diese Erörterung von Bewertungsmethoden und Risikofaktoren erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit.

Zeitliche Bedingungen vorgesehener Aktualisierungen:

Es existiert keine zeitliche Bedingung für die Aktualisierungen einer Anlageempfehlung, da diese laufend überprüft wird. Ein Datum oder eine Frequenz für eine Aktualisierung der Anlageempfehlungen kann daher nicht angegeben werden. Falls eine zeitliche Bedingung vorgesehener Aktualisierungen einer Anlageempfehlung existiert bzw. eine Änderung bereits angekündigter derartiger Bedingungen eintritt, so wird dies in der Anlageempfehlung genannt.

Beschreibung der organisatorischen internen Regelungen zur Vermeidung von Interessenkonflikten und eine Angabe zur Vergütungspolitik

Die Informationen können auf der Homepage der NATIONAL-BANK AG abgerufen werden:

https://www.national-bank.de/fileadmin/user_upload/Kapitalmarkt/Verordnung_2016-958.pdf.