

Marktdaten im Überblick	2
Unternehmenskommentare	3
ABB	3
Air Liquide.....	5
Barclays	7
Continental	9
L'Oréal	10
Roche Holding (Genussschein).....	12
SAP.....	14
Rechtliche Hinweise	20



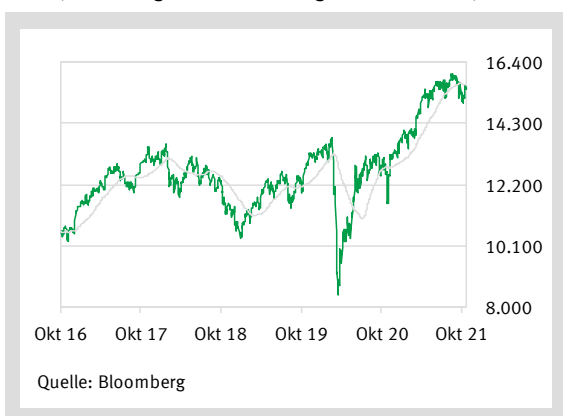
Marktdaten im Überblick

	22.10.2021	21.10.2021	Änderung
Deutschland			
DAX	15.543	15.473	0,5%
MDAX	34.825	34.717	0,3%
TecDAX	3.796	3.780	0,4%
Bund-Future	168,28	168,25	0,0%
10J Bund in %	-0,1050	-0,1020	-0,0030 PP
3M Zins in %	-0,7420	-0,7430	0,0010 PP
Europa			
Euro Stoxx 50	4.189	4.156	0,8%
FTSE 100	7.205	7.190	0,2%
SMI	12.056	12.039	0,1%
Welt			
DOW JONES	35.677	35.603	0,2%
S&P 500	4.545	4.550	-0,1%
NASDAQ COMPOSITE	15.090	15.216	-0,8%
NIKKEI 225	28.805	28.709	0,3%
TOPIX	2.002	2.001	0,1%
Rohstoffe / Devisen			
EUR in USD	1,1643	1,1623	0,2%
Gold (USD je Feinunze)	1.808,25	1.779,30	1,6%
Brent-Öl (USD je Barrel)	85,53	84,61	1,1%

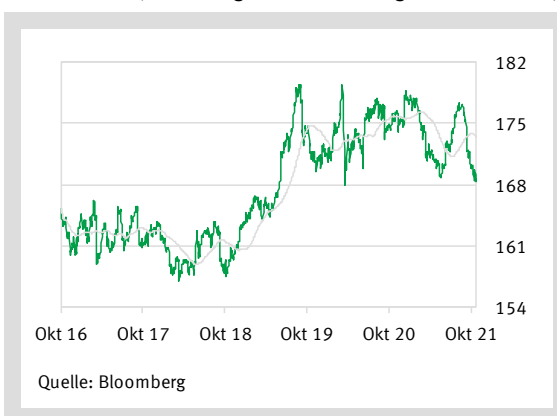
Quelle: Bloomberg

PP: Prozentpunkte

DAX (Kurs und gleitender 90 Tage-Durchschnitt)



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



Unternehmenskommentare

ABB

Halten (Halten)

Kurs am 22. 10. 21 um 17:31h 30,29 CHF

Erstellung abgeschlossen 25.10.2021/ 12:00h

Erstmals weitergegeben 25.10.2021/ 13:30h

Kursziel 32,00 CHF

Marktkapitalisierung 61,31Mrd. CHF

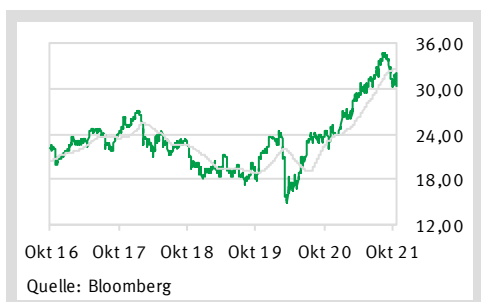
Branche Industrie

Land Schweiz

WKN 919730

Reuters ABBN.S

Kennzahlen	12/20	12/21e	12/22e
Ergebnis je Aktie (USD)	2,44	2,11	1,39
Kurs/Gewinn	9,6	15,6	23,9
Dividende je Aktie (USD)	0,85	0,87	0,87
Div.-Rendite	3,6%	2,6%	2,6%
Kurs/Umsatz	1,9	2,3	2,2
Kurs/Op. Ergebnis	31,0	19,6	17,4
Kurs/Cashflow	26,4	21,8	19,4
Kurs/Buchwert	3,1	4,0	3,7



Performance	3 M	6 M	12 M
Absolut	-10,0%	1,1%	28,3%
Relativ z. Stoxx Europe 50	-12,3%	-5,9%	1,4%

Erstempfehlung 30.04.2014

Historie der Umstufungen (12 Monate):

Anlass

Zahlen für das dritte Quartal 2021

Einschätzung

Die Zahlen für das dritte Quartal (Q3) 2021 lagen beim Umsatz über unseren Erwartungen bzw. unter denen des Marktes. Allerdings bremsten insbesondere die Engpässe bei Halbleitern spürbar das Umsatzwachstum. Das operative Ergebnis übertraf ebenfalls unsere Erwartungen, entsprach jedoch dem Marktkonsens. Die operative EBITA-Marge verbesserte sich um 3,1 Prozentpunkte y/y. ABB profitierte dabei von der guten Kostenkontrolle sowie dem Wegfall von Sonderbelastungen. Der Auftragseingang bewegt sich unverändert auf einem sehr hohen Niveau (Ifl.: +26% y/y). Angesichts der Lieferengpässe hat der Konzern jedoch überraschend den Ausblick für den Umsatz 2021 gesenkt und rechnet auf bereinigter Basis nun mit einem Anstieg von 6% bis 8% (bisher: knapp unter 10%) y/y. Die Engpässe bei einzelnen Komponenten sowie die angespannten Lieferketten dürften aus unserer Sicht bis in 2022 hinein das Wachstum bremsen. Das laufende Aktienrückkaufprogramm dürfte jedoch weiterhin für Unterstützung der ABB-Aktie sorgen. Wir haben unsere Ergebnisprognosen für die Geschäftsjahre 2021e (u.a. EpS: 2,11 (alt: 1,24) USD; Berücksichtigung der Veräußerung von Dodge) und 2022e (u.a. EpS: 1,39 (alt: 1,43) USD) angepasst. Auf Basis unseres Discounted-Cashflow-Modells (u.a. Senkung der Prognosen 2022 ff.) haben wir ein neues Kursziel von 32,00 (alt: 34,00) CHF für die ABB-Aktie ermittelt. In Erwartung eines positiven Gesamtertrags von <10% (12 Monate) votieren wir weiterhin mit Halten.

Markus Armer (Analyst)

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none">- breite regionale Aufstellung (Wachstumschancen bei gleichzeitiger Risikodiversifikation)- breites Produktspektrum- solide Bilanzkennzahlen- eines der führenden Unternehmen weltweit in den einzelnen Branchen mit guten Wettbewerbspositionen	<ul style="list-style-type: none">- Geschäftsmodell ist stark konjunkturabhängig- Investitionszurückhaltung im europäischen Energiesektor- anhaltende Sonderbelastungen
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none">- Megatrends Automatisierung und Elektrifizierung- Kostensenkungsprogramm- Portfoliomaßnahmen zur Reduzierung des Risikoprofils und der Anfälligkeit gegenüber Konjunkturzyklen- Aktienrückkaufprogramm	<ul style="list-style-type: none">- teilweise deutliche Währungsbelastungen- Gefahr teurer Übernahmen und Integrationsrisiken- anhaltender Preisdruck auf Grund hoher Wettbewerbsintensität- steigende Rohstoffkosten

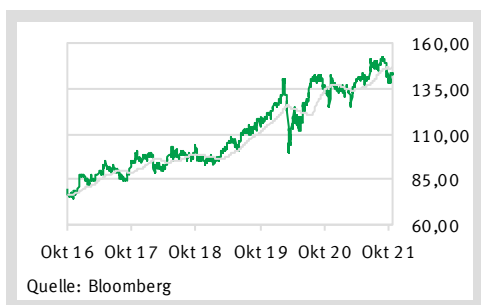
Quelle: NATIONAL-BANK AG

Air Liquide

Halten (Halten)

Kurs am 22.10.21 um 17:36h	143,08 EUR
Erstellung abgeschlossen	25.10.2021/ 11:00h
Erstmals weitergegeben	25.10.2021/ 12:30h
Kursziel	153,00 EUR
Marktkapitalisierung	67,53 Mrd. EUR
Branche	Chemie
Land	Frankreich
WKN	850133
Reuters	AIRP.PA

Kennzahlen	12/20	12/21e	12/22e
Ergebnis je Aktie (EUR)	5,16	5,54	5,98
Kurs/Gewinn	25,1	25,8	23,9
Dividende je Aktie (EUR)	2,75	2,85	3,00
Div.-Rendite	2,1%	2,0%	2,1%
Kurs/Umsatz	3,0	3,0	2,8
Kurs/Op. Ergebnis	16,8	16,5	15,4
Kurs/Cashflow	11,8	14,1	13,5
Kurs/Buchwert	3,2	3,3	3,1



Performance	3 M	6 M	12 M
Absolut	-5,0%	1,2%	7,3%
Relativ z. Euro Stoxx 50	-6,9%	-3,1%	-23,7%

Erstempfehlung 25.04.2014

Historie der Umstufungen (12 Monate):

Anlass

Umsatzzahlen für das dritte Quartal 2021

Einschätzung

Der Umsatz für das dritte Quartal (Q3) 2021 (+17,2% y/y auf 5,83 Mrd. Euro; organisch: +7,1% y/y) lag über unserer Erwartung (5,35 (Marktkonsens: 5,67) Mrd. Euro), was hauptsächlich auf die Energiepreise (+8,9% y/y; haben nur begrenzten Einfluss auf die Ergebnisentwicklung wegen gleichzeitigem Kostenanstieg) zurückzuführen ist. Air Liquide kam auf organischer Basis ca. 6% über dem Q3 2019er Niveau heraus. Bei den Effizienzsteigerungen (Q1-Q3 2021: 314 Mio. Euro) liegt der Konzern u.E. im Plan (Ziel Gesamtjahr 2021: >400 Mio. Euro). Der recht unkonkrete Ausblick für das Geschäftsjahr 2021 (Verbesserung der operativen Marge und des bereinigten Nettoergebnisses zu konstanten Wechselkursen) wurde wiederholt. Unsere Prognosen haben wir mehrheitlich (leicht) erhöht (u.a. berichtetes EpS 2021e: 5,54 (alt: 5,43) Euro; berichtetes EpS 2022e: 5,98 (alt: 5,91) Euro). Der Markt für Industriegase bietet u.E. nach wie vor langfristiges, strukturelles Wachstum (zusätzliche Impulse durch politische Wasserstoffinitiativen) und ist zudem auf der Anbieterseite stark konzentriert, was der Geschäftsentwicklung des Air Liquide-Konzerns u.E. auch zukünftig förderlich sein sollte. In Erwartung eines positiven Gesamtertrags (12 Monate) von <10% lautet unser Votum für die Air Liquide-Aktie nach wie vor Halten (Kursziel: 153,00 (alt: 150,00) Euro (Discounted-Cashflow-Modell; Prognoseanpassung)).

Sven Diermeier (Senior Analyst)

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none">- einer der weltweit führenden Anbieter von Gasen- starke Marktposition in Europa und Nordamerika- langfristige Verträge und breite Kundenbasis stabilisieren Geschäftsentwicklung	<ul style="list-style-type: none">- vergleichsweise noch geringe Präsenz in Wachstumsmärkten- hohe Kapitalintensität- recht hohe Bewertung im Vergleich zum Gewinnwachstum
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none">- Industriegasemarkt bietet überdurchschnittliches, strukturelles Wachstum (zusätzliche Impulse durch Wasserstoff-Initiativen)- geographische Expansion in Wachstumsmärkte- Ausrichtung auf Trends in den Bereichen Energie, Gesundheit und Digitalisierung- Ratingheraufstufung	<ul style="list-style-type: none">- Projektrisiken im Anlagenbau- ungünstige Währungs- und Energiepreiseffekte

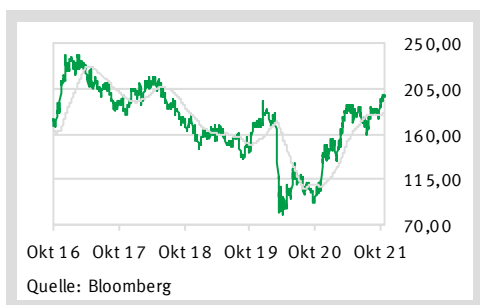
Quelle: NATIONAL-BANK AG

Barclays

Kaufen (Kaufen)

Kurs am 22.10.21 um 17:37h	198,86 GBp
Erstellung abgeschlossen	25.10.2021/ 11:00h
Erstmals weitergegeben	25.10.2021/ 12:30h
Kursziel	230,00 GBp
Marktkapitalisierung	34,76 Mrd. GBP
Branche	Banken
Land	Großbritannien
WKN	850403
Reuters	BARC.L

Kennzahlen	12/20	12/21e	12/22e
Ergebnis je Aktie (GBp)	8,82	29,36	24,59
Kurs/Gewinn	16,6	6,8	8,1
Dividende je Aktie (GBp)	1,00	6,00	8,00
Div.-Rendite	0,7%	3,0%	4,0%
Kurs/Umsatz	1,2	1,6	1,6
Kurs/Op. Ergebnis	8,4	4,3	5,2
Cost/Income	63,1%	54,9%	56,3%
Kurs/Buchwert	0,5	0,6	0,6



Performance	3 M	6 M	12 M
Absolut	19,0%	9,3%	78,3%
Relativ z. FTSE 100	16,5%	5,4%	55,3%

Erstempfehlung 15.05.2014

Historie der Umstufungen (12 Monate):

30.07.2021	Von Halten auf Kaufen
03.11.2020	Von Verkaufen auf Halten

Anlass

Zahlen für das dritte Quartal 2021

Einschätzung

Das Zahlenwerk des dritten Quartals (Q3) 2021 fiel operativ besser als erwartet aus. Ursächlich dafür war neben der verbesserten Aufwands-Ertragsquote auch die niedriger als erwartete Kreditrisikovorsorge. Auf Segmentebene konnte eine teilweise deutliche Ergebnisverbesserung in allen Bereichen verzeichnet werden. Die Bilanzkennzahlen (per 30.09.2021) lagen u.E. auf einem soliden Niveau. Im Rahmen der Zahlenbekanntgabe bestätigte die Bank die Mittelfrist-Guidance (Eigenkapitalrendite: >10%; Aufwands-Ertragsquote: <60%; harte Kernkapitalquote: 13%-14%) und erweiterte den Ausblick für das laufende Jahr (Eigenkapitalquote: >10%; harte Kernkapitalquote: über dem Mittelfristziel; neu: Kreditrisikovorsorge in den kommenden Quartalen unter den historischen Werten; Aufwendungen in 2021 bei rund 12,0 (2020: 13,7) Mrd. GBP). Unter Berücksichtigung der Zahlen der ersten neun Monate halten wir die Guidance für realistisch. Wir erhöhen unsere Prognosen (u.a. EpS 2021e: 29,36 (alt: 26,61) GBp; DpS 2021e: 6,00 (alt: 5,00) GBp; EpS 2022e: 24,59 (alt: 23,85) GBp; DpS 2022e: 8,00 (alt: 7,00) GBp). Bei einem von uns erwarteten Gesamtertrag (12 Monate) von >10% lautet unser Votum für die Barclays-Aktie weiterhin Kaufen (Kursziel: 230,00 (alt: 200,00) GBp (mod. Gordon-Growth-Modell; Prognoseanhebung)).

Jan Lennertz (Analyst)

SWOT-Analyse

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

Quelle: NATIONAL-BANK AG

Continental

Halten (Halten)

Kurs am 22.10.21 um 17:35h	98,61EUR
Erstellung abgeschlossen	25.10.2021/ 11:00h
Erstmals weitergegeben	25.10.2021/ 12:30h
Kursziel	100,00 EUR
Marktkapitalisierung	19,72 Mrd. EUR
Branche	Automobile / Zulieferer
Land	Deutschland
WKN	543900
Reuters	CONG.DE

Kennzahlen	12/20	12/21e	12/22e
Ergebnis je Aktie (EUR)	-4,81	4,54	8,48
Kurs/Gewinn	neg.	21,7	11,6
Dividende je Aktie (EUR)	0,00	1,50	2,55
Div.-Rendite	0,0%	1,5%	2,6%
Kurs/Umsatz	0,5	0,6	0,5
Kurs/Op. Ergebnis	neg.	14,7	7,6
Kurs/Cashflow	6,9	6,0	6,3
Kurs/Buchwert	1,5	1,5	1,3



Performance	3M	6M	12M
Absolut	-6,5%	-6,7%	9,1%
Relativ z. DAX40	-5,6%	-6,8%	-10,9%

Erstempfehlung 26.09.2012

Historie der Umstufungen (12 Monate):

Anlass

Gewinnwarnung

Einschätzung

In Reaktion auf die Eckdaten für das dritte Quartal (Q3) 2021 (u.a. Umsatz: -7% auf 8,04 (Vj.: 8,68; Marktkonsens: 7,92) Mrd. Euro (organisch: -9% y/y); bereinigte EBIT-Marge: 5,2% (Vj.: 8,4%; Marktkonsens: 3,8%), freier Cashflow: 12 (Vj.: 1.783; Marktkonsens: 78) Mio. Euro), die von der Knappheit an elektronischen Bauteilen sowie Kostenanstiegen geprägt waren, hat Conti den Ausblick für das laufende Geschäftsjahr reduziert (u.a. Umsatz: ca. 32,5 bis 33,5 (bisher: 33,5 bis 34,5; unsere bisherige Prognose: 33,53; Marktkonsens: 33,21) Mrd. Euro; bereinigte EBIT-Marge: 5,2% bis 5,6% (bisher: 6,5% bis 7%; unsere bisherige Prognose: 6,5%; Marktkonsens: 6,1%); freier Cashflow: rund 0,8 bis 1,2 (bisher: 1,1 bis 1,5; unsere bisherige Prognose: 1,24; Marktkonsens: 1,37) Mrd. Euro). Wir hatten im Rahmen unserer Kommentierung vom 09.09. unsere Prognosen vor dem Hintergrund der Branchenentwicklung gesenkt, waren aber bisher davon ausgegangen, dass Conti eine Gewinnwarnung knapp vermeiden kann. Wir senken unsere Prognosen nun erneut (u.a. EpS 2021e: 4,54 (alt: 5,75) Euro; EpS 2022e: 8,48 (alt: 8,50) Euro). Wir gehen demnach weiterhin für 2021 von einem deutlich höheren EpS als in den beiden Vorjahren aus. Zudem gehen wir nach wie vor davon aus, dass sich Conti kontinuierlich den im Dezember 2020 bekannt gegebenen Mittelfristzielen annähert. In Erwartung eines positiven Gesamtertrags (12 Monate) von <10% lautet unser Votum für die Conti-Aktie nach wie vor Halten (Kursziel: unverändert 100,00 Euro (Discounted-Cashflow-Modell; Prognoseanpassung vs. aktualisierter Bewertungszeitraum)).

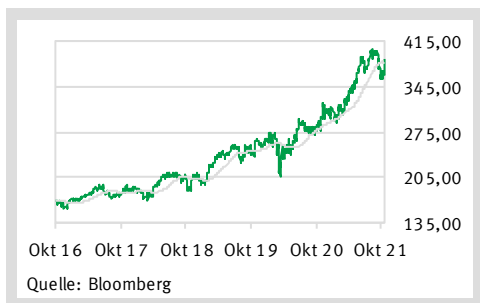
Sven Diermeier (Senior Analyst)

L'Oréal

Halten (Halten)

Kurs am 22.10.21 um 17:36h	388,05 EUR
Erstellung abgeschlossen	25.10.2021/ 12:00h
Erstmals weitergegeben	25.10.2021/ 13:30h
Kursziel	400,00 EUR
Marktkapitalisierung	217,58 Mrd. EUR
Branche	Konsumgüter/ -dienstleistungen
Land	Frankreich
WKN	853888
Reuters	OREP.PA

Kennzahlen	12/20	12/21e	12/22e
Ergebnis je Aktie (EUR)	6,34	8,25	9,48
Kurs/Gewinn	43,1	47,0	40,9
Dividende je Aktie (EUR)	4,00	4,50	4,90
Div.- Rendite	1,5%	1,2%	1,3%
Kurs/Umsatz	5,5	6,9	6,4
Kurs/Op. Ergebnis	34,1	38,2	32,8
Kurs/Cashflow	23,8	38,7	30,6
Kurs/Buchwert	5,3	6,9	6,4



Performance	3 M	6 M	12 M
Absolut	0,3%	12,3%	34,5%
Relativ z. Euro Stoxx 50	-1,7%	8,0%	3,5%

Erstempfehlung 15.04.2014

Historie der Umstufungen (12 Monate):

Anlass

Umsatzzahlen für das dritte Quartal 2021

Einschätzung

Die Umsatzzahlen für das dritte Quartal (Q3) 2021 (berichtet: +13,6% y/y auf 8,00 Mrd. Euro; vergleichbare Basis (lfl.): +13,1% y/y) übertrafen unsere Erwartungen (7,54 Mrd. Euro bzw. lfl. +7,5% y/y) sowie den Marktkonsens (7,63 Mrd. Euro bzw. lfl. +8,1% y/y). Das Vorkrisenniveau (Q3 2019: 7,18 Mrd. Euro) wurde deutlich um 11% übertroffen. Wachstumstreiber war erneut das Luxus-Segment mit einem Umsatzzuwachs von 21,1% y/y (lfl.: +20,7% y/y). Für 2021 verzichtet L'Oréal weiterhin auf einen konkreten Ausblick, zeigt sich bezüglich der Wachstumsaussichten nun aber zuversichtlicher denn je, und erwartet weiterhin sich besser als der Gesamtmarkt zu entwickeln und ein Umsatz- und Ergebniswachstum zu erreichen. In Q4 2021 will L'Oréal die offensive Produktlanzierungsstrategie fortsetzen und gleichzeitig in relevante Wachstumstreiber investieren, um das zukünftige Wachstum und die Attraktivität der Marken zu steigern. Wir heben unsere Prognosen für 2021e (u.a. EpS berichtet: 8,25 (alt: 8,10) Euro; EpS bereinigt: 8,72 (alt: 8,53) Euro) und 2022e (u.a. EpS berichtet/bereinigt: 9,48 (alt: 9,22) Euro) an. Auf dem aktuellen Kursniveau sehen wir die überzeugende Topline-Entwicklung, die sehr solide Bilanzstruktur sowie die gute Marktposition bereits größtenteils eingepreist. Auf Basis unseres DCF-Modells (angehobene Prognosen versus höheres Beta) haben wir ein unverändertes Kursziel von 400,00 Euro für die L'Oréal-Aktie ermittelt und votieren bei einem positiven Gesamtertrag (12 Monate) von unter 10% weiterhin mit Halten.

Lars Lusebrink (Analyst)

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> - starkes Markenportfolio und Marktführerschaft in zahlreichen Kategorien - starke Diversifizierung nach Segmenten und Regionen - komfortable Bilanzstruktur (hohe Nettoliquidität) - Segment Active Cosmetics als Profiteur der Covid-19-Pandemie 	<ul style="list-style-type: none"> - vergleichsweise geringe Profitabilität in den Schwellenländern - hohe Abhängigkeit von erfolgreichen Produktinnovationen - schwache Konsumentennachfrage in den Westeuropa - relativ hohe Bewertung - kein konkreter Ausblick für 2021
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> - Fokussierung auf wachstumsstarke Bereiche - positive demografische Trends in den „Neuen Märkten“ (z.B. Asien-Pazifik, Osteuropa) - weitere Zukäufe - deutliche Wachstumsbeschleunigung im Segment Professional Products - Erholung des Makeup-Marktes 	<ul style="list-style-type: none"> - verstärkter Preiswettbewerb durch globale Konkurrenten - Konsolidierung im Einzelhandel/Handelsmarken - starke Abhängigkeit der Luxussparte vom internationalen Tourismus

Quelle: NATIONAL-BANK AG

Roche Holding (Genussschein)

Kaufen (Kaufen)

Kurs am 22. 10. 21 um 17:31h 355,80 CHF

Erstellung abgeschlossen 25.10.2021/ 11:00h

Erstmals weitergegeben 25.10.2021/ 12:30h

Kursziel 390,00 CHF

Marktkapitalisierung 312,79 Mrd. CHF

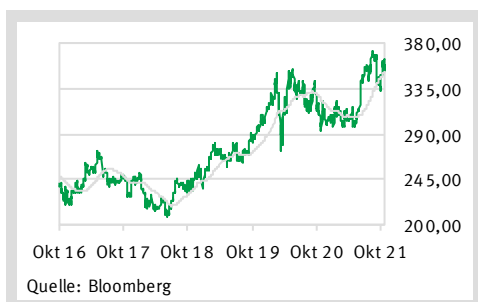
Branche Gesundheit

Land Schweiz

WKN 855167

Reuters ROG.S

Kennzahlen	12/20	12/21e	12/22e
Ergebnis je Aktie (CHF)	16,52	17,67	18,24
Kurs/Gewinn	19,5	20,1	19,5
Dividende je Aktie (CHF)	9,10	9,40	9,70
Div.-Rendite	2,8%	2,6%	2,7%
Kurs/Umsatz	5,0	5,1	4,9
Kurs/Op. Ergebnis	15,6	15,3	14,4
Kurs/Cashflow	48,7	29,8	19,2
Kurs/Buchwert	7,0	6,8	6,1



Performance	3 M	6 M	12 M
Absolut	2,4%	15,0%	19,6%
Relativ z. Stoxx Europe 50	0,2%	7,9%	-7,2%

Erstempfehlung 31.01.2013

Historie der Umstufungen (12 Monate):

Anlass

Umsatzzahlen für das dritte Quartal 2021

Einschätzung

Die Umsatzzahlen für das dritte Quartal (Q3) 2021 lagen im Rahmen unserer Prognose und des Marktkonsenses. Der Pharma-Bereich setzte die in Q2 eingesetzte Erholung mit erhöhter Dynamik fort. Roche hat die Guidance für das Geschäftsjahr 2021 umsatzseitig und somit auch ergebnisseitig erhöht. Ergebnisseitig geht das Unternehmen zudem von geringeren Währungsbelastungen aus. Grund der vorherrschenden hoch ansteckenden Delta-Variante des Coronavirus gehen wir von einer beständigen Nachfrage nach COVID-19-Tests aus. Mit steigenden Impfquoten gegen COVID-19 rechnen wir nach wie vor mit einer sukzessiven Zunahme der Nachfrage nach Medikamenten in anderen Therapiebereichen, wovon das Segment Pharma u.E. weiterhin profitieren wird. Wir haben unsere Prognosen für die Geschäftsjahre 2021e (u.a. berichtetes EpS: 17,67 (alt: 16,45) CHF; bereinigtes EpS: 20,58 (alt: 19,35) CHF) und 2022e (u.a. berichtetes EpS: 18,24 (alt: 17,58) CHF; bereinigtes EpS: 20,63 (alt: 20,49) CHF) erhöht. Bei einem von uns erwarteten Gesamtertrag (12 Monate) von >10% lautet unser Votum für den Roche-Genussschein weiterhin Kaufen (Kursziel: 390,00 (alt: 375,00) CHF (Discounted-Cashflow-Modell; Prognoseerhöhung, niedrigeres Beta, Aktualisierung des Bewertungszeitraums)).

Tobias Gottschalt (Analyst)

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> - führende Position im Onkologie-Bereich - gute regionale und produktseitige Diversifikation - vielversprechende Entwicklungs-Pipeline - Starkes Umsatzwachstum neuer Produkte im Pharma-Segment 	<ul style="list-style-type: none"> - hoher Umsatzanteil einiger älterer Medikamente - starke Abhängigkeit von regulatorischen Entscheidungen - hohe Wettbewerbsintensität - Genussschein-Inhaber verfügen über keine Stimmrechte auf der Hauptversammlung
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> - Diagnostik-Division als Stabilisator - Hohe Nachfrage nach COVID-19-Tests - Innovationsvorsprung durch hohe Forschungs- und Entwicklungsaktivität - strategische Zukäufe - Zusammenarbeit mit Blue Print Medicines - hohes Wachstumspotential der neuen Produkte - postpandemische Erholung 	<ul style="list-style-type: none"> - Fehlschläge in der Forschung und Entwicklung - drohende Umsatzrückgänge nach Patentabläufen - steigender Druck durch Nachahmerprodukte - Delta-Variante des Coronavirus

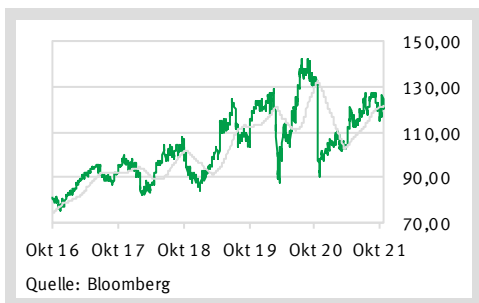
Quelle: NATIONAL-BANK AG

SAP

Kaufen (Kaufen)

Kurs am 22. 10. 21 um 17:34h	121,28 EUR
Erstellung abgeschlossen	25.10.2021/ 11:00h
Erstmals weitergegeben	25.10.2021/ 12:30h
Kursziel	140,00 EUR
Marktkapitalisierung	148,99 Mrd. EUR
Branche	Technologie
Land	Deutschland
WKN	716460
Reuters	SAPG.DE

Kennzahlen	12/20	12/21e	12/22e
Ergebnis je Aktie (EUR)	4,35	4,48	4,22
Kurs/Gewinn	27,1	27,1	28,7
Dividende je Aktie (EUR)	1,85	1,90	2,00
Div.-Rendite	1,6%	1,6%	1,6%
Kurs/Umsatz	5,1	5,4	5,2
Kurs/Op. Ergebnis	21,0	31,0	23,8
Kurs/Cashflow	19,4	18,7	20,0
Kurs/Buchwert	4,7	4,3	4,0



Performance	3 M	6 M	12 M
Absolut	3,0%	1,6%	-2,9%
Relativ z. DAX40	3,8%	1,5%	-22,9%

Erstempfehlung 10.03.2009

Historie der Umstufungen (12 Monate):

Anlass

Zahlen für das dritte Quartal 2021

Einschätzung

SAP hat die Mitte Oktober bekannt gegebenen ausführlichen Eckdaten für das dritte Quartal (Q3) 2021 bestätigt. Der Konzernumsatz verzeichnete demnach wie erwartet einen Anstieg um 4,7% y/y. Dabei wiesen die wichtigsten Kennziffern des Cloud-Geschäfts noch einmal eine dynamischere Entwicklung als im Vorquartal auf. Ferner lag SAP in Bezug auf die Konzern-Ergebniskennzahlen durchweg über den Erwartungen. Der im Rahmen der Bekanntgabe der Eckdaten bereits angehobene Ausblick für das laufende Geschäftsjahr wurde bestätigt. Wir behalten unsere EPS-Prognosen bei (2021e: 4,48 Euro; 2022e: 4,22 Euro). Unser Kursziel haben wir bei 140,00 Euro (Discounted Cashflow-Modell) belassen. In Erwartung eines Gesamtertrags (12 Monate; unsere Dividendenerwartung: 1,90 Euro je Aktie) >10% lautet unser Votum für die SAP-Aktie weiterhin Kaufen. Operativ läuft es bei SAP aus unserer Sicht nach wie vor sehr gut und dies sollte auch mittelfristig anhalten. Die nennenswerten Risikofaktoren wie v.a. die durch die zahlreichen und hochbewerteten Übernahmen bedingte hohe Verschuldung sowie der hohe Firmenwert sollten u.E. mittelfristig stetig an Bedeutung verlieren.

Markus Jost (Analyst)

Highlights

- Der Konzernumsatz verzeichnete wie erwartet in Q3 2021 einen Anstieg um 4,7% y/y. Die Ergebniskennzahlen fielen durchweg besser als erwartet aus.
- Der erst Mitte Oktober im Rahmen der Bekanntgabe der Q3-Eckdaten angehobene Ausblick für das laufende Geschäftsjahr wurde bestätigt.

Geschäftsentwicklung

Der Konzernumsatz stieg in Q3 2021 wie erwartet um 4,7% (währungsbereinigt (wb.); Non-IFRS: +5%) auf 6,85 (Vj.: 6,54; unsere Prognose: 6,70; Marktkonsens: 6,73) Mrd. Euro. Wie in den Vorquartalen konnten dabei die Clouderlöse (+20,3% y/y auf 2,39 Mrd. Euro) am stärksten zulegen. Zudem hat sich hier die Wachstumsdynamik im Vergleich zu den beiden Vorquartalen (Q1 2021: +6,7% y/y; Q2 2021: +11,4% y/y) noch einmal signifikant beschleunigt. Die Wachstumsdynamik bei der Zahl der SAP-S/4HANA-Kunden (neuestes und wichtigstes Produkt von SAP: +16% y/y auf mehr als 17.500) blieb erneut auf gleicher Höhe wie in den beiden Vorquartalen. Der Current Cloud Backlog (Kennziffer, die den Auftragsbestand im Cloud-Geschäft für die kommenden 12 Monate beschreibt) legte in Q3 um 22% y/y (wb.) auf 8,2 Mrd. Euro (hiervon SAP-S/4HANA: +58% y/y auf 1,3 Mrd. Euro) zu und damit mehr als im Vorquartal mit +20% y/y. In den ersten neun Monaten (9M) 2021 stieg der Konzernumsatz um 0,3% auf 19,86 (Vj.: 19,80) Mrd. Euro.

SAP	Umsatz (in Mio. EUR)		Veränderung gg. Vj.	Umsatz (in Mio. EUR)		Veränderung gg. Vj.
	Q3 2020	Q3 2021		9M 2020	9M 2021	
Cloud	1.984	2.386	20,3%	6.039	6.806	12,7%
Softwarelizenzen	714	657	-8,0%	1.939	1.790	-7,7%
Softwaresupport	2.845	2.867	0,8%	8.671	8.491	-2,1%
Softwarelizenzen und -Support	3.559	3.524	-1,0%	10.610	10.281	-3,1%
Cloud und Software	5.544	5.910	6,6%	16.649	17.088	2,6%
Services	992	935	-5,7%	3.150	2.774	-11,9%
Konzern	6.535	6.845	4,7%	19.800	19.861	0,3%

Quelle: SAP, NATIONAL-BANK AG

Die Konzern-Bruttomarge (Non-IFRS) sank in Q3 2021 leicht auf 73,6% (Vj.: 73,7%), wobei die Cloud-Bruttomarge nun auf 69,4% (Vj.: 69,7%) ebenfalls gesunken ist. Das Konzern-Betriebsergebnis (IFRS) sank infolge gestiegener operativer Aufwendungen (auf Grund höherer Aufwendungen für anteilsbasierte Vergütungsprogramme (vor allem im Zusammenhang mit Qualtrics)) erneut um 15,2% auf 1,25 (Vj.: 1,47; unsere Prognose: 1,04) Mrd. Euro, während es auf Non-IFRS-Basis um 1,6% (wb.: +2%) auf 2,10 (Vj.: 2,07; unsere Prognose: 1,98; Marktkonsens: 1,99) unerwartet zulegen konnte. Der Nettogewinn nach Minderheiten (IFRS) reduzierte sich um 9,6% auf 1,41 (Vj.: 1,56; unsere Prognose: 1,06; Marktkonsens: 1,09) Mrd. Euro, womit die Erwartungen aber deutlich übertroffen werden konnten. In 9M 2021 stieg der Nettogewinn hingegen vor allem dank des positiven Gewinnbeitrags von Sapphire Ventures um 17,5% auf 3,80 (Vj.: 3,24) Mrd. Euro.

Perspektiven

Den Ausblick für das laufende Geschäftsjahr hatte SAP bereits im Vorfeld der Q3-Zahlenbekanntgabe im Rahmen der Q3-Eckdaten angehoben gehabt (siehe hierzu unsere Kommentierung vom 13.10.). Für 2021 geht SAP demnach davon aus, dass die Clouderlöse (Non-IFRS, währungsbereinigt (wb.)) in einer Spanne zwischen 9,4 und 9,6 (2020: 8,09) Mrd. Euro liegen werden (entspricht währungsbereinigt einer Wachstumsrate von 16%-19% y/y). Die Cloud- und Softwareerlöse (Non-IFRS, wb.) sollen zwischen 23,8 und 24,2 (2020: 23,23) Mrd. Euro liegen (entspricht einer Wachstumsrate von +2% bis +4% y/y) und das Konzern-Betriebsergebnis (Non-IFRS, wb.) wird in einer Spanne zwischen 8,1 und 8,3 (2020: 8,28) Mrd. Euro (entspricht einer Wachstumsrate von +/-0% bis -2% y/y) erwartet. Der operative Cashflow soll bei ca. 6,0 (2020: 7,19) Mrd. Euro liegen.

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

Wir behalten unsere EpS-Prognosen bei (2021e: 4,48 Euro; 2022e: 4,22 Euro). Unser Kursziel haben wir bei 140,00 Euro (Discounted Cashflow-Modell) belassen. In Erwartung eines Gesamtertrags (12 Monate; unsere Dividendenerwartung: 1,90 Euro je Aktie) >10% lautet unser Votum für die SAP-Aktie weiterhin Kaufen. Operativ läuft es bei SAP aus unserer Sicht nach wie vor sehr gut und dies sollte auch mittelfristig anhalten. Die nennenswerten Risikofaktoren wie v.a. die durch die zahlreichen und hochbewerteten Übernahmen bedingte hohe Verschuldung sowie der hohe Firmenwert sollten u.E. mittelfristig stetig an Bedeutung verlieren.

SWOT-Analyse

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

Quelle: NATIONAL-BANK AG

SAP: Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. EUR (außer Ergebnis je Aktie und Dividende je Aktie)	2018	2019	2020	2021e	2022e
Umsatz	24.708	27.553	27.338	27.626	28.593
Rohertrag/Bruttoergebnis	17.246	19.199	19.452	19.897	20.873
EBITDA	7.065	6.345	8.452	6.636	8.206
Abschreibungen	-1.362	-1.872	-1.831	-1.828	-1.944
EBIT	5.703	4.473	6.621	4.808	6.262
Finanzergebnis	-103	124	597	2.085	429
EBT	5.600	4.597	7.218	6.893	6.691
Steuern	-1.511	-1.226	-1.938	-1.414	-1.606
Ergebnis nach Steuern	4.089	3.371	5.280	5.479	5.085
Minderheitenanteile	-6	-50	-138	-195	-100
Nettoergebnis	4.083	3.321	5.142	5.284	4.985
Anzahl Aktien (Mio. St.)	1.194	1.194	1.182	1.180	1.180
Ergebnis je Aktie	3,42	2,78	4,35	4,48	4,22
Dividende je Aktie	1,50	1,58	1,85	1,90	2,00
in % vom Umsatz					
Umsatz	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Rohertrag/Bruttoergebnis	69,8%	69,7%	71,2%	72,0%	73,0%
EBITDA	28,6%	23,0%	30,9%	24,0%	28,7%
Abschreibungen	5,5%	6,8%	6,7%	6,6%	6,8%
EBIT	23,1%	16,2%	24,2%	17,4%	21,9%
EBT	22,7%	16,7%	26,4%	25,0%	23,4%
Steuern	6,1%	4,4%	7,1%	5,1%	5,6%
Ergebnis nach Steuern	16,5%	12,2%	19,3%	19,8%	17,8%
Nettoergebnis	16,5%	12,1%	18,8%	19,1%	17,4%

Quelle: SAP, NATIONAL-BANK AG

SAP: Bilanz- und Kapitalflussdaten

in Mio. EUR	2018	2019	2020	2021e	2022e
Bilanzsumme	51.502	60.212	58.476	62.272	65.662
Anlagevermögen	34.881	44.999	43.392	44.409	45.410
Geschäfts- und Firmenwert	23.736	29.159	27.560	29.489	29.489
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	6.362	7.908	6.593	6.630	6.862
Liquide Mittel	9.075	5.611	6.946	9.396	11.367
Eigenkapital	28.877	30.822	29.925	33.218	36.061
Verzinsliches Fremdkapital	11.678	16.196	15.953	15.791	15.791
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	1.491	1.581	1.213	1.381	1.430
Summe Fremdkapital	22.625	29.390	28.551	29.055	29.601
Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit	4.303	3.496	7.193	7.645	7.159
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-3.066	-7.021	-2.986	-2.845	-2.945
Free Cashflow	1.237	-3.525	4.207	4.800	4.214
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	3.283	102	-3.997	-2.349	-2.242
Summe der Cashflows	4.520	-3.423	210	2.451	1.972

Quelle: SAP, NATIONAL-BANK AG

SAP: Wichtige Kennzahlen

	2018	2019	2020	2021e	2022e
EV / Umsatz	4,7	5,1	5,4	5,6	5,4
EV / EBITDA	16,4	22,1	17,6	23,4	18,9
EV / EBIT	20,3	31,4	22,4	32,2	24,8
KGV	27,7	39,1	27,1	27,1	28,7
KBV	3,9	4,2	4,7	4,3	4,0
KCV	26,2	37,1	19,4	18,7	20,0
KUV	4,6	4,7	5,1	5,4	5,2
Dividendenrendite	1,6%	1,5%	1,6%	1,6%	1,6%
Eigenkapitalrendite (ROE)	14,1%	10,8%	17,2%	15,9%	13,8%
ROCE	14,3%	8,7%	13,6%	9,7%	12,3%
ROI	7,9%	5,5%	8,8%	8,5%	7,6%
Eigenkapitalquote	56,1%	51,2%	51,2%	53,3%	54,9%
Anlagendeckungsgrad	82,8%	68,5%	69,0%	74,8%	79,4%
Anlagenintensität	67,7%	74,7%	74,2%	71,3%	69,2%
Vorräte / Umsatz	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Forderungen / Umsatz	25,7%	28,7%	24,1%	24,0%	24,0%
Working Capital-Quote	19,7%	23,0%	19,7%	19,0%	19,0%
Nettofinanzverschuldung (in Mio. EUR)	2.603	10.585	9.007	6.395	4.423
Nettofinanzverschuldung / EBITDA	0,4	1,7	1,1	1,0	0,5
Capex / Umsatz	12,4%	25,5%	10,9%	10,3%	10,3%
Capex / Abschreibungen	225,1%	375,1%	163,1%	155,6%	151,5%
Free Cashflow / Umsatz	5,0%	-12,8%	15,4%	17,4%	14,7%
Free Cash Flow / Aktie (EUR)	1,04	-2,95	3,56	4,07	3,57
Nettofinanzverschuldung / Aktie (EUR)	2,18	8,87	7,62	5,42	3,75
Cash / Aktie (EUR)	7,60	4,70	5,88	7,96	9,63
Buchwert / Aktie (EUR)	24,19	25,81	25,32	28,15	30,56

Quelle: SAP, NATIONAL-BANK AG

Rechtliche Hinweise: WICHTIGE INFORMATION: BITTE LESEN !

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

Aufsichtsbehörde:

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

Mögliche Interessenkonflikte:

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

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

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

Zusammenfassung der Bewertungsgrundlagen

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