

Marktdaten im Überblick	2
Unternehmenskommentare	3
Airbus	3
AT&T	9
Coca-Cola.....	11
Deutsche Bank	13
Iberdrola	18
Puma	20
Vivendi	26
Rechtliche Hinweise	28



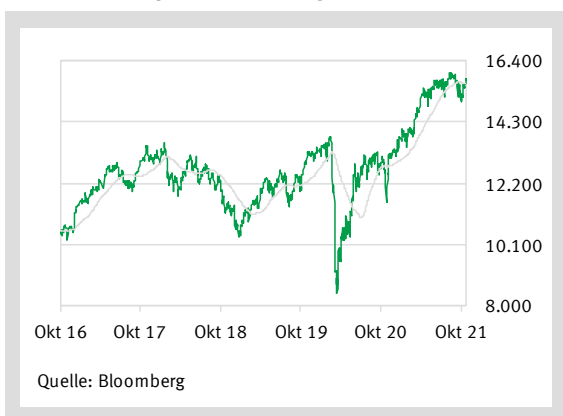
Marktdaten im Überblick

	27.10.2021	26.10.2021	Änderung
Deutschland			
DAX	15.706	15.757	-0,3%
MDAX	35.011	35.106	-0,3%
TecDAX	3.814	3.847	-0,9%
Bund-Future	169,54	168,69	0,5%
10J Bund in %	-0,1780	-0,1170	-0,0610 PP
3M Zins in %	-0,8380	-0,7720	-0,0660 PP
Europa			
Euro Stoxx 50	4.221	4.224	-0,1%
FTSE 100	7.253	7.278	-0,3%
SMI	12.087	12.147	-0,5%
Welt			
DOW JONES	35.491	35.757	-0,7%
S&P 500	4.552	4.575	-0,5%
NASDAQ COMPOSITE	15.236	15.236	0,0%
NIKKEI 225	29.098	29.106	0,0%
TOPIX	2.014	2.018	-0,2%
Rohstoffe / Devisen			
EUR in USD	1,1603	1,1596	0,1%
Gold (USD je Feinunze)	1.795,25	1.785,55	0,5%
Brent-Öl (USD je Barrel)	84,58	86,40	-2,1%

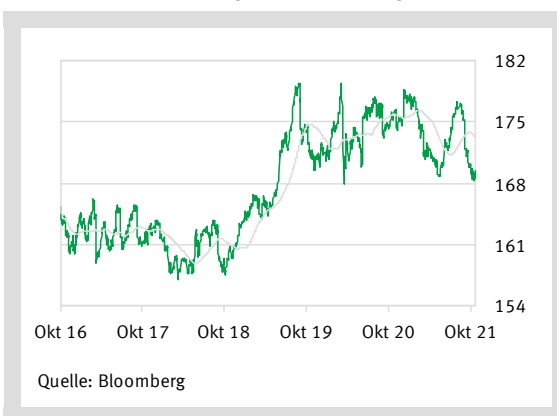
Quelle: Bloomberg

PP: Prozentpunkte

DAX (Kurs und gleitender 90 Tage-Durchschnitt)



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



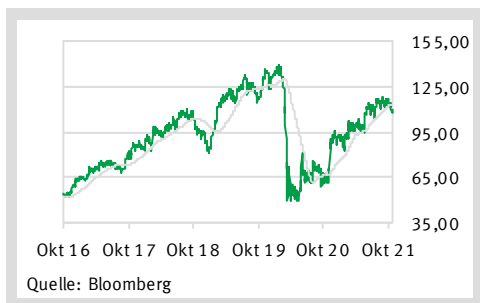
Unternehmenskommentare

Airbus

Halten (Halten)

Kurs am 27.10.21 um 17:35h	109,84 EUR
Erstellung abgeschlossen	28.10.2021/ 11:45h
Erstmals weitergegeben	28.10.2021/ 13:15h
Kursziel	119,00 EUR
Marktkapitalisierung	86,31Mrd. EUR
Branche	Industrie
Land	Niederlande
WKN	938914
Reuters	AIRG.DE

Kennzahlen	12/20	12/21e	12/22e
Ergebnis je Aktie (EUR)	-1,45	4,28	4,64
Kurs/Gewinn	neg.	25,7	23,7
Dividende je Aktie (EUR)	0,00	1,00	1,50
Div.-Rendite	0,0%	0,9%	1,4%
Kurs/Umsatz	1,3	1,6	1,4
Kurs/Op. Ergebnis	neg.	18,5	16,2
Kurs/Cashflow	-11,6	34,7	22,6
Kurs/Buchwert	9,7	8,7	6,7



Performance	3 M	6 M	12 M
Absolut	-4,6%	10,6%	78,1%
Relativ z. DAX40	-5,5%	9,5%	45,5%

Erstempfehlung 13.05.2014

Historie der Umstufungen (12 Monate):

Anlass

Zahlen für das dritte Quartal 2021

Einschätzung

Das Zahlenwerk für das dritte Quartal (Q3) 2021 (Rückgänge (y/y) bei Umsatz, Ergebnissen (auf bereinigter Basis) und Cashflows) fiel ergebnisseitig besser als von uns erwartet aus (zum Vergleich Marktkonsens: bereinigtes EBIT/EpS inline; berichtetes EpS übertroffen). Der Ausblick für das Geschäftsjahr 2021 wurde mehrheitlich erneut erhöht (bereinigtes EBIT: 4,5 (bisher: 4; Rekordwert: 6,95) Mrd. Euro, freier Cashflow: 2,5 (bisher: 2) Mrd. Euro, aber Auslieferungsziel unverändert 600 Flugzeuge). Der Auftragsbestand an Flugzeugen (per 30.09.2021) ist im Quartalsverlauf - wenn auch mit geringerer Dynamik - weiter gesunken. Er bewegt sich aber u.E. nach wie vor auf einem hohen Niveau. Wir haben unsere Prognosen erhöht (u.a. berichtetes EpS 2021e: 4,28 (alt: 3,85) Euro; bereinigtes EpS 2021e: 3,88 (alt: 3,38) Euro; DpS 2021e: 1,00 (alt: 0,75) Euro; berichtetes EpS 2022e: 4,64 (alt: 4,44) Euro; bereinigtes EpS 2022e: 4,88 (alt: 4,67) Euro; DpS 2022e: 1,50 (alt: 1,45) Euro). Der anhaltenden Erholung der Luftfahrtindustrie stehen die strukturellen Herausforderungen (v.a. Klimaneutralität) gegenüber. In Erwartung eines positiven Gesamtertrags (12 Monate) von <10% lautet unser Votum für die Airbus-Aktie (-21% ggü. Allzeithoch) weiterhin Halten (Kursziel: 119,00 (alt: 121,00) Euro (Discounted-Cashflow-Modell; Prognoseerhöhung vs. höherer WACC)).

Sven Diermeier (Senior Analyst)

Highlights

- Die Auslieferung von zivilen Flugzeugen ist in Q3 2021 um 12% y/y gesunken.
- Der Auftragsbestand an zivilen Flugzeugen (per 30.09.2021) ist im Quartalsverlauf weiter gesunken.
- Der Ausblick für das Geschäftsjahr 2021 wurde mehrheitlich erneut erhöht.

Geschäftsentwicklung

Der Konzernumsatz ist im dritten Quartal (Q3) 2021 um 6% auf 10,52 (Vj.: 11,21; Q3 2019: 15,30; unsere Prognose: 10,61; Marktkonsens: 10,86) Mrd. Euro gesunken (Q2 2021: +71% y/y; Q1 2021: -2% y/y; Q4 2020: -19% y/y; Q3 2020: -27% y/y; Q2 2020: -55% y/y; Q1 2020: -15% y/y). Ausschlaggebend war der größte Bereich Zivile Flugzeuge (Umsatz: -12% y/y; dabei Auslieferungen: -12% y/y). Das bereinigte Konzern-EBIT verringerte sich um 19% auf 666 (Vj.: 820; Q3 2019: 1.604; unsere Prognose: 649; Marktkonsens: 669) Mio. Euro. Verantwortlich war auch hier der Bereich Zivile Flugzeuge (bereinigtes EBIT: -33% auf 448 (Vj.: 666) Mio. Euro). Das bereinigte EpS gab um 16% auf 0,58 (Vj.: 0,69; Q3 2019: 1,50; unsere Prognose: 0,45; Marktkonsens: 0,56) Euro nach. Auf Grund signifikant niedriger Sonderbelastungen verbesserte sich das EpS auf berichteter Basis auf +0,52 (Vj.: -0,98; Q3 2019: +1,27; unsere Prognose: +0,40; Marktkonsens: +0,46) Euro.

Airbus	Umsatz (in Mio. EUR)		Veränderung gg. Vj.	Umsatz (in Mio. EUR)		Veränderung gg. Vj.
	Q3 2020	Q3 2021		9M 2020	9M 2021	
Zivile Flugzeuge	7.738	6.805	-12,1%	20.271	24.618	21,4%
Helikopter	1.290	1.543	19,6%	3.623	4.137	14,2%
Verteidigung / Raumfahrt	2.385	2.343	-1,8%	6.936	6.881	-0,8%
Zentrale / Übrige Aktivitäten	-200	-173	-	-669	-481	-
Konzern	11.213	10.518	-6,2%	30.161	35.155	16,6%

Quelle: Airbus, NATIONAL-BANK AG

Der Konzernumsatz legte in den ersten neun Monaten (9M) 2021 getragen vom Bereich Zivile Flugzeuge (+21% (dabei Auslieferungen: +24%) y/y) um 17% y/y zu. Das bereinigte EBIT verbesserte sich signifikant auf +3,37 (Vj.: -0,13) Mrd. Euro. Deutliche EpS-Verbesserungen konnte der Flugzeugbauer sowohl auf bereinigter Basis (+2,95 (Vj.: -0,32) Euro) als auch auf berichteter Basis (+3,36 (Vj.: -3,43) Euro) ausweisen.

Der freie Cashflow zeigte sich in Q3 2021 entsprechend der Ergebnisentwicklung verschlechtert, blieb aber positiv (+0,30 (Vj.: +0,60) Mrd. Euro; aber 9M 2021: +2,31 (Vj.: -12,39) Mrd. Euro). Das gleiche Muster zeigte der freie Cashflow vor M&A und Kundenfinanzierung (+0,21 (Vj.: +0,64) Mrd. Euro; aber 9M 2021: +2,26 (Vj.: -11,80) Mrd. Euro). Die Nettofinanzposition hat sich im Quartalsverlauf entsprechend weiter leicht verbessert und lag per Ende Q3 2021 bei +6,73 (30.06.2020: +6,49; 31.12.2020: +4,31; 30.09.2020: -0,24; 31.12.2019: +12,53) Mrd. Euro. Airbus verfügt über solide Investmentgrade-Ratings (Moody's: „A2“ (Ausblick: „negativ“); S&P: „A“ (Ausblick: „negativ“)).

Airbus	Bereinigtes EBIT (in Mio. EUR)		Veränderung gg. Vj.	Bereinigtes EBIT (in Mio. EUR)		Veränderung gg. Vj.
	Q3 2020	Q3 2021		9M 2020	9M 2021	
Zivile Flugzeuge	666	448	-32,7%	-641	2.739	-
Helikopter	86	131	52,3%	238	314	31,9%
Verteidigung / Raumfahrt	80	55	-31,3%	266	284	6,8%
Zentrale / Übrige Aktivitäten	-12	32	-	12	32	>100%
Konzern	820	666	-18,8%	-125	3.369	-
Bereinigte EBIT-Marge	7,3%	6,3%	-1,0 PP	-0,4%	9,6%	10,0 PP

Quelle: Airbus, NATIONAL-BANK AG

PP: Prozentpunkte

Perspektiven

Airbus verfügte per Ende September 2021 über einen Auftragsbestand von 6.894 (30.06.2021: 6.925; 31.12.2020: 7.184; 30.09.2020: 7.441; 31.12.2019: 7.482) zivilen Flugzeugen (-7% y/y). Bei Helikoptern beläuft sich der Auftragsbestand auf 654 (30.06.2021: 671; 31.12.2020: 663; 30.09.2020: 669; 31.12.2019: 695) Stück (-2% y/y).

Airbus hat im Rahmen des Q3-Berichts (am 28.10.) den Ausblick für das Geschäftsjahr 2021 mehrheitlich erneut erhöht. Demnach stellt der Konzern weiterhin Auslieferungen an zivilen Flugzeugen von 600 (ursprünglich: „auf dem Vorjahresniveau“ (Gj. 2020: 566 Stück)) in Aussicht. Das bereinigte Konzern-EBIT soll sich nun auf 4,5 (bisher: 4; ursprünglich: 2; unsere bisherige Prognose: 4,14; Gj. 2020: 1,71) Mrd. Euro belaufen. Der freie Cashflow vor M&A und Kundenfinanzierung soll nun bei 2,5 (bisher: 2) Mrd. Euro herauskommen (ursprünglich: „ausgeglichen“; Gj. 2020: -6,9 Mrd. Euro; Gj. 2020 ohne Strafzahlungen: -3,3 Mrd. Euro).

Unsere Prognosen für die Geschäftsjahre 2021e (u.a. berichtetes EpS: 4,28 (alt: 3,85) Euro; bereinigtes EpS: 3,88 (alt: 3,38) Euro; Dividende je Aktie: 1,00 (alt: 0,75) Euro) und 2022e (u.a. berichtetes EpS: 4,64 (alt: 4,44) Euro; bereinigtes EpS: 4,88 (alt: 4,67) Euro; Dividende je Aktie: 1,50 (alt: 1,45) Euro) haben wir erhöht. Auf Basis unseres Discounted-Cashflow-Modells (Prognoseerhöhung vs. höherer WACC) haben wir ein neues Kursziel von 119,00 (alt: 121,00) Euro für die Airbus-Aktie ermittelt. Zusammen mit unserer Dividendenerwartung (12 Monate: 1,00 Euro je Aktie) ergibt sich ein positiver Gesamtertrag (12 Monate) von <10%. Unser Votum für die Airbus-Aktie lautet daher nach wie vor Halten.

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> - Airbus agiert auf Märkten mit duopolistischen bzw. oligopolistischen Marktstrukturen - hoher Auftragsbestand bei Verkehrsflugzeugen - umfassendes Produktangebot 	<ul style="list-style-type: none"> - Rüstungsgeschäft im globalen Wettbewerb relativ klein und ohne größere Unterstützungsmaßnahmen seitens der Politik - Entwicklung der Wechselkurse mit zum Teil deutlichen Ergebniseinflüssen - Governance (Spielball politischer Interessen) - regelmäßig Sonderbelastungen - keine Dividendenkontinuität
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> - langfristig überdurchschnittliche Wachstumsraten in der zivilen Luftfahrt zu erwarten, vor allem in Asien - steigende Militärausgaben - Realisierung von Skaleneffekten - Normalisierung der Geschäftsentwicklung (Covid-19-Impfstoffe) 	<ul style="list-style-type: none"> - möglicher Engpass bei Zulieferern oder Schwierigkeiten bei der Entwicklung neuer Teile und beim Hochlauf von Serienproduktionen - Abstürze von Flugzeugen aus eigener Produktion - „Fliegen als Klimakiller“ - Ratingherabstufung - Auftragsverzögerungen / Auftragsstornierungen

Quelle: NATIONAL-BANK AG

Airbus: Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. EUR (außer Ergebnis je Aktie und Dividende je Aktie)	2018	2019	2020	2021e	2022e
Umsatz	63.707	70.478	49.912	52.532	60.281
Bruttoergebnis	8.787	10.505	5.662	7.223	8.289
EBITDA	7.492	4.266	2.321	7.606	8.491
Abschreibungen	-2.444	-2.927	-2.831	-2.942	-3.165
EBIT	5.048	1.339	-510	4.665	5.326
Finanzergebnis	-763	-275	-620	-257	-350
EBT	4.285	1.064	-1.130	4.408	4.976
Steuern	-1.274	-2.389	-39	-985	-1.244
Ergebnis nach Steuern	3.011	-1.325	-1.169	3.423	3.732
Minderheitenanteile	43	-37	36	-71	-85
Nettoergebnis	3.054	-1.362	-1.133	3.352	3.647
Anzahl Aktien (Mio. St.)	775	777	783	783	786
Ergebnis je Aktie	3,94	-1,75	-1,45	4,28	4,64
Dividende je Aktie	1,65	0,00	0,00	1,00	1,50
in % vom Umsatz					
Umsatz	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Bruttoergebnis	13,8%	14,9%	11,3%	13,8%	13,8%
EBITDA	11,8%	6,1%	4,7%	14,5%	14,1%
Abschreibungen	3,8%	4,2%	5,7%	5,6%	5,3%
EBIT	7,9%	1,9%	-1,0%	8,9%	8,8%
EBT	6,7%	1,5%	-2,3%	8,4%	8,3%
Steuern	2,0%	3,4%	0,1%	1,9%	2,1%
Ergebnis nach Steuern	4,7%	-1,9%	-2,3%	6,5%	6,2%
Nettoergebnis	4,8%	-1,9%	-2,3%	6,4%	6,0%

Quelle: Airbus, NATIONAL-BANK AG

Airbus: Bilanz- und Kapitalflussdaten

in Mio. EUR	2018	2019	2020	2021e	2022e
Bilanzsumme	115.198	114.409	110.095	111.422	113.202
Anlagevermögen	56.564	57.686	51.695	50.778	49.788
Geschäfts- und Firmenwert	13.039	13.019	12.999	12.999	12.999
Vorräte	31.891	31.550	30.401	31.997	33.177
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	6.078	5.674	5.132	5.401	6.198
Liquide Mittel	9.413	9.314	14.439	14.691	15.356
Eigenkapital	9.719	5.990	6.456	9.879	12.828
Verzinsliches Fremdkapital	8.926	10.148	17.095	16.894	16.695
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	16.237	14.808	8.722	9.180	10.534
Summe Fremdkapital	105.479	108.419	103.639	101.543	100.374
Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit	2.318	3.753	-5.420	2.478	3.822
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-1.635	-2.864	4.126	-2.025	-2.175
Free Cashflow	683	889	-1.294	453	1.647
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	-3.222	-958	6.833	-201	-982
Summe der Cashflows	-2.539	-69	5.539	252	665

Quelle: Airbus, NATIONAL-BANK AG

Airbus: Wichtige Kennzahlen

	2018	2019	2020	2021e	2022e
EV / Umsatz	1,2	1,3	1,3	1,5	1,3
EV / EBITDA	10,0	21,9	28,2	10,7	9,6
EV / EBIT	14,9	69,8	neg.	17,4	15,2
KBV	24,8	neg.	neg.	25,7	23,7
KBV	7,8	15,5	9,7	8,7	6,7
KCV	32,6	24,7	-11,6	34,7	22,6
KUV	1,2	1,3	1,3	1,6	1,4
Dividendenrendite	1,7%	0,0%	0,0%	0,9%	1,4%
Eigenkapitalrendite (ROE)	31,4%	-22,7%	-17,5%	33,9%	28,4%
ROCE	6,4%	1,7%	-0,6%	5,9%	6,8%
ROI	2,7%	-1,2%	-1,0%	3,0%	3,2%
Eigenkapitalquote	8,4%	5,2%	5,9%	8,9%	11,3%
Anlagendeckungsgrad	17,2%	10,4%	12,5%	19,5%	25,8%
Anlagenintensität	49,1%	50,4%	47,0%	45,6%	44,0%
Vorräte / Umsatz	50,1%	44,8%	60,9%	60,9%	55,0%
Forderungen / Umsatz	9,5%	8,1%	10,3%	10,3%	10,3%
Working Capital-Quote	34,1%	31,8%	53,7%	53,7%	47,8%
Nettofinanzverschuldung (in Mio. EUR)	-487	834	2.656	2.203	1.340
Nettofinanzverschuldung / EBITDA	-0,1	0,2	1,1	0,3	0,2
Capex / Umsatz	3,6%	3,3%	3,5%	3,9%	3,6%
Capex / Abschreibungen	93,5%	79,9%	62,1%	68,8%	68,7%
Free Cashflow / Umsatz	1,1%	1,3%	-2,6%	0,9%	2,7%
Free Cash Flow / Aktie (EUR)	0,88	1,14	-1,65	0,58	2,10
Nettofinanzverschuldung / Aktie (EUR)	-0,63	1,07	3,39	2,81	1,70
Cash / Aktie (EUR)	12,14	11,99	18,44	18,76	19,54
Buchwert / Aktie (EUR)	12,54	7,71	8,24	12,61	16,32

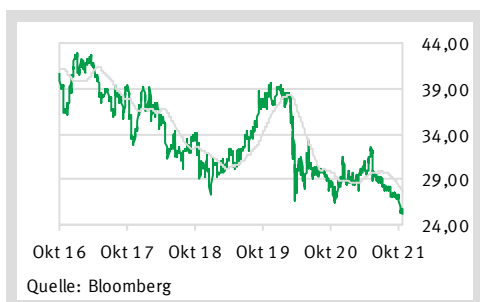
Quelle: Airbus, NATIONAL-BANK AG

AT&T

Halten (Halten)

Kurs am 27. 10. 21 um 21:59h	25,06 USD
Erstellung abgeschlossen	28.10.2021/ 11:45h
Erstmals weitergegeben	28.10.2021/ 13:15h
Kursziel	25,50 USD
Marktkapitalisierung	179,71Mrd. USD
Branche	Telekommunikation
Land	USA
WKN	A0HL9Z
Reuters	T.N

Kennzahlen	12/20	12/21e	12/22e
Ergebnis je Aktie (USD)	-0,75	2,62	2,69
Kurs/Gewinn	neg.	9,6	9,3
Dividende je Aktie (USD)	2,08	2,08	2,17
Div.-Rendite	6,7%	8,3%	8,7%
Kurs/Umsatz	1,3	1,1	1,1
Kurs/Op. Ergebnis	34,9	7,4	6,6
Kurs/Cashflow	5,2	4,8	4,4
Kurs/Buchwert	1,2	1,0	1,0



Performance	3 M	6 M	12 M
Absolut	-10,5%	-19,1%	-5,4%
Relativ z. S&P 500	-14,0%	-27,9%	-44,6%

Erstempfehlung 29.04.2014

Historie der Umstufungen (12 Monate):

Anlass

Zahlen für das dritte Quartal 2021

Einschätzung

Der Umsatz sank im dritten Quartal (Q3) 2021 um 5,7% auf 39,9 (Vj.: 42,3; unsere Prognose: 42,8; Marktkonsens: 40,5) Mrd. USD. Ursächlich für den Rückgang waren die Trennung vom US-Video-geschäft sowie niedrigere Umsätze mit Geschäftskunden. Ohne Berücksichtigung des Videogeschäfts wäre der Konzernumsatz in Q3 um 4,7% auf 38,1 (Vj.: 36,4) Mrd. USD gestiegen. Die Ergebnisentwicklung, die von zahlreichen Sondereffekten beeinflusst war, fiel gemischt aus. So stieg das operative Ergebnis um 15,9% auf 7,11 (Vj.: 6,13; unsere Prognose: 7,70; Marktkonsens: 7,62) Mrd. USD, womit die Erwartungen aber verfehlt wurden. Das berichtete Konzern-Nettoergebnis verzeichnete infolge zahlreicher Sondereffekte hingegen einen überraschenden Sprung auf 5,87 (Vj.: 2,76; unsere Prognose: 4,46; Marktkonsens: 4,42) Mrd. USD. Auch die Kundenentwicklung fiel erfreulich aus. Für 2021 geht AT&T nun von einem Wachstum des bereinigten EpS am oberen Ende der Zielspanne eines Wachstums im niedrigen bis mittleren einstelligen Prozentsatzes aus. Wir haben unsere EpS-Prognosen für 2021e angehoben (u.a. berichtet: 2,62 (alt: 2,44) USD). Unsere EpS-Prognose (berichtet) für 2022 haben wir ebenfalls angehoben (2,69 (alt: 2,58) USD). In Erwartung eines positiven Gesamtertrags (12 Monate; unsere Dividendenerwartung: 2,14 USD je Aktie) <10% votieren wir weiterhin mit Halten für die AT&T-Aktie (Kursziel: 25,50 (alt: 28,00) USD (Peer Group-Modell; gesunkene Multiplikatoren der Vergleichsunternehmen)).

Markus Jost (Analyst)

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> - hoher Bekanntheitsgrad und traditionsreiches Unternehmen auf dem US-Markt - attraktive Ausschüttungspolitik (hohe Dividendenrendite und Aktienrückkäufe) - starke Marktposition auf dem US-Heimatmarkt und somit Erzielung von hohen Margen 	<ul style="list-style-type: none"> - in hohem Maße auf den US-Markt konzentriert - hohe Personalaufwendungen - rückläufige Zahl der Pay TV-Abonnenten v.a. wegen Trend zum Streaming (Netflix) - sehr hoher Goodwill - sehr hohe Verschuldung
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> - Wachstumspotenziale u.a. durch Bündelangebote, Internet der Dinge (neue Dienste, stark steigende Anzahl von vernetzten Geräten), neuer Mobilfunkstandard 5G (Einführung ca. in 2020) - steigende Nachfrage der Kunden nach mehr Datenvolumen und besserer Netzqualität - durch Übernahme von Time Warner Erweiterung der Angebotspalette, Erhöhung der Marktmacht und sinkende Abhängigkeit vom schwächelnden Kerngeschäft 	<ul style="list-style-type: none"> - stark erhöhtes finanzielles Risiko durch Übernahme von Time Warner (z.B. deutlich höhere Verschuldung sowie Goodwill (ca. 75% des Eigenkapitals)) - ständige Bedrohung des Geschäftsmodells durch Technologiekonzerne wie Google oder Facebook - steigender Wettbewerbs- und Preisdruck vor allem im Heimatmarkt durch die immer aggressiver auftretenden kleineren Wettbewerber Sprint und T-Mobile US - hoher Investitionsbedarf bei der mobilen Netzwerkinfrastruktur - hohes Margenniveau im Mobilfunkbereich kann nicht gehalten werden - ständige Neubewertung der Pensionsverpflichtungen bzw. sonstige Sondereffekte

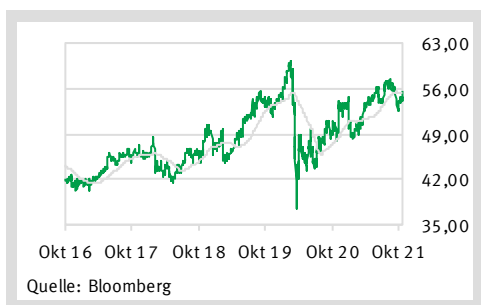
Quelle: NATIONAL-BANK AG

Coca-Cola

Kaufen (Kaufen)

Kurs am 27. 10. 21 um 21:59h	55,52 USD
Erstellung abgeschlossen	28.10.2021/ 11:45h
Erstmals weitergegeben	28.10.2021/ 13:15h
Kursziel	65,00 USD
Marktkapitalisierung	239,25 Mrd. USD
Branche	Nahrungsmittel / Getränke / Tabak
Land	USA
WKN	850663
Reuters	KO.N

Kennzahlen	12/20	12/21e	12/22e
Ergebnis je Aktie (USD)	1,79	2,21	2,46
Kurs/Gewinn	27,9	25,1	22,5
Dividende je Aktie (USD)	1,64	1,68	1,76
Div.-Rendite	3,3%	3,0%	3,2%
Kurs/Umsatz	28,0	24,3	22,5
Kurs/Op. Ergebnis	26,6	22,1	19,9
Kurs/Cashflow	21,9	24,2	20,7
Kurs/Buchwert	10,1	10,1	8,8



Performance	3 M	6 M	12 M
Absolut	-2,2%	3,6%	15,8%
Relativ z. DJ Industrial Avg	-3,8%	-1,3%	-18,1%

Erstempfehlung 21.12.2011

Historie der Umstufungen (12 Monate):

Anlass

Zahlen für das dritte Quartal 2021

Einschätzung

Die Zahlen für das dritte Quartal (Q3) 2021 übertrafen sowohl beim Umsatz (+16% y/y auf 10,04 Mrd. USD; organisch: +14% y/y) als auch ergebnisseitig (u.a. bereinigtes EpS: 0,65 (Vj.: 0,55) USD) unsere Erwartungen (9,60 Mrd. USD bzw. 0,57 USD je Aktie) sowie den Marktkonsens (9,75 Mrd. USD bzw. 0,58 USD je Aktie). Die Guidance für 2021 wurde erneut angehoben (u.a. organisches Umsatzwachstum von 13% bis 14% (zuvor: +12% bis +14%) y/y; bereinigtes EpS (non-GAAP): + 15% bis +17% (impliziert: 2,24 bis 2,28 USD; zuvor: +13% bis +15% y/y; 2020: 1,95 USD); freier Cashflow (non-GAAP): rund 10,5 (zuvor: mindestens 9,0; 2020: 8,7) Mrd. USD). Wir halten die Guidance für komfortabel erreichbar. Unsere Prognosen für 2021e (u.a. EpS berichtet: 2,21 (alt: 2,19) USD; EpS bereinigt: 2,29 (alt: 2,27) USD) und 2022e (u.a. EpS berichtet: 2,46 (alt: 2,45) USD; EpS bereinigt: 2,50 (alt: 2,48) USD) heben wir leicht an. Impulse für die operative Entwicklung erwarten wir insbesondere durch eine Verbesserung der Pandemielage (Impffortschritte) und die Umsetzung der geplanten strategischen Maßnahmen (Kostensenkungen, Optimierung des Produktportfolios, Produktinnovationen). Auf Basis unseres DCF-Modells (angehobene Prognosen, aktualisierter Bewertungszeitraum) haben wir für die Coca-Cola-Aktie ein neues Kursziel von 65,00 (alt: 64,00) USD ermittelt und votieren bei einem von uns erwarteten Gesamtertrag (12 Monate) von über 10% weiterhin mit Kaufen.

Lars Lusebrink (Analyst)

SWOT-Analyse

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

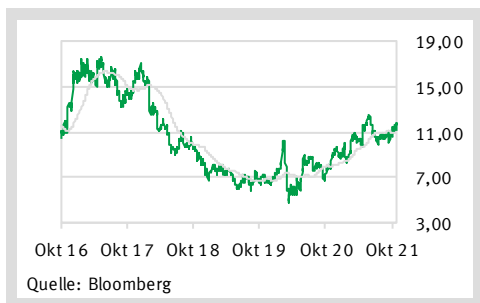
Quelle: NATIONAL-BANK AG

Deutsche Bank

Halten (Verkaufen)

Kurs am 27. 10. 21 um 17:35h	11,08 EUR
Erstellung abgeschlossen	28.10.2021/ 11:45h
Erstmals weitergegeben	28.10.2021/ 13:15h
Kursziel	11,50 EUR
Marktkapitalisierung	22,90 Mrd. EUR
Branche	Banken
Land	Deutschland
WKN	514000
Reuters	DBKGn.DE

Kennzahlen	12/20	12/21e	12/22e
Ergebnis je Aktie (EUR)	0,07	1,11	1,52
Kurs/Gewinn	127,8	10,0	7,3
Dividende je Aktie (EUR)	0,00	0,24	0,33
Div.-Rendite	0,0%	2,2%	3,0%
Kurs/Umsatz	0,8	0,9	1,0
Kurs/Op. Ergebnis	18,1	6,4	4,7
Cost/Income	88,3%	84,0%	76,5%
Kurs/Buchwert	0,3	0,4	0,4



Performance	3 M	6 M	12 M
Absolut	5,5%	-1,8%	42,8%
Relativ z. DAX40	4,7%	-2,9%	10,1%

Erstempfehlung 20.02.2009

Historie der Umstufungen (12 Monate):

28.10.2021 Von Verkaufen auf Halten

Anlass

Zahlen für das dritte Quartal 2021 / Hochstufung der Aktie

Einschätzung

Das Zahlenwerk des dritten Quartals (Q3) 2021 lag größtenteils deutlich über den Erwartungen. Ursächlich dafür war neben besser als erwarteten Gesamterträgen auch eine unerwartet niedrige Kreditrisikovorsorge. Die Bilanzkennzahlen (per 30.09.2021) lagen u.E. weiterhin auf einem soliden Niveau. Im Rahmen des Quartalsberichts bestätigte die Bank die Ziele des Restrukturierungsplans für 2022. Trotz der guten Quartalszahlen reagierte die Aktie mit einem Rückgang (-6,9%), was wir darauf zurückführen, dass die Bank erneute Restrukturierungskosten von rund 700 Mio. Euro angab. Unter Berücksichtigung aller im Quartal angefallenen Kosten zeigte sich, dass die Bank auf Kostenseite über dem Vorquartal sowie Vorjahresquartal lag und damit auch die Erwartungen verfehlte. Darüber hinaus hat die Bank weiterhin Probleme mit dem Zinsgeschäft in den Geschäftszweigen Privatbank und Unternehmensbank. Wir erhöhen unsere Prognosen (EpS 2021e: 1,11 (alt: 0,83) Euro; DpS 2021e: 0,24 (alt: 0,03) Euro; EpS 2022e: 1,52 (alt: 1,43) Euro; DpS 2022e: 0,33 (alt: 0,15) Euro). Bei einem von uns erwarteten positiven Gesamtertrag (12 Monate) von <10% lautet unser Votum für die Deutsche Bank-Aktie Halten (alt: Verkaufen (Kursziel: 11,50 Euro (mod. Gordon-Growth-Modell))).

Jan Lennertz (Analyst)

Highlights

- Trotz einer Verschlechterung der Aufwands-Ertragsquote kam es in Q3 2021 zu einem deutlichen Anstieg des EBT auf 554 (Vj.: 482 ; unsere Prognose: 401; Marktkonsens: 459) Mio. Euro, was auf den deutlichen Rückgang der Kreditrisikovorsorge (117 (Vj.: 273; unsere Prognose: 210; Marktkonsens: 169) Mio. Euro) zurückzuführen ist.
- Mit Ausnahme der Investmentbank verzeichnete die Bank auf Segmentebene eine deutliche Ergebnisverbesserung in allen Kernsegmenten.
- Deutsche Bank behält die Guidance sowie den Restrukturierungsplan unverändert bei.
- Umvotierung der Aktie auf Halten (alt: Verkaufen).

Geschäftsentwicklung

Das Zahlenwerk in Q3 2021 konnte die Erwartungen größtenteils deutlich übertreffen. Die Gesamterträge verzeichneten einen Anstieg um 1,7% und lagen mit 6,04 (Vj.: 5,94; unsere Prognose: 5,70; Marktkonsens: 5,81) Mrd. Euro über den Erwartungen. Dem gegenüber stiegen die zinsunabhängigen Aufwendungen mit 3,6% überproportional auf 5,37 (Vj.: 5,18; unsere Prognose: 5,21; Marktkonsens: 5,19) Mrd. Euro und verschlechterten so die Aufwands-Ertragsquote auf 88,9% (Vj.: 87,3%) leicht. Dennoch kam es zu einem deutlichen Anstieg des EBT auf 554 (Vj.: 482 ; unsere Prognose: 401; Marktkonsens: 459) Mio. Euro, was auf den deutlichen Rückgang der Kreditrisikovorsorge (117 (Vj.: 273; unsere Prognose: 210; Marktkonsens: 169) Mio. Euro) zurückzuführen ist. Mit Ausnahme der Investmentbank verzeichnete die Bank auf Segmentebene eine deutliche Ergebnisverbesserung in allen Kernsegmenten. Das Nettoergebnis konnte demzufolge mit 306 (Vj.: 278; unsere Prognose: 205; Marktkonsens: 243) Mio. Euro ebenfalls überzeugen.

In den ersten neun Monaten 2021 verzeichneten die Gesamterträge einen moderaten Anstieg auf 19,51 (Vj.: 18,58) Mrd. Euro. Dem gegenüber verzeichneten die zinsunabhängigen Aufwendungen einen moderaten Rückgang auf 15,94 (Vj.: 16,19) Mrd. Euro. Auf Grund dessen sowie des deutlichen Rückgangs der Kreditrisikovorsorge wies das EBT einen deutlichen Anstieg auf 3,31 (Vj.: 0,85) Mrd. Euro. Das Nettoergebnis stieg auf 2,10 (Vj.: 0,35) Mrd. Euro.

Die harte Kernkapitalquote sank leicht auf 13,0% (30.06.2021: 13,2%; 31.12.2020: 13,6%; 30.09.2020: 13,3%) und liegt u.E. weiterhin auf einem soliden Niveau. Die Leverage Ratio lag unverändert bei 4,8% (30.06.2021: 4,8%; 31.12.2020: 4,7%; 30.09.2020: 4,4%).

Deutsche Bank	Gesamterträge (in Mio. EUR)		Veränderung gg. Vj. (in Mio. EUR)	Gesamterträge (in Mio. EUR)		Veränderung gg. Vj. (in Mio. EUR)
	Q3 2020	Q3 2021		9M 2020	9M 2021	
Unternehmensbank	1.255	1.255	1	3.920	3.798	-122
Investmentbank	2.364	2.227	-137	7.394	7.718	324
Privatkundenbank	2.036	1.999	-37	6.162	6.195	32
Asset Management	563	656	93	1.631	1.919	288
Sonstige	-243	-61	182	-373	-140	232
Abbaueinheit (CRU*)	-36	-36	0	-159	21	181
Konzern	5.938	6.040	102	18.575	19.510	935

Quelle: Deutsche Bank, NATIONAL-BANK AG

*Capital Release Unit

Deutsche Bank	EBT (in Mio. EUR)		Veränderung	EBT (in Mio. EUR)		Veränderung
	Q3 2020	Q3 2021	gg. Vj. (in Mio. EUR)	9M 2020	9M 2021	gg. Vj. (in Mio. EUR)
Unternehmensbank	185	292	106	387	772	386
Investmentbank	954	861	-93	2.567	3.396	829
Privatkundenbank	0	158	157	-114	417	531
Asset Management	163	193	30	387	556	169
Sonstige	-393	-605	-212	-597	-822	-226
Abbaueinheit (CRU*)	-427	-344	83	-1.784	-1.011	772
Konzern	482	554	72	846	3.308	2.462

Quelle: Deutsche Bank, NATIONAL-BANK AG

*Capital Release Unit

Perspektiven

Im Rahmen des Quartalsberichts hat die Bank die Ziele des Restrukturierungsprogramms bis 2022 (u.a. Eigenkapitalrendite nach Steuern: 8,0% auf Konzernebene (9,0% für die Kernbank); bereinigte zinsunabhängige Aufwendungen: 16,7 Mrd. Euro; Aufwands-Ertragsquote: 70,0%; harte Kernkapitalquote: über 12,5%; Leverage Ratio: rund 4,5%) bestätigt. Darüber hinaus hat die Bank den Plan (Start von Kapitalrückführungen an die Aktionäre in 2022), welcher Teil des Restrukturierungsprogramms ist, erneut hervorgehoben.

Im Hinblick auf die Guidance für das laufende Geschäftsjahr (Reduktion der Kreditrisikoversorge auf rund 20 Basispunkte des durchschnittlichen Kreditvolumens; leichte Erhöhung der Kostenbasis (u.a. auf Grund von unerwarteten externen Kosten in H1 2021)) hat die Bank keine Änderungen vorgenommen.

Die EU-Kommission hat bekannt gegeben, dass die Vorgaben durch Basel III aktualisiert wurden. Der Start der Umsetzung wurde jedoch wegen der Pandemie um zwei Jahre nach hinten verschoben und ist nun für 2025 angesetzt. Laut der aktualisierten Vorgaben müssen die europäischen Kreditinstitute ihren Kapitalpuffer bis 2030 um bis zu 8,4% erhöhen.

Wir erhöhen unsere Prognosen (EpS 2021e: 1,11 (alt: 0,83) Euro; DpS 2021e: 0,24 (alt: 0,03) Euro; EpS 2022e: 1,52 (alt: 1,43) Euro; DpS 2022e: 0,33 (alt: 0,15) Euro). Auf Basis unseres modifizierten Gordon-Growth-Modells haben wir ein Kursziel für die Deutsche Bank-Aktie von 11,50 Euro ermittelt. Zusammen mit unserer Dividendenerwartung (0,24 Euro je Aktie) ergibt sich ein positiver Gesamtertrag (12 Monate) von <10%. Daher lautet unser Votum nun neu Halten (alt: Verkaufen).

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none">- gute Positionierung im Privatkundengeschäft- Investmentbank zeigt stabile Ergebnisentwicklung	<ul style="list-style-type: none">- Eigenkapitalrendite ist unverändert inakzeptabel niedrig- weiterhin hohes Kostenniveau- strengere Kapitalvorschriften durch Einstufung als systemrelevante Bank
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none">- sukzessiver Abbau von Risiken aus Rechtsstreitigkeiten- erfolgreicher Ausbau des Geschäfts mit Mittelstandskunden- Verkauf unprofitabler Bereiche der Investment Bank	<ul style="list-style-type: none">- Umsetzungsrisiken hinsichtlich der Restrukturierung- weitere hohe Rückstellungen für ausstehende Rechtsstreitigkeiten- deutliche Divergenzen bei weltweiten Regulierungsstandards- Eintrübung des Marktumfelds für den Anleihehandel

Quelle: NATIONAL-BANK AG

Deutsche Bank: Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. EUR (außer Ergebnis je Aktie und Dividende je Aktie)	2018	2019	2020	2021e	2022e
Gesamterträge	25.316	23.165	24.028	24.700	23.970
Verwaltungsaufwand	23.461	25.076	21.216	20.748	18.337
Risikovorsorge	525	723	1.792	380	730
EBT	1.330	-2.634	1.020	3.572	4.903
Steuern	-989	-2.630	-397	-1.214	-1.716
Ergebnis nach Steuern	341	-5.264	623	2.358	3.187
Minderheitenanteile	-75	-125	-129	-133	-132
Nettoergebnis	267	-5.390	494	2.225	3.055
Anzahl Aktien (Mio. St.)	2.067	2.067	2.067	2.007	2.007
Ergebnis je Aktie	0,13	-2,71	0,07	1,11	1,52
Dividende je Aktie	0,11	0,00	0,00	0,24	0,33

Quelle: Deutsche Bank, NATIONAL-BANK AG

Deutsche Bank: Bilanzdaten

in Mio. EUR	2018	2019	2020	2021e	2022e
Bilanzsumme	1.348.137	1.297.674	1.325.259	1.329.235	1.333.222
Barreserve	188.731	137.592	166.208	167.039	167.874
Forderungen aus dem Kreditgeschäft	400.297	429.841	426.995	435.535	444.246
Goodwill	9.141	7.029	6.725	6.725	6.725
Zum Fair Value bewertete Verpflichtungen	415.680	404.448	419.199	415.007	410.857
Eigenkapital	62.495	55.857	54.786	57.011	59.584

Quelle: Deutsche Bank, NATIONAL-BANK AG

Deutsche Bank: Wichtige Kennzahlen

	2018	2019	2020	2021e	2022e
Buchwert / Aktie	30,2	27,0	26,5	27,6	28,8
KGV	83,4	neg.	127,8	10,0	7,3
KBV	0,4	0,3	0,3	0,4	0,4
Dividendenrendite	1,0%	0,0%	0,0%	2,2%	3,0%
ROE (vor Steuern)	2,1%	-4,5%	1,8%	6,4%	8,4%
ROE (nach Steuern)	0,4%	-9,1%	0,9%	4,0%	5,2%
Cost-Income-Ratio	92,7%	108,2%	88,3%	84,0%	76,5%
Core Tier 1 Capital (CET1)	47.486	44.148	44.700	46.443	48.836
Risk weighted assets	350.432	324.015	328.951	332.241	335.563
Core Tier 1-Quote	13,6%	13,6%	13,6%	14,0%	14,6%
RoRWA	0,1%	-1,6%	0,2%	0,7%	0,9%

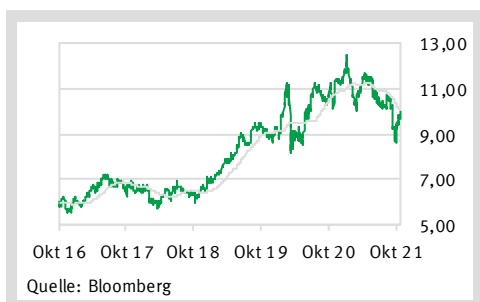
Quelle: Deutsche Bank, NATIONAL-BANK AG

Iberdrola

Halten (Halten)

Kurs am 27. 10. 21 um 17:35h	10,05 EUR
Erstellung abgeschlossen	28.10.2021/ 11:45h
Erstmals weitergegeben	28.10.2021/ 13:15h
Kursziel	10,10 EUR
Marktkapitalisierung	63,81Mrd. EUR
Branche	Versorger
Land	Spanien
WKN	A0M46B
Reuters	IBE.MC

Kennzahlen	12/20	12/21e	12/22e
Ergebnis je Aktie (EUR)	0,55	0,53	0,64
Kurs/Gewinn	18,7	18,9	15,7
Dividende je Aktie (EUR)	0,420	0,440	0,460
Div.-Rendite	4,1%	4,4%	4,6%
Kurs/Umsatz	2,0	1,7	1,6
Kurs/Op. Ergebnis	11,9	9,6	8,5
Kurs/Cashflow	7,9	7,9	7,0
Kurs/Buchwert	1,4	1,3	1,2



Performance	3 M	6 M	12 M
Absolut	-2,4%	-11,6%	-2,8%
Relativ z. Euro Stoxx 50	-5,3%	-16,7%	-45,2%

Erstempfehlung 27.03.2014

Historie der Umstufungen (12 Monate):

Anlass

Zahlen für das dritte Quartal 2021

Einschätzung

Das Zahlenwerk für das dritte Quartal (Q3) 2021 bewegte sich im Großen und Ganzen im Rahmen unserer Erwartungen. Der Marktkonsens konnte aber übertroffen werden. Die Ergebnis-Guidance für das Gesamtjahr 2021 (Nettoergebnis von 3,7 bis 3,8 Mrd. Euro vor steuerlichen Sondereffekten), die im Rahmen des Q1-Berichts modifiziert worden war, wurde erneut wiederholt. Die Dividendenindikation für das laufende Geschäftsjahr (0,44 (Vj.: 0,42) Euro je Aktie) wurde ebenfalls erneut wiederholt. Die Trends in der Energiewelt (Dekarbonisierung, Elektrifizierung) sind u.E. per Saldo positiv für den Iberdrola-Konzern. Die Modifizierung des Maßnahmenpakets der spanischen Regierung in Reaktion auf die stark gestiegenen Energiepreise stellt eine Verbesserung für Iberdrola dar. Insgesamt ist das Geschäftsmodell u.E. gut regional und strukturell ausgewogen. Die verfolgte Strategie sollte u.E. weiterhin zu nachhaltigem Ergebnis- und Dividendenwachstum führen (siehe Unternehmensziele für 2022 und für/bis 2025 vom Kapitalmarkttag aus dem November 2020). Steigende Marktzinsen stellen jedoch einen Risikofaktor für die Iberdrola-Aktie dar. Unsere Prognosen (u.a. berichtetes EpS 2021e: 0,53 Euro; bereinigtes EpS 2021e: 0,58 Euro; DpS 2021e: 0,44 Euro; bereinigtes/bereinigtes EpS 2022e: 0,64 Euro; DpS 2022e: 0,46 Euro) haben Bestand. In Erwartung eines positiven Gesamtertrags (12 Monate) von <10% lautet unser Votum für die Iberdrola-Aktie weiterhin Halten (Kursziel: 10,10 (alt: 9,70) Euro (Discounted-Cashflow-Modell; niedriger WACC, aktualisierter Bewertungszeitraum)).

Sven Diermeier (Senior Analyst)

SWOT-Analyse

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

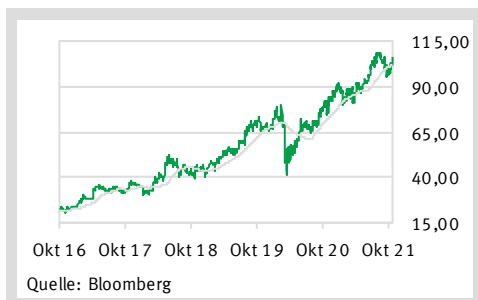
Quelle: NATIONAL-BANK AG

Puma

Halten (Halten)

Kurs am 27. 10. 21 um 17:35h	106,15 EUR
Erstellung abgeschlossen	28.10.2021/ 11:45h
Erstmals weitergegeben	28.10.2021/ 13:15h
Kursziel	115,00 EUR
Marktkapitalisierung	16,01Mrd. EUR
Branche	Konsumgüter/ -dienstleistungen
Land	Deutschland
WKN	696960
Reuters	PUMG.DE

Kennzahlen	12/20	12/21e	12/22e
Ergebnis je Aktie (EUR)	0,53	2,02	2,96
Kurs/Gewinn	133,2	52,6	35,9
Dividende je Aktie (EUR)	0,16	0,55	0,80
Div.-Rendite	0,2%	0,5%	0,8%
Kurs/Umsatz	2,0	2,5	2,2
Kurs/Op. Ergebnis	50,3	31,8	23,5
Kurs/Cashflow	25,0	59,3	31,2
Kurs/Buchwert	6,0	7,6	6,4



Performance	3 M	6 M	12 M
Absolut	2,1%	19,9%	38,6%
Relativ z. DAX40	1,3%	18,8%	6,0%

Erstempfehlung 16.05.2014

Historie der Umstufungen (12 Monate):

Anlass

Zahlen für das dritte Quartal 2021

Einschätzung

Die Zahlen für das dritte Quartal (Q3) 2021 (u.a. Umsatz: +20% y/y auf 1.900 Mio. Euro; EBIT: +21% y/y auf 229 Mio. Euro) übertrafen unsere Erwartungen (1.808 Mio. Euro bzw. 203 Mio. Euro) sowie den Marktkonsens. Auffällig war die im Vergleich zu den anderen Regionen sehr verhaltene Topline-Entwicklung der Region Asien-Pazifik (+4% y/y). Die Region litt unter neuen Lockdown-Maßnahmen und einem schwierigen Marktumfeld im Großraum China. Die Guidance für 2021 wurde auf ein Niveau angehoben (organisches Umsatzwachstum (währungsbereinigt) von mindestens 25% (zuvor: mindestens 20%); EBIT: 450 bis 500 (zuvor: 400 bis 500) Mio. Euro), was nun unserer Erwartung entspricht sowie im Bereich des Marktkonsens liegt. Wir halten die Guidance für komfortabel erreichbar. Puma erwartet infolge der länger als erwartet andauernden Lockdown-Maßnahmen in Süd-vietnam sowie Lieferengpässen weiterhin Verzögerungen, die sich bis in das Q1 2022 hinein negativ auf die Produktverfügbarkeit auswirken werden. Der positiven operativen Entwicklung, dem angehobenen Ausblick sowie der sehr soliden Bilanzstruktur (Nettoliquidität) stehen als Belastungsfaktoren v.a. Produktionsstörungen, Lieferengpässe sowie ein sehr schwieriges Marktumfeld in China gegenüber. Wir behalten unsere Prognosen bei. Auf Basis unseres DCF-Modells haben wir ein unverändertes Kursziel von 115,00 Euro für die Puma-Aktie ermittelt und bestätigen bei einem positiven Gesamtertrag (12 Monate) von unter 10% unser Halten-Votum.

Lars Lusebrink (Analyst)

Highlights

- Die Q3-Zahlen konnten sowohl beim Umsatz als auch ergebnisseitig unsere Erwartungen sowie den Marktkonsens übertreffen.
- Die Guidance für das Geschäftsjahr 2021 wurde angehoben (u.a. währungsbereinigtes Umsatzwachstum von mindestens 25% (zuvor: mindestens 20%) y/y).

Geschäftsentwicklung

Puma steigerte in Q3 2021 den Umsatz um 20% (Q2 2021: +91% y/y; Q1 2021: +19% y/y) auf 1.900 (Vj.: 1.583; unsere Prognose: 1.808; Marktkonsens: 1.818) Mio. Euro (währungsbereinigt (wb.): +20% y/y). Treiber dieser Entwicklung war v.a. Amerika mit einem Umsatzzuwachs von 28% auf 700 (Vj.: 547) Mio. Euro (wb.: +31% y/y), angetrieben von einer starken Nachfrage nach der Marke PUMA. Die Region EMEA (Europa, Naher Osten, Afrika) steigerte den Umsatz ebenfalls deutlich um 23% auf 814 (Vj.: 664) Mio. Euro (wb.: +22% y/y), bedingt durch eine starke Nachfrage in Europa und Schwellenländern wie Russland, der Türkei und Südafrika. Die Region Asien/Pazifik litt unter einem sehr schwierigen Marktumfeld im Großraum China und neuen pandemiebedingten Lockdown-Maßnahmen (u.a. in Japan, Südostasien und Australien) und verzeichnete nur einen moderaten Umsatzzuwachs von 4% auf 387 (Vj.: 373) Mio. Euro (wb.: +2% y/y). Bei den Produktkategorien zeigte sich eine relativ homogene Topline-Entwicklung. Schuhe (+21% y/y auf 847 Mio. Euro; wb.: +22% y/y) profitierten dabei von einer anhaltend starken Nachfrage nach Produkten der Performance- und Sportstyle-Kategorien. In den ersten neun Monaten (9M) 2021 legte der Konzernumsatz um 36% auf 5,04 (Vj.: 3,71) Mrd. Euro zu.

Puma	Umsatz (in Mio. EUR)			Umsatz (in Mio. EUR)		
	Q3 2020	Q3 2021	Veränderung gg. Vj.	9M 2020	9M 2021	Veränderung gg. Vj.
EMEA*	664	814	22,5%	1.491	1.958	31,4%
Amerika	547	700	28,0%	1.228	1.910	55,5%
Asien/Pazifik	373	387	3,8%	996	1.170	17,5%
Konzern	1.583	1.900	20,0%	3.714	5.038	35,6%
Schuhe	701	847	20,9%	1.727	2.409	39,5%
Textilien	607	735	21,1%	1.333	1.790	34,3%
Accessoires	276	318	15,4%	655	840	28,3%

Quelle: Puma, NATIONAL-BANK AG

*EMEA: Europa, Naher Osten, Afrika

Das EBIT verbesserte sich in Q3 nahezu im Einklang mit dem Umsatz um 21% auf 229 (Vj.: 190; unsere Prognose: 203; Marktkonsens: 202) Mio. Euro und profitierte dabei von einem leicht unterproportionalen Anstieg der Umsatzkosten (+19% y/y; Bruttomarge: 47,4% (Vj.: 47,0%)), denen ein leicht überproportionaler Anstieg der operativen Aufwendungen (OPEX) um 21% y/y gegenüberstand. Das Nettoergebnis legte überproportional um 27% auf 144 (Vj.: 114; unsere Prognose: 138; Marktkonsens: 136) Mio. Euro zu und das EpS verbesserte sich entsprechend auf 0,96 (Vj.: 0,76; unsere Prognose: 0,92; Marktkonsens: 0,89) Euro. Ursächlich waren ein verbessertes Finanzergebnis (-11 (Vj.: -18) Mio. Euro) sowie eine niedrigere Steuerquote (25,5% (Vj.: 26,0%)). Kumuliert nach 9M 2021 legten das EBIT deutlich um 237% auf 492 (Vj.: 146) Mio. Euro und das EpS auf 2,02 (Vj.: 0,36) Euro zu. Der freie Cashflow (ohne Akquisitionen und vor IFRS 16) verbesserte sich deutlich auf +51 (Vj.: -190) Mio. Euro.

Perspektiven

Den Ausblick für das Geschäftsjahr 2021 hat Puma angehoben und rechnet nun mit einem währungsbereinigten Umsatzwachstum von mindestens 25% (zuvor: mindestens 20%; 9M 2021: +39%) y/y sowie einem EBIT von 450 bis 500 (zuvor: 400 bis 500; 9M 2021: 492; unsere Prognose: 503; Marktkonsens: 502) Mio. Euro. Zudem rechnet der Sportartikelhersteller weiterhin mit einer deutlichen Verbesserung des Konzernergebnisses (9M 2021: +456% y/y auf 302 Mio. Euro). Auf einen Ausblick für die Entwicklung der Bruttomarge sowie die Kostenquote verzichtet PUMA weiterhin. Das Unternehmen erwartet infolge der länger als erwartet andauernden Lockdown-Maßnahmen in Südvietnam sowie Lieferengpässen auf Grund von Hafenerüberlastung und Containerknappheit weiterhin Verzögerungen in der Branche, die sich kurzfristig bis in das Q1 2022 hinein negativ auf die Produktverfügbarkeit auswirken werden. Der neue Ausblick für 2021 impliziert eine deutliche Abschwächung der Topline-Entwicklung sowie bestenfalls ein leicht positives EBIT. Ob es sogar zu einem EBIT-Verlust kommt, hängt laut Aussagen von CEO Gulden in der Telefonkonferenz (27.10.) davon ab, wie groß die Verzögerungen in Q4 sein werden. Aktuell wird CEO Gulden zufolge in den Fabriken in Vietnam zunehmend wieder mehr produziert (60% bis 70% der Kapazitäten sind derzeit ausgelastet). Ende November hofft das Unternehmen dann wieder auf eine Auslastung von 100%. Zudem entwickelt sich laut CEO Gulden das Geschäft in China schwieriger als gedacht. Ohne ein Wachstum in China und auf Grund der Hindernisse in der Produktion und Logistik rechnet das Management nun erst im Jahr 2023 mit dem Erreichen einer EBIT-Marge von 10%, nachdem bisher ein zweistelliger Wert bereits für 2022 in Aussicht gestellt wurde. Dies stellt für uns aber keine Überraschung dar (unsere Prognose für die EBIT-Marge 2022e: 9,2%). Wir halten die Guidance für 2021 trotz der vom Unternehmen angeführten Belastungen für komfortabel erreichbar. Die mittelfristigen Aussichten für das Unternehmen bezeichnete CEO Gulden weiterhin als sehr positiv.

Wir behalten unsere Prognosen (u.a. EpS 2021e: 2,02 Euro; EpS 2022e: 2,96 Euro) bei. Auf Basis unseres DCF-Modells haben wir ein unverändertes Kursziel von 115,00 Euro für die Puma-Aktie ermittelt. Zusammen mit unserer Dividendenerwartung (12 Monate: 0,55 Euro je Aktie) ergibt sich ein positiver Gesamtertrag (12 Monate) von unter 10%. Wir bestätigen daher unser Halten-Votum für die Puma-Aktie.

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> - erfolgreiche Markenstrategie mit weltweit hohem Bekanntheitsgrad - striktes Kostenmanagement - ausgewogene regionale Umsatzverteilung - sehr prominente Markenbotschafter (u.a. Pop-Superstar Dua Lipa; brasilianischer Fußballstar Neymar Jr) - hohe Innovationskraft (Produktinnovationen) - sehr solide Bilanzstruktur (Nettoliquidität) - Anhebung des Ausblicks für 2021 	<ul style="list-style-type: none"> - teilweise hohe Abhängigkeit von Modetrends - schwache Marktposition im wichtigen US-Markt - im Branchenvergleich noch relativ margenschwach - relativ hohe Bewertung
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> - hohes Wachstumspotenzial in Regionen wie Asien und Lateinamerika - Ausbau des Basketball-Geschäfts in den USA - Entwicklung von ersten Produkten für eSports und erste Partnerschaften in diesem Bereich - Produktinnovationen - sportliche Großereignisse (Fußball-EM, Olympische Spiele in Tokio) 	<ul style="list-style-type: none"> - negative Währungseffekte - Handelskonflikte und politische Spannungen (u.a. Boykottaufrufe in China) - deutlicher Anstieg der Arbeitslosigkeit auf Grund der Pandemie belastet Nachfrage nachhaltig - deutlicher Anstieg der Kosten (v.a. der Frachtkosten) - Zunahme der Transportprobleme (Engpässe bei der Seeschifffahrt, Hafenüberlastungen etc.) - sehr schwieriges Marktumfeld in China

Quelle: NATIONAL-BANK AG

Puma: Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. EUR (außer Ergebnis je Aktie und Dividende je Aktie)	2018	2019	2020	2021e	2022e
Umsatz	4.648	5.502	5.234	6.533	7.414
Rohertrag	2.249	2.686	2.458	3.201	3.670
EBITDA	419	687	445	797	1.016
Abschreibungen	-82	-246	-236	-294	-334
EBIT	337	440	209	503	682
Finanzergebnis	-24	-23	-47	-35	-25
EBT	313	418	162	468	657
Steuern	-84	-109	-39	-119	-168
Ergebnis nach Steuern	230	309	123	349	490
Minderheitenanteile	-42	-47	-44	-47	-47
Nettoergebnis	187	262	79	302	443
Anzahl Aktien (Mio. St.)	149	150	150	150	150
Ergebnis je Aktie	1,25	1,76	0,53	2,02	2,96
Dividende je Aktie	0,35	0,00	0,16	0,55	0,80
in % vom Umsatz					
Umsatz	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Rohertrag	48,4%	48,8%	47,0%	49,0%	49,5%
EBITDA	9,0%	12,5%	8,5%	12,2%	13,7%
Abschreibungen	1,8%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
EBIT	7,3%	8,0%	4,0%	7,7%	9,2%
EBT	6,7%	7,6%	3,1%	7,2%	8,9%
Steuern	1,8%	2,0%	0,7%	1,8%	2,3%
Ergebnis nach Steuern	4,9%	5,6%	2,4%	5,3%	6,6%
Nettoergebnis	4,0%	4,8%	1,5%	4,6%	6,0%

Quelle: Puma, NATIONAL-BANK AG

Puma: Bilanz- und Kapitalflussdaten

in Mio. EUR	2018	2019	2020	2021e	2022e
Bilanzsumme	3.207	4.378	4.684	4.946	5.326
Anlagevermögen	1.014	1.897	2.071	1.947	1.818
Geschäfts- und Firmenwert	716	716	716	716	716
Vorräte	915	1.110	1.138	1.320	1.490
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	554	612	621	738	838
Liquide Mittel	464	518	656	724	940
Eigenkapital	1.722	1.920	1.764	2.089	2.496
Verzinsliches Fremdkapital	21	10	121	115	110
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	705	844	942	1.078	1.223
Summe Fremdkapital	1.485	2.458	2.920	2.858	2.830
Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit	278	549	422	268	509
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-105	-219	-146	-170	-205
Free Cashflow	173	330	276	98	304
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	-128	-273	-129	-30	-87
Summe der Cashflows	45	57	147	67	216

Quelle: Puma, NATIONAL-BANK AG

Puma: Wichtige Kennzahlen

	2018	2019	2020	2021e	2022e
EV / Umsatz	1,0	1,5	1,9	2,3	2,1
EV / EBITDA	10,9	12,1	22,5	19,1	15,0
EV / EBIT	13,5	18,9	47,7	30,3	22,4
KGV	26,6	33,5	133,2	52,6	35,9
KBV	2,9	4,6	6,0	7,6	6,4
KCV	17,9	16,0	25,0	59,3	31,2
KUV	1,1	1,6	2,0	2,5	2,2
Dividendenrendite	1,0%	0,0%	0,2%	0,5%	0,8%
Eigenkapitalrendite (ROE)	10,9%	13,7%	4,5%	14,4%	17,7%
ROCE	19,0%	15,9%	7,2%	17,2%	23,3%
ROI	5,8%	6,0%	1,7%	6,1%	8,3%
Eigenkapitalquote	53,7%	43,9%	37,7%	42,2%	46,9%
Anlagendeckungsgrad	169,8%	101,2%	85,2%	107,3%	137,3%
Anlagenintensität	31,6%	43,3%	44,2%	39,4%	34,1%
Vorräte / Umsatz	19,7%	20,2%	21,7%	20,2%	20,1%
Forderungen / Umsatz	11,9%	11,1%	11,9%	11,3%	11,3%
Working Capital-Quote	16,4%	16,0%	15,6%	15,0%	14,9%
Nettofinanzverschuldung (in Mio. EUR)	-443	-508	-535	-609	-830
Nettofinanzverschuldung / EBITDA	-1,1	-0,7	-1,2	-0,8	-0,8
Capex / Umsatz	1,9%	3,1%	2,9%	2,6%	2,8%
Capex / Abschreibungen	106,1%	69,8%	64,1%	57,8%	61,4%
Free Cashflow / Umsatz	3,7%	6,0%	5,3%	1,5%	4,1%
Free Cash Flow / Aktie (EUR)	1,16	2,21	1,85	0,65	2,03
Nettofinanzverschuldung / Aktie (EUR)	-2,97	-3,40	-3,57	-4,07	-5,55
Cash / Aktie (EUR)	3,10	3,47	4,39	4,84	6,28
Buchwert / Aktie (EUR)	11,52	12,84	11,79	13,96	16,69

Quelle: Puma, NATIONAL-BANK AG

Vivendi

Halten (Halten)

Kurs am 27.10.21 um 17:37h	11,05 EUR
Erstellung abgeschlossen	28.10.2021/ 11:45h
Erstmals weitergegeben	28.10.2021/ 13:15h
Kursziel	11,50 EUR
Marktkapitalisierung	12,70 Mrd. EUR
Branche	Medien
Land	Frankreich
WKN	591068
Reuters	VIV.PA

Kennzahlen	12/20	12/21e	12/22e
Ergebnis je Aktie (EUR)	1,26	0,40	0,47
Kurs/Gewinn	18,5	27,7	23,3
Dividende je Aktie (EUR)	0,60	0,30	0,50
Div.-Rendite	2,6%	2,7%	4,5%
Kurs/Umsatz	1,7	1,1	1,3
Kurs/Op. Ergebnis	18,2	13,0	18,4
Kurs/Cashflow	21,8	6,8	8,9
Kurs/Buchwert	1,6	0,8	0,8



Performance	3 M	6 M	12 M
Absolut	35,5%	30,2%	55,6%
Relativ z. Euro Stoxx 50	32,6%	25,1%	13,2%

Erstempfehlung 18.03.2014

Historie der Umstufungen (12 Monate):

Anlass

Umsatz für das dritte Quartal 2021

Einschätzung

Im dritten Quartal (Q3) 2021 stieg der Konzernumsatz weniger stark als erwartet um 14,1% (währungs- und konsolidierungsbereinigt (organisch): +10,3% y/y) auf 2,48 (Vj.: 2,17; unsere Prognose: 4,08; Marktkonsens: 3,36) Mrd. Euro. Die Umsatzzahlen sind dabei erstmals ohne das Musikgeschäft (Universal Music Group (UMG)), welches im September an die Börse gegangen war (siehe hierzu unsere Kommentierung vom 22.09.). Ohne UMG ist nun Canal+ das mit Abstand größte Segment von Vivendi. Hier stiegen die Erlöse in Q3 erneut um 6,3% y/y auf 1,47 Mrd. Euro. Aber auch das zweitgrößte Segment Havas (+21,8% y/y auf 590 Mio. Euro) konnte signifikante Wachstumsimpulse setzen. Einen Ausblick für das noch laufende Geschäftsjahr gibt Vivendi nach wie vor nicht. Wir haben unsere EpS-Prognosen (nun ohne UMG) deutlich reduziert (2021e: 0,40 (alt: 1,10) Euro (berichtet) bzw. 0,72 (alt: 1,23) Euro (bereinigt); 2022e: 0,47 (alt: 1,34) Euro (berichtet) bzw. 0,58 (alt: 1,47) Euro (bereinigt)). Ebenso haben wir auch unsere Dividendenprognosen signifikant gesenkt (DpS 2021e: 0,30 (alt: 0,65) Euro; DpS 2022e: 0,50 (alt: 0,67) Euro). In Erwartung eines positiven Gesamtertrags (12 Monate; unsere Dividendenerwartung: 0,30 Euro je Aktie) von <10% votieren wir weiterhin mit Halten für die Vivendi-Aktie (Kursziel: 11,50 (alt: 10,50) Euro (Discounted-Cashflow-Modell; optimistischere langfristige Annahmen)).

Markus Jost (Analyst)

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none">- führende Position von Vivendi in den jeweiligen Marktsegmenten des Medien- und Telekommunikationsmarktes- eher defensiver Charakter des Geschäftsmodells- solide Bilanzstruktur	<ul style="list-style-type: none">- kaum Synergien zwischen den einzelnen Bereichen- anhaltende operative Schwäche bei der Canal+ Group auf dem Heimatmarkt
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none">- Vivendi profitiert vom Wachstum des Videospielemarktes- Effizienzsteigerungsmaßnahmen- Restrukturierungsprogramm für französische Pay-TV-Aktivitäten	<ul style="list-style-type: none">- Auswirkungen der Corona-Pandemie- mögliche Abschwächung des Werbemarkts- Währungsbelastungen- steigende Kosten für Sportrechte

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 abgezinsten Unternehmenserfolge, d.h. des Barwertes der zukünftigen Nettoausschüttungen des Emittenten, darstellt. Der Ertragswert wird somit durch die erwarteten künftigen Unternehmenserfolge und durch den angewandten Kapitalisierungszinsfuß bestimmt. In der Peer-Group-Analyse werden an der Börse notierte Emittenten durch den Vergleich von Verhältniskennzahlen (z.B. Kurs-/Gewinnverhältnis, Kurs-/Buchwert-Verhältnis, Enterprise Value/Umsatz, Enterprise Value/EBITDA, Enterprise Value/EBIT) bewertet. Die Vergleichbarkeit der Verhältniskennzahlen wird in erster Linie durch die Geschäftstätigkeit und die wirtschaftlichen Aussichten bestimmt. Bei der Einstufung von Anlageempfehlungen stellen die Analysten (gültig ab 01.07.2020) auf den von ihnen erwarteten Gesamtertrag (Kursentwicklung zzgl. Dividendenzahlung(en)) des bewerteten Finanzinstruments des folgenden 12-Monatszeitraums ab. Dabei bedeutet die Einstufung "Kaufen", dass ein Gesamtertrag von mindestens 10% erwartet wird. Die Einstufung "Halten" bedeutet, dass ein Gesamtertrag von 0% bis 10% erwartet wird. Die Einstufung "Verkaufen" bedeutet, dass ein negativer Gesamtertrag erwartet wird.

Weitere Informationen zu den geschützten Bewertungsmodellen finden sich auf der Homepage der NATIONAL-BANK AG unter

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

sowie eine Übersicht der Empfehlungen unter

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

Sensitivität der Bewertungsparameter

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

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

Zeitliche Bedingungen vorgesehener Aktualisierungen:

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

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

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

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