

Marktdaten im Überblick	2
Unternehmenskommentare	3
Alphabet A	3
Banco Santander	5
Beiersdorf	7
CECONOMY St	13
GlaxoSmithKline	14
Linde plc	16
RELX	22
Sanofi	23
Schneider Electric	25
Stellantis	27
Volkswagen Vz	29
Rechtliche Hinweise	35



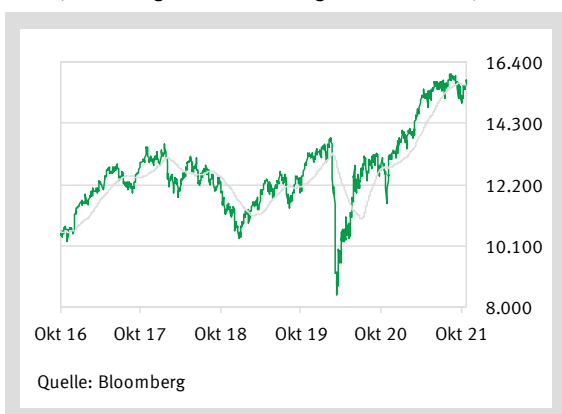
Marktdaten im Überblick

	28.10.2021	27.10.2021	Änderung
Deutschland			
DAX	15.696	15.706	-0,1%
MDAX	35.012	35.011	0,0%
TecDAX	3.837	3.814	0,6%
Bund-Future	169,06	169,54	-0,3%
10J Bund in %	-0,1360	-0,1780	0,0420 PP
3M Zins in %	-0,8330	-0,8380	0,0050 PP
Europa			
Euro Stoxx 50	4.234	4.221	0,3%
FTSE 100	7.249	7.253	-0,1%
SMI	12.153	12.087	0,5%
Welt			
DOW JONES	35.730	35.491	0,7%
S&P 500	4.596	4.552	1,0%
NASDAQ COMPOSITE	15.448	15.236	1,4%
NIKKEI 225	28.820	29.098	-1,0%
TOPIX	2.000	2.014	-0,7%
Rohstoffe / Devisen			
EUR in USD	1,1681	1,1603	0,7%
Gold (USD je Feinunze)	1.803,50	1.795,25	0,5%
Brent-Öl (USD je Barrel)	84,32	84,58	-0,3%

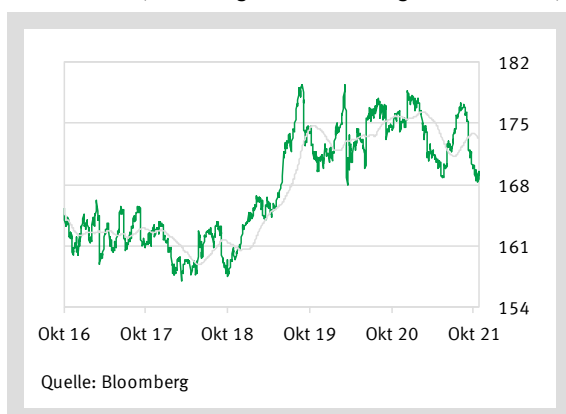
Quelle: Bloomberg

PP: Prozentpunkte

DAX (Kurs und gleitender 90 Tage-Durchschnitt)



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



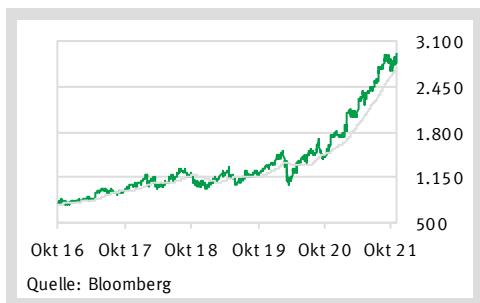
Unternehmenskommentare

Alphabet A

Kaufen (Kaufen)

Kurs am 28. 10. 21 um 21:59h	2.916,98 USD
Erstellung abgeschlossen	29.10.2021/ 11:30h
Erstmals weitergegeben	29.10.2021/ 12:30h
Kursziel	3.300,00 USD
Marktkapitalisierung	877,46 Mrd. USD
Branche	Technologie
Land	USA
WKN	A14Y6F
Reuters	GOOGL.O

Kennzahlen	12/20	12/21e	12/22e
Ergebnis je Aktie (USD)	58,61	107,94	114,33
Kurs/Gewinn	25,2	27,0	25,5
Dividende je Aktie (USD)	0,00	0,00	0,00
Div.-Rendite	0,0%	0,0%	0,0%
Kurs/Umsatz	5,6	7,6	6,6
Kurs/Op. Ergebnis	24,6	25,2	22,1
Kurs/Cashflow	15,6	23,8	21,2
Kurs/Buchwert	4,6	7,7	6,5



Performance	3 M	6 M	12 M
Absolut	7,4%	21,9%	87,4%
Relativ z. NASDAQ 100	2,6%	9,0%	48,4%

Erstempfehlung 03.04.2014

Historie der Umstufungen (12 Monate):

Anlass

Zahlen für das dritte Quartal 2021

Einschätzung

Alphabet hat auch im dritten Quartal (Q3) 2021 erheblich von der infolge der Corona-Pandemie signifikant zugenommenen Nutzung des Internets profitiert. Ebenso wurden die Erwartungen wieder sowohl umsatz- als auch ergebnisseitig übertroffen. So stieg der Umsatz erneut deutlich um 41,0% auf 65,12 (Vj.: 46,17; unsere Prognose: 60,02) Mrd. USD. Die wesentlichen Bereiche (Werberlöse und Cloud-Geschäft) konnten dabei in ähnlicher Größenordnung die Wachstumsimpulse setzen. Auch ergebnisseitig konnten die Erwartungen deutlich übertroffen werden (bspw. Nettoergebnis: +68,4% auf 18,94 (Vj.: 11,25; unsere Prognose: 13,78; Marktkonsens: 15,90) Mrd. USD). Einen Ausblick für das laufende Geschäftsjahr gibt Alphabet wie üblich nicht. Wir haben unsere Prognosen für 2021e (u.a. EpS: 107,94 (alt: 98,22) USD) und für 2022e (EpS: 114,33 (alt: 103,98) USD) erneut angehoben. In Erwartung eines Gesamtertrags (12 Monate; unsere Dividendenenerwartung: 0,00 USD je Aktie) von >10% votieren wir weiterhin mit Kaufen für die Alphabet A-Aktie (Kursziel: 3.300,00 (alt: 3.100,00) USD (Discounted-Cashflow-Modell; Prognoseanhebungen für 2021 und 2022)), die zuletzt ein Allzeithoch bei 2.973 USD erreichen konnte, womit die Marktkapitalisierung (bezogen auf alle drei Aktiegattungen) mittlerweile bei fast 2 Bill. USD liegt.

Markus Jost (Analyst)

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> - hoher Bekanntheitsgrad der Marke Google - weltweit führende Suchmaschine - hohe Innovationskraft - Open Source-Strategie (Android) führt zu hohem Verbreitungsgrad der Alphabet-Dienste - stetig steigende liquide Mittel - stetig stark wachsendes Kerngeschäft 	<ul style="list-style-type: none"> - Abhängigkeit vom konjunktursensiblen werbebasierten Anzeigengeschäft - Werbeeinnahmen vor allem mit der Suchmaschine nach wie vor dominierende Umsatz- und Gewinnquelle - geringe Transparenz, was die Profitabilität der Aktivitäten außerhalb des Werbegeschäfts angeht
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> - Die Tochter für autonomes Fahren, Waymo, könnte mit zukünftigen Milliardenumsätzen und -gewinnen die Abhängigkeit von der Onlinewerbung endlich signifikant verringern - weitere Akquisitionen, um das Engagement in aussichtsreichen Märkten auszubauen (bspw. Übernahmen im Bereich Robotik, Künstliche Intelligenz, E-Health) - weltweites Wachstum der Internetnutzung und Zunahme der Bedeutung des Internets („Internet der Dinge“) - Zukunftstechnologien wie z.B. mobiles Bezahlen, Robotik, E-Health, Heimvernetzung, Künstliche Intelligenz bzw. Sprachsteuerung und das selbstfahrende Auto bieten langfristig hohe Wachstumspotenziale - verstärkte Kostendisziplin - zunehmende Bedeutung des Hardware-Geschäfts bzw. Strategie Software und Hardware aus einer Hand - Aufholpotenzial zu Amazon Web Services und Microsoft im Cloud-Geschäft 	<ul style="list-style-type: none"> - Wertverluste der Beteiligungen von Alphabet können auf Grund der neuen Rechnungslegungsvorschrift zu Milliardenbelastungen führen - nachhaltiger Imageschaden durch Skandale z.B. wegen laxen Umgangs mit Datenschutz, sexuelle Belästigung, Diskriminierung etc. - zunehmende Unzufriedenheit innerhalb der eigenen Belegschaft - Konzerne wie Alphabet, deren Geschäftsmodell hauptsächlich auf das Sammeln und Monetarisieren von Nutzerdaten beruht, geraten in der Gesellschaft zunehmend in Verruf - Verlust von Werbebudgets und Marktmacht an Facebook und Amazon - Gefahr durch Datenschützer bzw. Zensur und durch Maßnahmen zur Beschränkung der Marktmacht von Alphabet bzw. Google (insbesondere durch die EU-Kommission) - Strafzahlungen in Milliardenhöhe durch die EU-Kommission (insgesamt bereits 8,25 Mrd. USD verhängt). Schwerer als die Strafzahlungen wiegen allerdings Eingriffe in das Geschäftsmodell von Alphabet

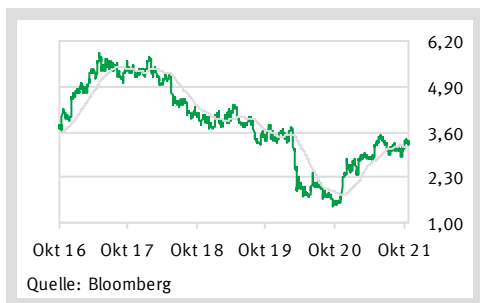
Quelle: NATIONAL-BANK AG

Banco Santander

Kaufen (Kaufen)

Kurs am 28.10.21 um 17:35h	3,28 EUR
Erstellung abgeschlossen	29.10.2021/ 11:30h
Erstmals weitergegeben	29.10.2021/ 12:30h
Kursziel	4,00 EUR
Marktkapitalisierung	56,89 Mrd. EUR
Branche	Banken
Land	Spanien
WKN	858872
Reuters	SAN.MC

Kennzahlen	12/20	12/21e	12/22e
Ergebnis je Aktie (EUR)	-0,54	0,41	0,45
Kurs/Gewinn	neg.	8,0	7,2
Dividende je Aktie (EUR)	0,03	0,16	0,20
Div.-Rendite	1,1%	4,9%	6,1%
Kurs/Umsatz	1,0	1,3	1,2
Kurs/Op. Ergebnis	neg.	4,2	3,9
Cost/Income	47,7%	46,5%	46,0%
Kurs/Buchwert	0,5	0,6	0,6



Performance	3 M	6 M	12 M
Absolut	4,5%	3,5%	107,9%
Relativ z. Euro Stoxx 50	1,7%	-2,5%	64,9%

Erstempfehlung 05.05.2014

Historie der Umstufungen (12 Monate):

30.07.2021 Von Halten auf Kaufen

Anlass

Zahlen für das dritte Quartal 2021

Einschätzung

Das Zahlenwerk des dritten Quartals (Q3) 2021 fiel besser als erwartet aus. Grund dafür waren eine besser als erwartete Ertragsstruktur sowie eine niedriger als erwartete Kreditrisikovorsorge. Die Bilanzkennzahlen (per 30.09.2021) lagen u.E. auf einem soliden Niveau. Im Rahmen der Zahlenveröffentlichung hat die Bank keine Änderungen an der im letzten Quartal angepassten Guidance für das laufende Jahr oder an der Mittelfrist-Guidance vorgenommen. Bei Betrachtung der ersten neun Monate wird deutlich, dass sich ergebnisseitig alle Regionen teilweise deutlich erholen konnten, wobei sich Nordamerika und Europa als besonders stark erwiesen. Auf Segmentsicht ist ebenfalls eine teilweise deutliche Ergebnisverbesserung in allen Bereichen (Ausnahme: PagoNxt verzeichnete stärkere Verluste als im Vorjahr) zu sehen. Hier konnte besonders das Retail Banking eine deutliche Ergebnisverbesserung aufweisen. Wir lassen unsere Prognosen (EpS 2021e: 0,41 Euro; DpS 2021e: 0,16 Euro; EpS 2022e: 0,45 Euro; DpS 2022e: 0,20 Euro) unverändert. Bei einem von uns erwarteten Gesamtertrag (12 Monate) von >10% lautet unser Votum für die Banco Santander-Aktie weiterhin Kaufen (Kursziel: unverändert 4,00 Euro (mod. Gordon-Growth-Modell)).

Jan Lennertz (Analyst)

SWOT-Analyse

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

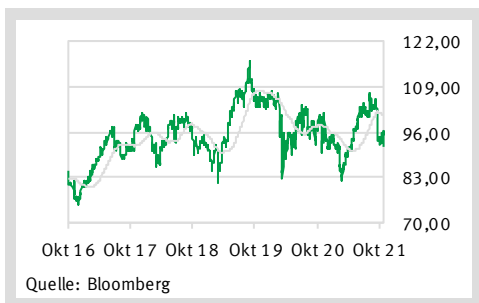
Quelle: NATIONAL-BANK AG

Beiersdorf

Halten (Halten)

Kurs am 28.10.21 um 17:35h	91,90 EUR
Erstellung abgeschlossen	29.10.2021/ 11:30h
Erstmals weitergegeben	29.10.2021/ 12:30h
Kursziel	100,00 EUR
Marktkapitalisierung	23,16 Mrd. EUR
Branche	Körperpflege / Drogerie / Lebensmittelhandel
Land	Deutschland
WKN	520000
Reuters	BEIG.DE

Kennzahlen	12/20	12/21e	12/22e
Ergebnis je Aktie (EUR)	2,47	2,95	3,19
Kurs/Gewinn	39,4	31,2	28,8
Dividende je Aktie (EUR)	0,70	0,70	0,70
Div.-Rendite	0,7%	0,8%	0,8%
Kurs/Umsatz	3,1	3,1	2,9
Kurs/Op. Ergebnis	26,7	24,4	22,1
Kurs/Cashflow	22,4	29,0	26,2
Kurs/Buchwert	3,5	3,1	2,8



Performance	3 M	6 M	12 M
Absolut	-8,9%	-1,9%	1,4%
Relativ z. DAX40	-9,2%	-4,1%	-30,8%

Erstempfehlung 17.02.2009

Historie der Umstufungen (12 Monate):

Anlass

Umsatzzahlen für das dritte Quartal 2021

Einschätzung

Die Umsatzzahlen für das dritte Quartal (Q3) 2021 fielen durchwachsen aus. Während sie auf berichteter Basis (+5,2% y/y auf 1.885 Mio. Euro) im Rahmen unserer Erwartung sowie des Marktkonsens lagen, fielen sie auf organischer Basis (+4,3% y/y) schwächer (unsere Prognose: +4,7% y/y; Marktkonsens: +4,5%) als erwartet aus. Negativ werten wir v.a. die sehr verhaltene Entwicklung (organisch) bei der Kernmarke NIVEA (+2,6% y/y) sowie der Luxusmarke LA PRAIRIE (+2,0% y/y). Der Ausblick für 2021 wurde beim Umsatz angehoben (organisches Umsatzwachstum von 8% bis 10% y/y (zuvor: Anstieg im höheren einstelligen Prozentbereich; 9M 2021: +12,0% y/y) und bei der bereinigten EBIT-Marge (auf dem Vorjahresniveau (12,9%)) bestätigt. Wir halten ihn für erreichbar. Der erstmals veröffentlichte Ausblick für 2022 (u.a. leichter Anstieg der bereinigten EBIT-Marge) fällt schwächer als von uns erwartet aus. Der u.E. verhaltenen Guidance für 2021 und 2022 stehen u.a. eine komfortable Bilanzstruktur (hohe Nettoliquidität) sowie eine herausragende Marktposition von NIVEA gegenüber. Wir senken unsere Prognosen für 2021e (u.a. EpS berichtet: 2,95 (alt: 3,04) Euro; EpS bereinigt: 3,04 (alt: 3,13) Euro) und 2022e (u.a. EpS berichtet/bereinigt: 3,19 (alt: 3,34) Euro). Auf Basis unseres DCF-Modells haben wir ein neues Kursziel von 100,00 (alt: 110,00) Euro (gesenkte Prognosen 2021ff, höheres Beta) für die Beiersdorf-Aktie ermittelt und votieren bei einem positiven Gesamtertrag (12 Monate) von unter 10% weiterhin mit Halten.

Lars Lusebrink (Analyst)

Highlights

- Die Q3-Umsatzzahlen lagen auf berichteter Basis mit Rahmen der Erwartungen, blieben auf organischer Basis jedoch hinter unserer Erwartung sowie dem Marktkonsens zurück.
- Den Ausblick für 2021 hat Beiersdorf beim Umsatz angehoben (organisches Umsatzwachstum von 8% bis 10% y/y (zuvor: im höheren einstelligen Prozentbereich; 9M 2021: +12,0% y/y) und bei der bereinigten EBIT-Marge (auf dem Vorjahresniveau (12,9%); erstes Halbjahr (H1) 2021: 15,4%) bestätigt.
- Die Beiersdorf-Aktie steigt heute (29.10.) in den DAX40 (zuvor: MDAX) auf.

Geschäftsentwicklung

Beiersdorf steigerte in Q3 2021 den Umsatz um 5,2% auf 1.885 (Vj.: 1.792; unsere Prognose: 1.887; Marktkonsens: 1.881) Mio. Euro und erreichte damit das Vorkrisenniveau (Q3 2019: 1.888 Mio. Euro). Auf organischer Basis ergab sich ein Zuwachs von 4,3% (Q2 2021: +28,3%; unsere Prognose: +4,7%; Marktkonsens: +4,5%) y/y. Der Umsatz des Segments Consumer erhöhte sich um 5,0% auf 1.505 (Vj.: 1.433) Mio. Euro (organisch: +4,1% y/y; Marktkonsens: +4,9% y/y), blieb damit aber um 2,1% hinter dem Vorkrisenniveau (Q3 2019: 1.537 Mio. Euro) zurück. Das Segment profitierte dabei von einem starken Wachstum (organisch) der Derma-Marken (Eucerin und Aquaphor; +18,2% y/y) sowie des Bereichs Healthcare (im Wesentlichen das Pflastergeschäft; +10,4% y/y), während die Kernmarke NIVEA (+2,6% y/y) sowie die Marke LA PRAIRIE (+2,0% y/y) nur leichte Zuwächse (organisch) erreichten. tesa verzeichnete einen Umsatzanstieg von 5,8% auf 380 (Vj.: 359) Mio. Euro (organisch: +4,6% y/y; Marktkonsens: +7,8% y/y) und übertraf das Vorkrisenniveau (Q3 2019: 351 Mio. Euro) signifikant um 8,3%. Regional betrachtet sorgte Amerika (berichtet: +12,5% y/y auf 377 Mio. Euro) für die größten Wachstumsimpulse.

Beiersdorf	Umsatz (in Mio. EUR)			Umsatz (in Mio. EUR)		
	Q3 2020	Q3 2021	Veränderung gg. Vj.	9M 2020	9M 2021	Veränderung gg. Vj.
Consumer	1.433	1.505	5,0%	4.267	4.606	7,9%
tesa	359	380	5,8%	974	1.153	18,4%
Konzern	1.792	1.885	5,2%	5.241	5.759	9,9%
Europa	877	903	3,0%	2.601	2.788	7,2%
Amerika	335	377	12,5%	1.016	1.153	13,5%
Afrika/Asien/Australien	580	605	4,3%	1.624	1.818	11,9%

Quelle: Beiersdorf, NATIONAL-BANK AG

In den ersten neun Monaten (9M) 2021 stieg der Konzernumsatz um 9,9% auf 5,76 (Vj.: 5,24) Mrd. Euro (organisch: +12,0% y/y) und übertraf damit das Vorkrisenniveau (9M 2019: 5,73) Mrd. Euro leicht um 0,6%. Das Segment Consumer steigerte den Umsatz um 8,0% auf 4,61 (Vj.: 4,27) Mrd. Euro (organisch: +10,4% y/y). tesa erzielte einen deutlichen Umsatzzuwachs von 18,4% auf 1.153 (Vj.: 974) Mio. Euro (organisch: +19,4% y/y), wozu alle Regionen und Geschäftsbereiche beitrugen.

Perspektiven

Den Ausblick für 2021 hat Beiersdorf beim Umsatz angehoben (organisches Umsatzwachstum von 8% bis 10% y/y (zuvor: Anstieg im höheren einstelligen Prozentbereich; 9M 2021: +12,0% y/y)) und bei der bereinigten EBIT-Marge (auf dem Vorjahresniveau (12,9%); erstes Halbjahr (H1) 2021: 15,4%) bestätigt. Für den Bereich Consumer geht Beiersdorf nun von einem Umsatzwachstum (organisch) von 7% bis 9% y/y (zuvor: Anstieg im höheren einstelligen Prozentbereich) aus und erwartet die bereinigte EBIT-Marge auf Grund steigender Materialpreise und zunehmender Investitionen in Märkte, Digitalisierung und Nachhaltigkeit weiterhin auf dem Vorjahresniveau (12,3%; H1 2021: 14,1%). Der Ausblick für tesa (organisches Umsatzwachstum von 11% bis 13% (zuvor: Anstieg im höheren einstelligen Prozentbereich); 9M 2021: +19,4%); bereinigte EBIT-Marge über dem Vorjahresniveau (zuvor: auf dem Vorjahresniveau (15,4%; H1 2021: 20,5%)) wurde durchweg angehoben. Wir halten den Ausblick für erreichbar. Im erstmals veröffentlichten (unpräzisen) Ausblick für 2022 stellt Beiersdorf für die beiden Segmente Consumer und tesa jeweils ein organisches Umsatzwachstum und auf Konzernebene einen leichten Anstieg der bereinigten EBIT-Marge (unsere bisherige Prognose: +0,4 Prozentpunkte (PP) gg. 2021e auf 13,5%) in Aussicht. Im Segment Consumer soll das Wachstum durch Innovation, die Erholung im Reisemarkt und bei Sonnenpflege-Produkten getrieben werden. Zudem kündigte CEO Warnery in der Telefonkonferenz (28.10.) einen „Relaunch“ der Kernmarke NIVEA (u.a. neue Verpackung, eigener Verkaufskanal) an, um deren Wachstum zu beschleunigen und verlorene Marktanteile zurückzugewinnen. Für tesa erwartet das Unternehmen im Klebstoffbereich v.a. Wachstumsimpulse durch die Nachfrage aus der Elektronikindustrie und eine Erholung der Automobilbranche. Beim bereinigten Konzern-EBIT sollen die zu erwartenden Kostensteigerungen bei Rohstoffen über den Preis, den Produktmix und Effizienzgewinne kompensiert werden.

Beiersdorf verfügt u.E. über eine komfortable Bilanzstruktur (liquide Mittel zum 30.06.2021: 1,01 Mrd. Euro; Nettoliquidität (Unternehmensdefinition: 4,71 Mrd. Euro) und damit noch über genügend Möglichkeiten für gezielte Zukäufe neuer (auch größerer) Marken im Hautpflegebereich.

Wir senken unsere Prognosen für 2021e (u.a. EpS berichtet: 2,95 (alt: 3,04) Euro; EpS bereinigt: 3,04 (alt: 3,13) Euro) und 2022e (u.a. EpS berichtet/bereinigt: 3,19 (alt: 3,34) Euro). Auf Basis unseres DCF-Modells haben wir ein neues Kursziel von 100,00 (alt: 110,00) Euro (gesenkte Prognosen 2021ff, höheres Beta) für die Beiersdorf-Aktie ermittelt. Zusammen mit unserer Dividendenerwartung (0,70 Euro je Aktie) ergibt sich ein positiver Gesamtertrag (12 Monate) von unter 10%. Wir bestätigen daher unser Halten-Votum für die Beiersdorf-Aktie.

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> - NIVEA als eine der weltweit führenden Kosmetikmarken - sehr solide Bilanzstruktur (Eigenkapitalquote von deutlich über 50%; hohe Nettoliquidität) - hohe Innovationsfähigkeit (u.a. NIVEA In-Shower Body Lotion) - Ankeraktionär (maxingvest AG mit über 50%-Beteiligung) - tesa ist technologisch führend 	<ul style="list-style-type: none"> - niedrigere Margen als die Konkurrenten - hohe Abhängigkeit von der Marke NIVEA - sehr konservative Dividendenpolitik - relativ hohe Bewertung - relativ häufige Wechsel im Management
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> - weitere Übernahmen im Kosmetikbereich (stärkere Internationalisierung) - Reorganisation der Produktions- und Lieferketten - Ausbau der Digitalisierung - Aufbau von Produktionslinien in den Schwellenländern - progressivere Akquisitionspolitik (u.a. Übernahme der Sonnenschutz-Marke Coppertone) - deutliche Verbesserung der Profitabilität durch erfolgreiche Umsetzung des Strategieprogramms „C.A.R.E.+“ 	<ul style="list-style-type: none"> - hohe F&E- und Marketingkosten - zunehmende Konkurrenz durch Handelsmarken - Konsolidierung im Einzelhandelssektor - negative Währungseffekte - nur langsame Erholung des weltweiten Hautpflege-marktes

Quelle: NATIONAL-BANK AG

Beiersdorf: Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. EUR (außer Ergebnis je Aktie und Dividende je Aktie)	2018	2019	2020	2021e	2022e
Umsatz	7.233	7.653	7.025	7.587	7.997
Bruttoergebnis	4.158	4.432	4.041	4.423	4.678
EBITDA	1.262	1.271	1.085	1.123	1.231
Abschreibungen	-165	-239	-257	-175	-184
EBIT	1.097	1.032	828	949	1.048
Finanzergebnis	-49	5	-7	-28	-11
EBT	1.048	1.037	821	921	1.037
Steuern	-303	-301	-244	-235	-295
Ergebnis nach Steuern	745	736	577	686	741
Minderheitenanteile	-17	-18	-17	-17	-17
Nettoergebnis	728	718	560	669	724
Anzahl Aktien (Mio. St.)	227	227	227	227	227
Ergebnis je Aktie	3,21	3,17	2,47	2,95	3,19
Dividende je Aktie	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70
in % vom Umsatz					
Umsatz	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Bruttoergebnis	57,5%	57,9%	57,5%	58,3%	58,5%
EBITDA	17,4%	16,6%	15,4%	14,8%	15,4%
Abschreibungen	2,3%	3,1%	3,7%	2,3%	2,3%
EBIT	15,2%	13,5%	11,8%	12,5%	13,1%
EBT	14,5%	13,6%	11,7%	12,1%	13,0%
Steuern	4,2%	3,9%	3,5%	3,1%	3,7%
Ergebnis nach Steuern	10,3%	9,6%	8,2%	9,0%	9,3%
Nettoergebnis	10,1%	9,4%	8,0%	8,8%	9,1%

Quelle: Beiersdorf, NATIONAL-BANK AG

Beiersdorf: Bilanz- und Kapitalflussdaten

in Mio. EUR	2018	2019	2020	2021e	2022e
Bilanzsumme	8.871	10.054	10.205	10.853	11.536
Anlagevermögen	4.301	5.308	5.929	6.154	6.471
Geschäfts- und Firmenwert	119	119	119	119	119
Vorräte	986	1.012	1.001	979	1.032
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	1.394	1.442	1.244	1.442	1.519
Liquide Mittel	919	1.145	1.005	1.149	1.273
Eigenkapital	5.647	6.093	6.263	6.790	7.373
Verzinsliches Fremdkapital	83	531	446	431	416
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	1.554	1.660	1.642	1.745	1.807
Summe Fremdkapital	3.224	3.961	3.942	4.063	4.163
Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit	868	985	984	718	797
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-635	-750	-731	-400	-500
Free Cashflow	233	235	253	318	297
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	-210	-21	-317	-174	-173
Summe der Cashflows	23	214	-64	144	123

Quelle: Beiersdorf, NATIONAL-BANK AG

Beiersdorf: Wichtige Kennzahlen

	2018	2019	2020	2021e	2022e
EV / Umsatz	2,9	2,9	3,1	3,0	2,8
EV / EBITDA	16,4	17,5	19,8	20,2	18,4
EV / EBIT	18,9	21,5	26,0	23,9	21,6
KGV	29,6	31,8	39,4	31,2	28,8
KBV	3,8	3,7	3,5	3,1	2,8
KCV	24,8	23,2	22,4	29,0	26,2
KUV	3,0	3,0	3,1	3,1	2,9
Dividendenrendite	0,7%	0,7%	0,7%	0,8%	0,8%
Eigenkapitalrendite (ROE)	12,9%	11,8%	8,9%	9,9%	9,8%
ROCE	21,4%	16,9%	12,7%	13,9%	14,5%
ROI	8,2%	7,1%	5,5%	6,2%	6,3%
Eigenkapitalquote	63,7%	60,6%	61,4%	62,6%	63,9%
Anlagendeckungsgrad	131,3%	114,8%	105,6%	110,3%	113,9%
Anlagenintensität	48,5%	52,8%	58,1%	56,7%	56,1%
Vorräte / Umsatz	13,6%	13,2%	14,2%	12,9%	12,9%
Forderungen / Umsatz	19,3%	18,8%	17,7%	19,0%	19,0%
Working Capital-Quote	11,4%	10,4%	8,6%	8,9%	9,3%
Nettofinanzverschuldung (in Mio. EUR)	-836	-614	-559	-719	-857
Nettofinanzverschuldung / EBITDA	-0,7	-0,5	-0,5	-0,6	-0,7
Capex / Umsatz	6,4%	10,0%	4,0%	5,3%	6,3%
Capex / Abschreibungen	280,6%	320,1%	108,9%	229,2%	271,9%
Free Cashflow / Umsatz	3,2%	3,1%	3,6%	4,2%	3,7%
Free Cash Flow / Aktie (EUR)	1,03	1,04	1,12	1,40	1,31
Nettofinanzverschuldung / Aktie (EUR)	-3,69	-2,71	-2,46	-3,17	-3,78
Cash / Aktie (EUR)	4,05	5,05	4,43	5,07	5,61
Buchwert / Aktie (EUR)	24,90	26,86	27,61	29,94	32,50

Quelle: Beiersdorf, NATIONAL-BANK AG

CECONOMY St

Halten (Halten)

Kurs am 28.10.21 um 17:35h	4,20 EUR
Erstellung abgeschlossen	29.10.2021/ 11:30h
Erstmals weitergegeben	29.10.2021/ 12:30h
Kursziel	4,40 EUR
Marktkapitalisierung	1,50 Mrd. EUR
Branche	Einzelhandel
Land	Deutschland
WKN	725750
Reuters	CECG.DE

Kennzahlen	09/20	09/21e	09/22e
Ergebnis je Aktie (EUR)	-0,65	0,43	0,63
Kurs/Gewinn	neg.	9,8	6,7
Dividende je Aktie (EUR)	0,00	0,00	0,00
Div.-Rendite	0,0%	0,0%	0,0%
Kurs/Umsatz	0,1	0,1	0,1
Kurs/Op. Ergebnis	neg.	5,6	3,9
Kurs/Cashflow	1,2	1,0	1,2
Kurs/Buchwert	2,5	2,1	1,6



Performance	3M	6M	12M
Absolut	2,6%	-14,5%	11,7%
Relativ z. SDAX	-1,0%	-18,9%	-34,8%

Erstempfehlung 12.01.2010**Historie der Umstufungen (12 Monate):****Anlass**

Eckdaten für das vierte Quartal 2020/21

Einschätzung

CECONOMY verzeichnete im vierten Quartal (Q4) 2020/21 (30.09.) einen Umsatzrückgang von 2,0% (Q3 2020/21: +7,3% y/y; Q2 2020/21: -6,7% y/y; Q1 2020/21: +9,4% y/y) auf 5,17 (Vj.: 5,27) und übertraf damit unsere Prognose (4,89 Mrd. Euro). Auf währungs- und portfoliobereinigter Basis (wpb.) kam es zu einem Rückgang um 1,0% y/y und flächenbereinigt von -1,2% y/y. Ursächlich dafür war insbesondere das Segment DACH (Deutschland, Österreich, Schweiz, Ungarn) mit einem Umsatzrückgang von 3,3% auf 2,92 (Vj.: 3,02) Mrd. Euro (wpb.: -3,3% y/y), bedingt durch eine rückläufige Topline-Entwicklung in Deutschland. Daneben war auch der Umsatz in Spanien rückläufig, während Italien einen Umsatzanstieg erzielen konnte. Einen noch stärkeren Umsatzrückgang (wpb.) auf Konzernebene verhinderte der deutliche Anstieg der Online-Umsätze (wpb.: +24,7% y/y). Das bereinigte EBIT lag nach Unternehmensangaben leicht über dem Vorjahr (123 Mio. Euro; unsere Prognose: 129 Mio. Euro). Im Geschäftsjahr 2020/21 (30.09.) legte der Konzernumsatz um 2,5% auf 21,36 (Vj.: 20,83) Mrd. Euro (wpb.: +3,8% y/y; Guidance: leichter bis moderater Anstieg) zu und das bereinigte EBIT erreichte das Vorjahresniveau (236 Mio. Euro; Guidance: 210 bis 250 Mio. Euro). Wir passen unsere Prognosen (u.a. EpS 2020/21e: 0,43 (alt: 0,44) Euro; EpS 2021/22e: 0,63 (alt: 0,62) Euro) leicht an. Den Fortschritten bei den Kosteneinsparungen und dem deutlichen Ausbau des Online-Geschäfts stehen u.E. (noch) strategische Defizite (u.a. Umbau der Märkte; Anpassung des Filialportfolios) sowie Verzögerungen bei der Komplettübernahme der Media-Saturn-Holding gegenüber. Bei einem von uns erwarteten positiven Gesamtertrag (12 Monate) von unter 10% lautet unser Votum für die CECONOMY-Stammaktie weiterhin Halten (Kursziel: 4,40 (alt: 4,30) Euro; DCF-Modell; angepasste Prognosen, aktualisierter Bewertungszeitraum).

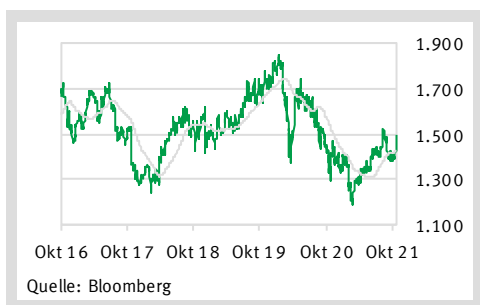
Lars Lusebrink (Analyst)

GlaxoSmithKline

Halten (Halten)

Kurs am 28.10.21 um 17:39h	1.499,00 GBp
Erstellung abgeschlossen	29.10.2021/ 11:30h
Erstmals weitergegeben	29.10.2021/ 12:30h
Kursziel	1.540,00 GBp
Marktkapitalisierung	74,35 Mrd. GBP
Branche	Gesundheit
Land	Großbritannien
WKN	940561
Reuters	GSK.L

Kennzahlen	12/20	12/21e	12/22e
Ergebnis je Aktie (GBp)	115,50	85,60	87,80
Kurs/Gewinn	13,5	17,5	17,1
Dividende je Aktie (GBp)	80,00	80,00	80,00
Div.-Rendite	5,1%	5,3%	5,3%
Kurs/Umsatz	2,2	2,2	2,1
Kurs/Op. Ergebnis	9,6	10,9	10,6
Kurs/Cashflow	12,3	12,5	11,1
Kurs/Buchwert	3,7	3,4	3,3



Performance	3 M	6 M	12 M
Absolut	6,6%	12,7%	14,9%
Relativ z. Stoxx Europe 50	3,6%	4,2%	-21,1%

Erstempfehlung 28.11.2012

Historie der Umstufungen (12 Monate):

Anlass

Zahlen für das dritte Quartal 2021

Einschätzung

Das Zahlenwerk für das dritte Quartal (Q3) 2021 lag umsatzseitig im Rahmen unserer Prognose und moderat über dem Marktkonsens. Ergebnisseitig wurden die Erwartungen hingegen deutlich übertroffen. Die Erlöse konnten segmentübergreifend und vor allem durch eine höhere Nachfrage nach Spezialmedikamenten sowie Impfstoffen gesteigert werden. Das bereinigte Ergebnis profitierte von unterproportional gestiegenen Herstell- und operativen Kosten. Hingegen wurde das Ergebnis auf berichteter Basis von Wertberichtigungen und niedrigeren Erträgen aus Meilensteinzahlungen belastet. Die Guidance für 2021 wurde konkretisiert und erhöht, sieht aber weiterhin einen Rückgang des bereinigten EpS zu konstanten Wechselkursen vor. Wir werten die für Mitte 2022 von GSK erwartete Abspaltung des Consumer Healthcare-Geschäfts nach wie vor positiv. Wir haben unsere Ergebnisprognosen für die Geschäftsjahre 2021e (u.a. berichtetes EpS: 85,60 (alt: 72,70) GBp; bereinigtes EpS: 108,40 (alt: 102,80) GBp) und 2022e (u.a. berichtetes EpS: 87,80 (alt: 84,40) GBp; bereinigtes EpS: 117,60 (alt: 114,30) GBp) erhöht. In Erwartung eines positiven Gesamtertrags (12 Monate) von <10% lautet unser Votum für die GlaxoSmithKline-Aktie weiterhin Halten (Kursziel: 1.540,00 (alt: 1.490,00) GBp (Discounted-Cashflow-Modell; Prognoseerhöhung, Aktualisierung des Bewertungszeitraums)).

Tobias Gottschalt (Analyst)

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none">- gute regionale Diversifikation- global führende Position bei Impfstoffen- starkes HIV-Geschäft- gute Position bei rezeptfreien Gesundheitsprodukten	<ul style="list-style-type: none">- Umsatzrückgänge bei älteren Produkten- Abhängigkeit von Wechselkurseffekten
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none">- vielversprechende Wachstumsprodukte- Zulassungserfolge- Entstehender Major Player bei Consumer Healthcare (Joint Venture mit Pfizer)- Kosteneinsparungen- Postpandemische Erholung im Pharmasektor	<ul style="list-style-type: none">- wachsender Wettbewerb durch Generika- steigender Kostendruck in den Gesundheitssystemen- Forschungsfehlschläge- Unsicherheiten nach Brexit- Ratingherabstufung

Quelle: NATIONAL-BANK AG

Linde plc

Halten (Halten)

Kurs am 28.10.21 um 17:35h	271,80 EUR
Erstellung abgeschlossen	29.10.2021/ 11:30h
Erstmals weitergegeben	29.10.2021/ 12:30h
Kursziel	274,00 EUR
Marktkapitalisierung	139,62 Mrd. EUR
Branche	Chemie
Land	Irland
WKN	A2DSYC
Reuters	LINI.DE

Kennzahlen	12/20	12/21e	12/22e
Ergebnis je Aktie (USD)	4,71	7,19	8,59
Kurs/Gewinn	46,8	44,2	37,0
Dividende je Aktie (USD)	3,852	4,240	4,640
Div.-Rendite	1,7%	1,3%	1,5%
Kurs/Umsatz	4,3	5,4	5,1
Kurs/Op. Ergebnis	35,2	31,8	26,8
Kurs/Cashflow	15,7	17,2	16,7
Kurs/Buchwert	2,4	3,4	3,2



Performance	3 M	6 M	12 M
Absolut	8,0%	14,7%	44,7%
Relativ z. DAX40	7,6%	12,5%	12,6%

Erstempfehlung 24.01.2019

Historie der Umstufungen (12 Monate):

01.04.2021	Von Kaufen auf Halten
09.02.2021	Von Halten auf Kaufen

Anlass

Zahlen für das dritte Quartal 2021

Einschätzung

Das bereinigte/operative Zahlenwerk für das dritte Quartal (Q3) 2021 (Umsatz, Ergebnis- und Margenverbesserung) lag im Rahmen unserer Erwartungen bzw. fiel besser als von uns erwartet aus (zum Vergleich Marktkonsens: durchweg inline). Zudem wurde die Q3-EpS-Guidance übertroffen. Der freie Cashflow war deutlich positiv und deckte die Ausschüttung an die Aktionäre (Dividende, Aktienrückkäufe) vollständig. Der Ergebnisausblick für das Geschäftsjahr 2021 wurde abermals erhöht (verwässertes, bereinigtes EpS: 10,52 bis 10,62 (bisher: 10,10 bis 10,30; zuvor: 9,60 bis 9,80; ursprünglich: 9,10 bis 9,30; Gj. 2020: 8,23; Gj. 2019: 7,34) USD). Der Markt für Industriegase bietet u.a. nach wie vor langfristiges, strukturelles Wachstum (zusätzliche Impulse durch politische Wasserstoffinitiativen) und ist zudem auf der Anbieterseite stark konzentriert, was der Geschäftsentwicklung des Linde plc-Konzerns u.E. auch zukünftig förderlich sein sollte. Den anstehenden Wechsel an der Konzernspitze (per 01.03.2022) sehen wir nicht als Belastungsfaktor für die Linde plc-Aktie an. Wir haben unsere Prognosen mehrheitlich erhöht (u.a. berichtetes EpS 2021e: 7,19 (alt: 6,79) USD; bereinigtes EpS 2021e: 10,67 (alt: 10,27) USD; DpS 2021e: unverändert 4,240 USD; berichtetes EpS 2022e: 8,59 (alt: 8,16) USD; bereinigtes EpS 2022e: 11,69 (alt: 11,26) USD; DpS 2022e: unverändert 4,64 USD). In Erwartung eines positiven Gesamtertrags (12 Monate) von <10% lautet unser Votum für die Linde plc-Aktie weiterhin Halten (Kursziel: 274,00 (alt: 258,00) Euro (Discounted-Cashflow-Modell; Prognoseerhöhung 2021ff)).

Sven Diermeier (Senior Analyst)

Highlights

- Auf organischer Basis stieg der Umsatz in Q3 2021 um 11% y/y.
- Die bereinigte operative Marge konnte in Q3 2021 um 1,5 Prozentpunkte y/y verbessert werden.
- Der EpS-Ausblick für das Geschäftsjahr 2021 wurde abermals erhöht.
- Der gegenwärtige COO Lamba wird per 01.03.2022 CEO Angel ablösen. Angel wird wiederum an die Spitze des Verwaltungsrats wechseln und damit Reitzle ablösen.

Geschäftsentwicklung

Der Konzernumsatz (US-GAAP) stieg im dritten Quartal (Q3) 2021 um 12% auf 7,67 (Vj.: 6,86; unsere Prognose: 7,25; Marktkonsens: 7,49) Mrd. USD (Q2 2021: +19% y/y; Q1 2021: +7% y/y; Q4 2020: +3% y/y; Q3 2020: -2% y/y; Q2 2020: -11% y/y; Q1 2020: -3% y/y). Auf organischer Basis ergab sich ein Erlösplus von 11% (Q2 2021: +18%; Q1 2021: +5%; Q4 2020: +3%; Q3 2020: -1%; Q2 2020: -5%; Q1 2020: +1%) y/y, was vor allem auf die Absatz- (+8% y/y), aber auch auf die Preisentwicklung (+3% y/y) zurückzuführen ist. Alle drei Gasebereiche zeigten auf organischer Basis ein deutliches Umsatzwachstum (Amerika: +12% (Q2 2021: +21%; Q1 2021: +7%; Q4 2020: +3%; Q3 2020: +/-0%; Q2 2020: -7%; Q1 2020: +4%) y/y; Asien/Pazifik: +11% (Q2 2021: +21%; Q1 2021: +11%; Q4 2020: +8% y/y; Q3 2020: +/-0%; Q2 2020: -8%; Q1 2020: -3%) y/y; Europa, Naher Osten, Afrika: +9% (Q2 2021: +16%; Q1 2021: +4%; Q4 2020: +4%; Q3 2020: -1%; Q2 2020: -6%; Q1 2020: +1%) y/y). Das operative Ergebnis (bereinigt; Konzernebene) kletterte überproportional um 19% auf 1,81 (Vj.: 1,52; unsere Prognose: 1,65; Marktkonsens: 1,81) Mrd. USD (bereinigte operative Marge: 23,6% (Vj.: 22,1%)). Das bereinigte EpS (verwässert) kletterte um 27% auf 2,73 (Vj.: 2,15; unsere Prognose: 2,67; Marktkonsens: 2,66; Guidance: 2,60 bis 2,70) USD. Auf berichteter Basis bezifferte sich das EpS (verwässert) auf 1,88 (Vj.: 1,32; unsere Prognose: 1,80; Marktkonsens: 1,91) USD.

Linde plc	Umsatz* (in Mio. USD)		Veränderung	Umsatz* (in Mio. USD)		Veränderung
	Q3 2020	Q3 2021	gg. Vj.	9M 2020	9M 2021	gg. Vj.
Americas	2.641	3.091	17,0%	7.735	8.951	15,7%
EMEA	1.622	1.911	17,8%	4.703	5.585	18,8%
APAC	1.484	1.564	5,4%	4.115	4.544	10,4%
Engineering	678	601	-11,4%	2.096	1.921	-8,3%
Other	430	501	16,5%	1.322	1.494	13,0%
Konzern	6.855	7.668	11,9%	19.971	22.495	12,6%

Quelle: Linde, NATIONAL-BANK AG

*bereinigt

In den ersten neun Monaten (9M) 2021 legte der Konzernumsatz um 13% y/y zu. Das bereinigte operative Ergebnis kletterte überproportional um 28% auf 5,34 (Vj.: 4,18) Mrd. USD, weshalb sich die bereinigte operative Marge auf 23,7% (Vj.: 21,0%) verbesserte. Das EpS nahm sowohl auf bereinigter Basis (+34% auf 7,92 (Vj.: 5,93) USD) als auch auf berichteter Basis (+64% auf 5,35 (Vj.: 3,26) USD) deutlich zu.

Der freie Cashflow war in Q2 2021 positiv und zeigte sich wegen der Ergebnisentwicklung verbessert (+1,89 (Vj.: +1,15) Mrd. USD; 9M 2021: +4,36 (Vj.: +3,02) Mrd. USD). Die Linde plc verfügt gegenwärtig über solide und stabile (Ausblick) Investmentgrade-Ratings (S&P: „A“; Moody's: „A2“).

Linde plc	Operatives Ergebnis* (in Mio. USD)		Veränderung gg. Vj.	Operatives Ergebnis* (in Mio. USD)		Veränderung gg. Vj.
	Q3 2020	Q3 2021		9M 2020	9M 2021	
Americas	742	859	15,8%	2.025	2.525	24,7%
EMEA	370	476	28,6%	1.028	1.414	37,5%
APAC	337	382	13,4%	912	1.122	23,0%
Engineering	106	106	0,0%	335	323	-3,6%
Other	-40	-13	-	-116	-49	-
Konzern	1.515	1.810	19,5%	4.184	5.335	27,5%
Oper. Marge	22,1%	23,6%	1,5 PP	21,0%	23,7%	2,8 PP

Quelle: Linde, NATIONAL-BANK AG

*bereinigt; PP: Prozentpunkte

Perspektiven

Im Rahmen des Q3-Berichts (am 28.10.) hat Linde plc den EpS-Ausblick für das Geschäftsjahr 2021 abermals angehoben. Demnach soll das bereinigte EpS in einer Spanne von 10,52 bis 10,62 (bisher: 10,10 bis 10,30; zuvor: 9,60 bis 9,80; ursprünglich: 9,10 bis 9,30; Gj. 2020: 8,23; unsere bisherige Prognose: 10,27) USD (impliziert: +28% bis +29% (bisher: +23% bis +25%; zuvor: +17% bis +19%; ursprünglich: +11% bis +13%) y/y; ggü. Gj. 2019: +43% bis +45% (bisher: +38% bis +40%; zuvor: +31% bis +34%) y/y) herauskommen. Die Investitionen sind in einer Spanne von 3,0 bis 3,2 (bisher: 3,0 bis 3,4; zuvor: 3,0 bis 3,5; Gj. 2020: 3,40; Gj. 2019: 3,68) Mrd. USD budgetiert. Für Q4 2021 stellt der Gasekonzern ein bereinigtes EpS von 2,60 bis 2,70 USD in Aussicht (impliziert: +13% bis +17% y/y; ggü. Q3 2019: +38% bis +43% y/y).

Wir haben unsere Prognosen für die Geschäftsjahre 2021e (u.a. berichtetes EpS: 7,19 (alt: 6,79) USD; bereinigtes EpS: 10,67 (alt: 10,27) USD; Dividende je Aktie: unverändert 4,240 USD) und 2022e (u.a. berichtetes EpS: 8,59 (alt: 8,16) USD; bereinigtes EpS: 11,69 (alt: 11,26) USD; Dividende je Aktie: unverändert 4,64 USD) mehrheitlich erhöht. Auf Basis unseres Discounted-Cashflow-Modells (Prognoseerhöhung) haben wir für die Linde plc-Aktie ein neues Kursziel von 274,00 (alt: 258,00) Euro ermittelt. Zusammen mit unserer Dividendenerwartung (12 Monate: 4,540 USD bzw. 3,887 Euro je Aktie) ergibt sich ein positiver Gesamtertrag (12 Monate) von <10%. Daher lautet unser Votum für die Linde plc-Aktie weiterhin Halten.

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> - weltweit führender Anbieter von Gasen (oligopolistische Marktstruktur) - gute regionale Diversifikation - vergleichsweise gute Marktstellung in Schwellenländern - integriertes Geschäftsmodell - Aktienrückkäufe, Dividende auf Quartalsbasis - optimistischer Ausblick für 2021 	<ul style="list-style-type: none"> - konjunktursensitives Geschäftsmodell - hohe Abhängigkeit von der Öl- und Gaspreisentwicklung - hohe Kapitalintensität - die Möglichkeiten durch weitere Akquisitionen zu wachsen, sind stark eingeschränkt
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> - global wachsende Nachfrage nach Industriegasen (politische Initiativen für Wasserstoff) - weiterer Ausbau der Präsenz in Wachstumsmärkten - Übertreffen des selbstgesteckten Synergieziels 	<ul style="list-style-type: none"> - zunehmender Wettbewerbsdruck - Projektrisiken im Anlagenbau - ungünstige Währungs- und Energiepreiseffekte

Quelle: NATIONAL-BANK AG

Linde plc: Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. USD (außer Ergebnis je Aktie und Dividende je Aktie)	2018	2019	2020	2021e	2022e
Umsatz	14.836	28.228	27.243	30.172	31.982
Bruttoergebnis	5.834	11.584	11.860	12.431	13.177
EBITDA	7.133	7.722	8.033	9.758	10.704
Abschreibungen	-1.830	-4.675	-4.626	-4.625	-4.625
EBIT	5.247	2.933	3.322	5.133	6.079
Finanzergebnis	-142	108	147	150	150
EBT	5.105	3.041	3.469	5.283	6.229
Steuern	-817	-769	-847	-1.374	-1.619
Ergebnis nach Steuern	4.288	2.272	2.622	3.910	4.609
Minderheitenanteile	-24	-96	-125	-150	-175
Nettoergebnis	4.381	2.285	2.501	3.762	4.434
Anzahl Aktien (Mio. St.)	334	545	531	523	516
Ergebnis je Aktie	13,11	4,19	4,71	7,19	8,59
Dividende je Aktie	3,300	3,500	3,852	4,240	4,640
in % vom Umsatz					
Umsatz	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Bruttoergebnis	39,3%	41,0%	43,5%	41,2%	41,2%
EBITDA	48,1%	27,4%	29,5%	32,3%	33,5%
Abschreibungen	12,3%	16,6%	17,0%	15,3%	14,5%
EBIT	35,4%	10,4%	12,2%	17,0%	19,0%
EBT	34,4%	10,8%	12,7%	17,5%	19,5%
Steuern	5,5%	2,7%	3,1%	4,6%	5,1%
Ergebnis nach Steuern	28,9%	8,0%	9,6%	13,0%	14,4%
Nettoergebnis	29,5%	8,1%	9,2%	12,5%	13,9%

Quelle: Linde plc, NATIONAL-BANK AG

Linde plc: Bilanz- und Kapitalflussdaten

in Mio. USD	2018	2019	2020	2021e	2022e
Bilanzsumme	93.386	86.612	88.229	87.752	90.386
Anlagevermögen	76.114	76.260	77.305	76.705	76.105
Geschäfts- und Firmenwert	26.874	27.019	28.201	27.472	27.472
Vorräte	1.651	1.697	1.729	1.915	2.030
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	4.297	4.322	4.167	4.615	4.892
Liquide Mittel	4.466	2.700	3.754	3.111	5.841
Eigenkapital	57.096	51.522	49.569	48.182	50.572
Verzinsliches Fremdkapital	15.296	13.956	16.154	15.331	14.524
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	3.219	3.266	3.095	3.428	3.633
Summe Fremdkapital	36.290	35.090	38.660	39.570	39.814
Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit	3.654	6.119	7.429	9.502	9.781
Cashflow aus Investitionstätigkeit	5.363	1.189	-2.986	-3.325	-3.325
Free Cashflow	9.017	7.308	4.443	6.177	6.456
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	-4.998	-8.997	-3.345	-6.820	-3.726
Summe der Cashflows	4.019	-1.689	1.098	-643	2.730

Quelle: Linde plc, NATIONAL-BANK AG

Linde plc: Wichtige Kennzahlen

	2018	2019	2020	2021e	2022e
EV / Umsatz	4,3	4,0	4,7	5,9	5,6
EV / EBITDA	8,9	14,7	16,1	18,3	16,7
EV / EBIT	12,1	38,6	38,9	34,7	29,3
KGV	12,0	44,6	46,8	44,2	37,0
KBV	0,9	2,0	2,4	3,4	3,2
KCV	14,4	16,7	15,7	17,2	16,7
KUV	3,6	3,6	4,3	5,4	5,1
Dividendenrendite	2,1%	1,9%	1,7%	1,3%	1,5%
Eigenkapitalrendite (ROE)	7,7%	4,4%	5,0%	7,8%	8,8%
ROIC	6,1%	3,3%	3,8%	6,0%	6,9%
ROI	4,7%	2,6%	2,8%	4,3%	4,9%
Eigenkapitalquote	61,1%	59,5%	56,2%	54,9%	56,0%
Anlagendeckungsgrad	75,0%	67,6%	64,1%	62,8%	66,5%
Anlagenintensität	81,5%	88,0%	87,6%	87,4%	84,2%
Vorräte / Umsatz	11,1%	6,0%	6,3%	6,3%	6,3%
Forderungen / Umsatz	29,0%	15,3%	15,3%	15,3%	15,3%
Working Capital-Quote	18,4%	9,8%	10,3%	10,3%	10,3%
Nettofinanzverschuldung (in Mio. USD)	10.830	11.256	12.400	12.220	8.683
Nettofinanzverschuldung / EBITDA	1,5	1,5	1,5	1,3	0,8
Capex / Umsatz	12,7%	13,0%	12,5%	11,0%	10,4%
Capex / Abschreibungen	102,9%	78,8%	73,5%	71,9%	71,9%
Free Cashflow / Umsatz	60,8%	25,9%	16,3%	20,5%	20,2%
Free Cash Flow / Aktie (USD)	26,99	13,40	8,36	11,80	12,47
Nettofinanzverschuldung / Aktie (USD)	32,41	20,65	23,35	23,35	16,78
Cash / Aktie (USD)	13,37	4,95	7,07	5,94	11,31
Buchwert / Aktie (USD)	170,88	94,51	93,32	92,06	97,93

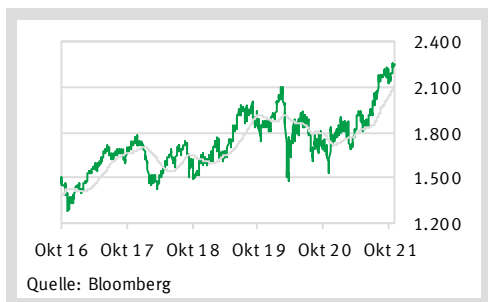
Quelle: Linde plc, NATIONAL-BANK AG

RELX

Verkaufen (Verkaufen)

Kurs am 28.10.21 um 17:35h	2.259,00 GBp
Erstellung abgeschlossen	29.10.2021/ 11:30h
Erstmals weitergegeben	29.10.2021/ 12:30h
Kursziel	-
Marktkapitalisierung	44,81Mrd. GBP
Branche	Medien
Land	Großbritannien
WKN	A0M95J
Reuters	REL.L

Kennzahlen	12/20	12/21e	12/22e
Ergebnis je Aktie (GBp)	63,16	70,56	81,95
Kurs/Gewinn	28,5	32,0	27,6
Dividende je Aktie (GBp)	47,00	52,80	57,00
Div.-Rendite	2,6%	2,3%	2,5%
Kurs/Umsatz	4,9	6,1	5,7
Kurs/Op. Ergebnis	22,9	25,0	21,7
Kurs/Cashflow	21,9	39,0	33,4
Kurs/Buchwert	16,6	18,5	16,0



Performance	3 M	6 M	12 M
Absolut	7,6%	20,5%	46,6%
Relat. z. Stoxx Europe 50	4,6%	12,0%	10,7%

Erstempfehlung 19.09.2019

Historie der Umstufungen (12 Monate):

Anlass

Trading-Update für die ersten neun Monate 2021

Einschätzung

Laut dem Trading Update für die ersten neun Monate (9M) 2021 stieg der um Wechselkurseffekte bereinigte Umsatz um 6% y/y, womit sich das Wachstum im Vergleich zum ersten Halbjahr (H1) 2021 (+4% y/y) beschleunigt hat. Auf Segmentebene wuchs in 9M vor allem das Geschäft zur Einschätzung von Risiken für Unternehmen deutlich um 10% y/y. Die beiden anderen großen Segmente konnten um 4% y/y bzw. 3% y/y ebenfalls zulegen. Auch das durch die Corona-Pandemie bislang stark belastete Messe- und Veranstaltungsgeschäft (9M 2021: +9% y/y; H1 2021 (berichtet): -40% y/y) konnte nun wieder ein Wachstum verzeichnen. Der kleinste Bereich von RELX war auch für die Wachstumsbeschleunigung auf Konzernebene verantwortlich, da die Wachstumsraten in 9M der anderen Bereiche gleich hoch wie in H1 waren. Konkretere Zahlen für 9M nannte der Konzern wie üblich nicht. Für das laufende Geschäftsjahr zeigt sich RELX nun etwas optimistischer. Für 2021 geht der Konzern demnach nun davon aus, dass die (währungsbereinigten) Wachstumsraten beim Umsatz und beim bereinigten operativen Ergebnis ebenso wie das währungsbereinigte Wachstum beim bereinigten EpS über (bisher: leicht über) den historischen Trends liegen werden. Verantwortlich hierfür ist die deutliche Erholung im Messe- und Veranstaltungsgeschäft, welches nun in 2021 ein starkes Umsatzwachstum aufweisen soll. Bislang konnte RELX für den Bereich keine genaue Aussage tätigen. Unsere Prognosen behalten wir bei. In Erwartung eines negativen Gesamtertrags (12 Monate) votieren wir für die RELX-Aktie weiterhin mit Verkaufen.

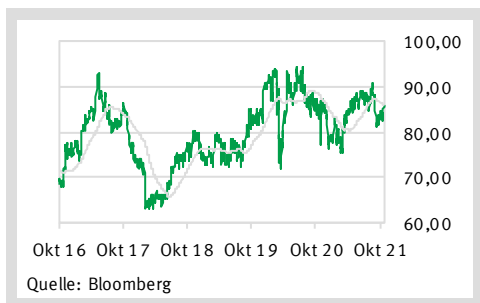
Markus Jost (Analyst)

Sanofi

Kaufen (Kaufen)

Kurs am 28. 10. 21 um 17:35h	85,99 EUR
Erstellung abgeschlossen	29.10.2021/ 11:30h
Erstmals weitergegeben	29.10.2021/ 12:30h
Kursziel	111,00 EUR
Marktkapitalisierung	108,61Mrd. EUR
Branche	Gesundheit
Land	Frankreich
WKN	920657
Reuters	SASY.PA

Kennzahlen	12/20	12/21e	12/22e
Ergebnis je Aktie (EUR)	9,82	4,88	5,69
Kurs/Gewinn	8,8	17,6	15,1
Dividende je Aktie (EUR)	3,20	3,35	3,45
Div.-Rendite	3,7%	3,9%	4,0%
Kurs/Umsatz	3,0	2,8	2,7
Kurs/Op. Ergebnis	7,7	14,0	12,0
Kurs/Cashflow	7,8	7,1	6,5
Kurs/Buchwert	1,7	1,7	1,6



Performance	3 M	6 M	12 M
Absolut	-0,6%	-1,0%	9,9%
Relativ z. Euro Stoxx 50	-3,5%	-6,9%	-33,1%

Erstempfehlung 20.12.2012

Historie der Umstufungen (12 Monate):

Anlass

Zahlen für das dritte Quartal 2021

Einschätzung

Das Zahlenwerk für das dritte Quartal (Q3) 2021 lag umsatzseitig im Rahmen der Erwartungen, während beim bereinigten EBIT sowie beim bereinigten EpS unsere Prognosen und der Marktkonsens übertroffen wurden. Die Erlösentwicklung profitierte segmentübergreifend weiterhin von der Erholung der Nachfrage von der COVID-19-Pandemie. Das bereinigte EBIT verbesserte sich infolge unterproportional gestiegener Herstellkosten und operativer Kosten überproportional. Die Guidance für 2021 (währungsbereinigt) wurde erhöht. Wir werten die Mitte September vollzogene Übernahme von Translate Bio (US-Unternehmen für mRNA-Therapeutika) für 3,2 Mrd. USD in bar sowohl als strategisch sinnvoll als auch passend in Bezug auf die im Dezember 2019 kommunizierte Umbaustrategie des Konzerns. Wir haben unsere Ergebnisprognosen für die Geschäftsjahre 2021e (u.a. berichtetes EpS: 4,88 (alt: 4,82) Euro; bereinigtes EpS: 6,56 (alt: 6,50) Euro) sowie 2022e (u.a. berichtetes EpS: 5,69 (alt: 5,35) Euro; bereinigtes EpS: 7,25 (alt: 6,90) Euro) erhöht. In Erwartung eines Gesamtertrags (12 Monate) von >10% lautet unser Votum für die Sanofi-Aktie weiterhin Kaufen (Kursziel: unverändert 111,00 Euro (Discounted-Cashflow-Modell; Prognoseerhöhung vs höheres Beta)).

Tobias Gottschalt (Analyst)

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> - gute regionale Diversifikation - führende Marktposition im Impfstoffgeschäft - vielversprechende Pipeline - starke Umsatz- und Ergebnisentwicklung im Segment Pharmaceuticals 	<ul style="list-style-type: none"> - Umsatzrückgänge bei wichtigen Medikamenten - hoher Umsatzanteil einzelner Arzneimittel - Schwierigkeiten im Diabetesbereich
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> - Wachstumsimpulse durch Übernahmen - verstärkte Fokussierung auf Wachstumsfelder - Konzernumbau - Postpandemische Erholung im Pharmasektor - Investitionen in mRNA-Technologie 	<ul style="list-style-type: none"> - Rückschläge in der Forschung und Entwicklung - steigender Kostendruck in den Gesundheitssystemen - zunehmende Konkurrenz durch Generika nach Patentabläufen

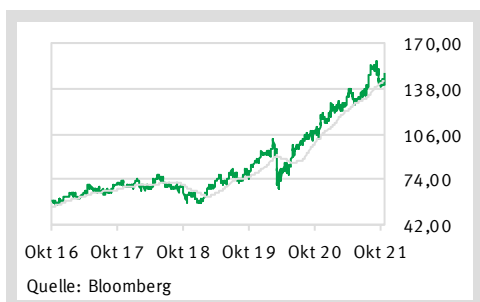
Quelle: NATIONAL-BANK AG

Schneider Electric

Halten (Halten)

Kurs am 28.10.21 um 17:35h	148,90 EUR
Erstellung abgeschlossen	29.10.2021/ 11:30h
Erstmals weitergegeben	29.10.2021/ 12:30h
Kursziel	158,00 EUR
Marktkapitalisierung	82,54 Mrd. EUR
Branche	Industrie
Land	Frankreich
WKN	860180
Reuters	SCHN.PA

Kennzahlen	12/20	12/21e	12/22e
Ergebnis je Aktie (EUR)	3,84	5,27	5,79
Kurs/Gewinn	25,6	28,3	25,7
Dividende je Aktie (EUR)	2,60	2,80	3,00
Div.-Rendite	2,6%	1,9%	2,0%
Kurs/Umsatz	2,2	2,9	2,8
Kurs/Op. Ergebnis	17,6	20,0	18,4
Kurs/Cashflow	12,3	22,4	25,5
Kurs/Buchwert	2,3	3,3	3,0



Performance	3 M	6 M	12 M
Absolut	7,3%	10,8%	45,4%
Relativ z. Euro Stoxx 50	4,4%	4,9%	2,4%

Erstempfehlung 24.04.2014

Historie der Umstufungen (12 Monate):

Anlass

Umsatzzahlen für das dritte Quartal 2021

Einschätzung

Der Umsatz für das dritte Quartal (Q3) 2021 übertraf leicht unsere Erwartungen sowie die des Marktes. Beide Segmente wiesen jeweils einen deutlichen Umsatzanstieg auf, allerdings bremsen Materialengpässe das Umsatzwachstum insbesondere im Bereich Industrieautomation. Schneider Electric hat den Ende Juli angehebenen Ausblick für das Geschäftsjahr 2021 bestätigt und rechnet weiterhin mit einem organischen Umsatzwachstum von 11% bis 13% y/y sowie einer Verbesserung der bereinigten EBITA-Marge auf organischer Basis zwischen 120 und 150 Basispunkten y/y (bereinigte EBITA-Marge 2020: 15,6%). Die Bestätigung des Ausblicks werten wir angesichts der Engpässe bei einzelnen Komponenten sowie der angespannten Lieferketten positiv. Allerdings dürften diese aus unserer Sicht bis in 2022 hinein das Umsatzwachstum bremsen. Die Perspektiven für das operative Geschäft bleiben insgesamt u.E. jedoch gut. Zudem dürfte das laufende Aktienrückkaufprogramm weiterhin für Unterstützung der Schneider Electric-Aktie sorgen. Wir behalten unsere Prognosen für die Geschäftsjahre 2021e (u.a. berichtetes EpS: 5,27 Euro; bereinigtes EpS: 5,89 Euro) und 2022e (u.a. berichtetes EpS: 5,79 Euro; bereinigtes EpS: 6,39 Euro) bei. Auf Basis unseres Discounted-Cashflow-Modells haben wir ein unverändertes Kursziel von 158,00 Euro für die Schneider Electric-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"> - vergleichsweise hohe operative Margen - sowohl auf der Produktebene als auch regional sehr gut aufgestellt und diversifiziert - starke Cashflow-Entwicklung - Aktienrückkaufprogramm 	<ul style="list-style-type: none"> - konjunkturabhängiges Geschäftsmodell - Veröffentlichung der Ergebnisentwicklung nur im Halbjahreszyklus - hohe Wechselkursabhängigkeit (Bilanzierung in Euro, aber nur vergleichsweise geringer Umsatzanteil in der Eurozone)
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> - striktes Kostenmanagement - Megatrends Automatisierung und Energiemanagement - Erreichen der Margenzielsetzung 2022 	<ul style="list-style-type: none"> - Zurückhaltung seitens der Kunden bei der Auftragsvergabe (z.B. öffentliche Haushalte) - steigende Rohstoffkosten - Verfehlen der mittelfristigen Ziele - Gefahr teurer Übernahmen und Integrationsrisiken

Quelle: NATIONAL-BANK AG

Stellantis

Kaufen (Kaufen)

Kurs am 28.10.21 um 17:35h	17,29 EUR
Erstellung abgeschlossen	29.10.2021/ 11:30h
Erstmals weitergegeben	29.10.2021/ 12:30h
Kursziel	18,70 EUR
Marktkapitalisierung	54,13 Mrd. EUR
Branche	Automobile / Zulieferer
Land	Niederlande
WKN	A2QL01
Reuters	STLA.MI

Kennzahlen	12/20	12/21e	12/22e
Ergebnis je Aktie (EUR)	2,45	3,44	3,47
Kurs/Gewinn	6,5	5,0	5,0
Dividende je Aktie (EUR)	0,00	0,86	0,87
Div.-Rendite	0,0%	5,0%	5,0%
Kurs/Umsatz	0,2	0,4	0,3
Kurs/Op. Ergebnis	4,6	4,3	3,7
Kurs/Cashflow	2,3	5,0	4,8
Kurs/Buchwert	0,6	1,1	1,1



Performance	3 M	6 M	12 M
Absolut	5,7%	24,9%	102,9%
Relativ z. Euro Stoxx 50	2,9%	18,9%	59,8%

Erstempfehlung 14.09.2021

Historie der Umstufungen (12 Monate):

Anlass

Auslieferungs- und Umsatzzahlen für das dritte Quartal 2021

Einschätzung

Die Auslieferungs- und Umsatzzahlen für das dritte Quartal (Q3) 2021 (deutliche Rückgänge auf pro forma-Basis) waren durch die Knappheit an elektronischen Bauteilen geprägt (auf IFRS-Basis konsolidierungsbedingt signifikante Anstiege). Während der Umsatz moderat hinter unserer Prognose zurückblieb, lag er im Rahmen des Marktkonsenses. Ergebnis- und Cashflow-Kennzahlen hat Stellantis für das abgelaufene Quartal nicht veröffentlicht. Die Prognosen für die Marktabsatzentwicklung (2021e) für seine drei wichtigsten Absatzmärkte (Nordamerika, Südamerika, Europa) hat der Autobauer gesenkt. Der Margenausblick für das laufende Geschäftsjahr (bereinigte operative Marge: rund 10%) wurde wiederholt. Wir haben unsere Prognosen angepasst (u.a. EpS 2021e: 3,44 (alt: 3,54) Euro; EpS 2022e: 3,47 (alt 3,42) Euro). Das Synergienpotenzial aus dem Zusammenschluss von FCA und PSA (Unternehmensziel mittelfristig >5 Mrd. Euro p.a.) ist beträchtlich. Daraus leitet das Stellantis-Management u.E. - auch in Anbetracht des geringen Premium-/Luxus-Anteils - ehrgeizige Margenziele (mittelfristig (ab ca. 2026e): prozentual zweistellig) ab. In Erwartung eines Gesamtertrags (12 Monate) von >10% lautet unser Votum für die Stellantis-Aktie nach wie vor Kaufen (Kursziel: 18,70 (alt: 19,00) Euro (Discounted-Cashflow-Modell; Prognoseanpassung, höheres Beta)).

Sven Diermeier (Senior Analyst)

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> - bekannte Marken, wie u.a. Alfa Romeo, Chrysler, Citroen, Dodge, Fiat, Jeep, Maserati, Opel, Peugeot (Ansprache verschiedener Kundengruppen möglich) - Skaleneffekte (einer der größten Autobauer der Welt) - erfahrenes Management 	<ul style="list-style-type: none"> - konjunkturzyklisches Geschäftsmodell - kaum Premium-/Luxusmarken (v.a. Maserati, Stellantis ist überwiegend im Volumengeschäft tätig) - geringes Exposure in Asien - nur halbjährliche ausführliche Berichterstattung (begrenzte Transparenz)
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> - erfolgreiche Synergienrealisierung aus dem Zusammenschluss von FCA und PSA - erfolgreiche Umsetzung der EV-Strategie - Partnerschaften / Kooperationen 	<ul style="list-style-type: none"> - Strukturwandel in der Automobilbranche (Elektrifizierung, Digitalisierung/Vernetzung, autonomes Fahren) - Ausfall eines wichtigen Zulieferers / Beschaffungsprobleme - starke Gewerkschaften in Italien und Frankreich (könnte zusätzliche Restrukturierungsmaßnahmen, falls notwendig, erschweren)

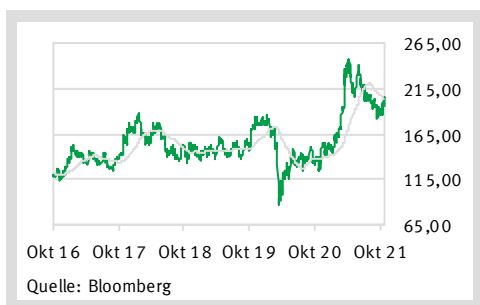
Quelle: NATIONAL-BANK AG

Volkswagen Vz

Kaufen (Kaufen)

Kurs am 28.10.21 um 17:35h	194,78 EUR
Erstellung abgeschlossen	29.10.2021/ 11:30h
Erstmals weitergegeben	29.10.2021/ 12:30h
Kursziel	221,00 EUR
Marktkapitalisierung	122,08 Mrd. EUR
Branche	Automobile / Zulieferer
Land	Deutschland
WKN	766403
Reuters	VOWG_p.DE

Kennzahlen	12/20	12/21e	12/22e
Ergebnis je Aktie (EUR)	16,66	27,04	29,06
Kurs/Gewinn	8,5	7,2	6,7
Dividende je Aktie (EUR)	4,86	7,00	7,50
Div.-Rendite	2,5%	3,6%	3,9%
Kurs/Umsatz	0,3	0,5	0,5
Kurs/Op. Ergebnis	7,6	7,0	6,3
Kurs/Cashflow	2,8	4,1	3,7
Kurs/Buchwert	0,5	0,7	0,6



Performance	3 M	6 M	12 M
Absolut	-5,9%	-10,3%	53,4%
Relativ z. DAX40	-6,3%	-12,5%	21,3%

Erstempfehlung 16.12.2009

Historie der Umstufungen (12 Monate):

23.03.2021	Von Halten auf Kaufen
01.03.2021	Von Kaufen auf Halten

Anlass

Zahlen für das dritte Quartal 2021

Einschätzung

Das Zahlenwerk für das dritte Quartal (Q3) 2021 (Rückgänge bei Umsatz, Ergebnissen (Ausnahme: ertragssteuerbedingt EpS), Cashflow) war erwartungsgemäß v.a. durch die Knappheit an elektronischen Bauteilen geprägt. Es bewegte sich im Großen und Ganzen im Rahmen unserer Erwartungen, übertraf aber den Marktkonsens (teilweise deutlich). Die Nettoliquidität im Automobilgeschäft ist zwar im Quartalsverlauf (per 30.09.2021) deutlich gesunken (u.a. wegen Navistar-Akquisition, Dividende), liegt aber nach wie vor deutlich über dem Mindestziel. Der mehrheitlich gesenkte Ausblick für das Geschäftsjahr 2021 (Auslieferungen, Umsatz, berichteter/bereinigter Cashflow des Automobilgeschäfts) stellt für uns keine Überraschung dar. VW-CEO Diess sieht die Halbleiterknappheit-Problematik in Q4 sich abschwächen. Dass VW-CEO Diess den internen Druck hinsichtlich Effizienzsteigerungen hoch hält, begrüßen wir. Wir haben nach wie vor Vertrauen in Diess und die Strategie „New Auto“. Die juristischen Risiken für den VW-Konzern bleiben vorerst hoch. Die Verschiebung der Bekanntgabe des Fünfjahresplans (vom 12.11. auf 09.12.) zeigt u.E. die konzerninternen Konflikte hinsichtlich der Konzerntransformation. In Erwartung eines Gesamtertrags (12 Monate) von >10% lautet unser Votum für die VW-Vorzugsaktie (am Berichtstag (28.10.): -4%) nach wie vor Kaufen (Kursziel: unverändert 221,00 Euro (Discounted-Cashflow-Modell; Prognoseanpassung (u.a. EpS 2021e: 27,04 (alt: 26,87) Euro))).

Sven Diermeier (Senior Analyst)

Highlights

- Die Nettoliquidität des Automobilgeschäfts belief sich per Ende Q3 2021 auf 25,6 Mrd. Euro.
- Der Ausblick für das Geschäftsjahr 2021 wurde mehrheitlich gesenkt.
- Die Bekanntgabe des Fünfjahresplans wurde auf 09.12. verschoben.

Geschäftsentwicklung

Der Konzernabsatz (ohne China) brach im dritten Quartal (Q3) 2021 auf Grund der Knappheit an elektronischen Bauteilen um 24% (Q2 2021: +82%; Q1 2021: +7%; Q4 2020: -1%; Q3 2020: -5%; Q2 2020: -53%; Q1 2020: -15%) y/y ein. Dabei sank der Konzernumsatz (chinesische Gemeinschaftsunternehmen sind nicht erfasst) um 4% (Q2 2021: +64% y/y; Q1 2021: +13% y/y; Q4 2020: +2% y/y; Q3 2020: -3% y/y; Q2 2020: -37% y/y; Q1 2020: -8% y/y) auf 56,93 (Vj.: 59,36; unsere Prognose: 56,75; Marktkonsens: 54,77) Mrd. Euro. Das operative Ergebnis vor Sondereffekten (=bereinigtes EBIT) verringerte sich um 12% auf 2,80 (Vj.: 3,18; unsere Prognose: 2,75; Marktkonsens: 2,63) Mrd. Euro (bereinigte EBIT-Marge: 4,9% (Vj.: 5,4%)). Der Ergebnismrückgang auf Konzernebene ist hauptsächlich auf Preis-/Absatz-/Mix-Effekte im Pkw-Bereich (Ergebniseffekt: -1,2 Mrd. Euro y/y) zurückzuführen. Das Ergebnis je Vorzugsaktie verbesserte sich auf Grund einer niedrigeren Steuerquote (zum Vergleich EBT: -15% y/y) auf 5,51 (Vj.: 5,12; unsere Prognose: 5,25; Marktkonsens: 3,77) Euro.

Volkswagen	Umsatz (in Mio. EUR)			Umsatz (in Mio. EUR)		
	Q3 2020	Q3 2021	Veränderung gg. Vj.	9M 2020	9M 2021	Veränderung gg. Vj.
Pkw	41.820	37.185	-11,1%	107.132	129.226	20,6%
Nutzfahrzeuge	5.565	7.901	42,0%	15.419	21.305	38,2%
Power Engineering	899	757	-15,8%	2.749	2.338	-15,0%
Automobile	48.284	45.843	-5,1%	125.301	152.869	22,0%
Finanzdienstleistungen	11.070	11.088	0,2%	30.185	33.730	11,7%
Konzern	59.354	56.931	-4,1%	155.486	186.599	20,0%

Quelle: Volkswagen, NATIONAL-BANK AG

In den ersten neun Monaten (9M) 2021 kletterten der Absatz (ohne China) um 12% y/y und der Umsatz um 20% y/y. Das bereinigte EBIT legte um 11,78 (dabei Preis-/Absatz-/Mix-Effekte im Pkw-Bereich: 10,0) Mrd. Euro auf 14,16 (Vj.: 2,38) Mrd. Euro (bereinigte EBIT-Marge: 7,6% (Vj.: 1,5%)) und das berichtete EBIT auf 13,95 (Vj.: 1,69) Mrd. Euro (berichtete EBIT-Marge: 7,5% (Vj.: 1,1%)) zu. Das Ergebnis je Vorzugsaktie belief sich auf 22,71 (Vj.: 2,79) Euro.

Der Netto-Cashflow des Automobil-Bereichs verschlechterte sich in Q3 2021 auf Grund der Ergebnisentwicklung, einer höheren Mittelbindung (Working Capital) sowie der Navistar-Akquisition und war negativ (-2,97 (Vj.: +6,22) Mrd. Euro; aber 9M 2021: +7,22 (Vj.: +1,42) Mrd. Euro). Die Nettoliquidität des Automobil-Bereichs verringerte sich entsprechend im Quartalsverlauf und bezifferte sich per Ende September 2021 auf 25,6 (30.06.2021: 35,0; 31.12.2020: 26,8; 30.09.2020: 24,8; 31.12.2019: 21,3) Mrd. Euro. Sie liegt damit deutlich über dem Mindestziel von 20 Mrd. Euro. Volkswagen verfügt über solide bzw. niedrige Investmentgrade-Ratings (Moody's: „A3“ (Ausblick: „stabil“); S&P: „BBB+“ (Ausblick: „stabil“)).

Volkswagen	EBIT* (in Mio. EUR)			EBIT* (in Mio. EUR)		
	Q3 2020	Q3 2021	Veränderung gg. Vj.	9M 2020	9M 2021	Veränderung gg. Vj.
Pkw	2.535	1.013	-60,0%	185	9.534	>100%
Nutzfahrzeuge	115	119	3,5%	-180	453	-
Power Engineering	-8	13	-	-101	-1	-
Automobile	2.642	1.145	-56,7%	-95	9.986	-
Finanzdienstleistungen	541	1.450	>100%	1.789	3.967	>100%
Konzern	3.183	2.595	-18,5%	1.693	13.953	>100%
EBIT-Marge	5,4%	4,6%	-0,8 PP	1,1%	7,5%	6,4 PP

Quelle: Volkswagen, NATIONAL-BANK AG

* berichtet; PP: Prozentpunkte

Perspektiven

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

Im Rahmen des Q3-Berichts (am 28.10.) hat Volkswagen den Ausblick für das Geschäftsjahr 2021 mehrheitlich gesenkt. Die Auslieferungen an Kunden sollen auf dem Vorjahrsniveau herauskommen (bisher: spürbarer Anstieg; ursprünglich: deutlicher Anstieg). Der Umsatz soll nun deutlich (bisher: signifikant) über dem Vorjahr liegen. Der berichtete freie Cashflow des Automobil-Geschäfts soll nun spürbar (bisher: sehr deutlich; ursprünglich: deutlich) über dem Vorjahresniveau (Gj. 2020: 6,4 Mrd. Euro; Gj. 2019: 10,8 Mrd. Euro) liegen. Der bereinigte freie Cashflow des Automobil-Geschäfts soll nun rund 15 (bisher: >15; Gj. 2020: 10,0; Gj. 2019: 13,5) Mrd. Euro betragen. Die EBIT-Marge (berichtet und neu bereinigt) soll nach wie vor bei 6,0% bis 7,5% (Gj. 2020 berichtet: 4,3%; Gj. 2019 berichtet: 6,7%; Gj. 2020 bereinigt: 4,8%; Gj. 2019 bereinigt: 7,6%) herauskommen.

Unsere Prognosen für die Geschäftsjahre 2021e (u.a. EpS: 27,04 (alt: 26,87) Euro; Dividende je Vorzugsaktie: unverändert 7,00 Euro) und 2022e (u.a. EpS: unverändert 29,06 Euro; Dividende je Vorzugsaktie: unverändert 7,50 Euro) bleiben mehrheitlich unverändert. Auf Basis unseres Discounted-Cashflow-Modells haben wir für die Volkswagen-Vorzugsaktie ein unverändertes Kursziel von 221,00 Euro ermittelt. Zusammen mit unserer Dividendenerwartung (12 Monate: 7,00 Euro je Vorzugsaktie) ergibt sich ein Gesamtertrag (12 Monate) von >10%. Unser Votum für die Volkswagen-Vorzugsaktie lautet daher weiterhin Kaufen.

SWOT-Analyse

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

Quelle: NATIONAL-BANK AG

Volkswagen: Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. EUR (außer Ergebnis je Aktie und Dividende je Aktie)	2018	2019	2020	2021e	2022e
Umsatz	235.849	252.632	222.884	244.615	259.904
Bruttoergebnis	46.350	49.142	38.947	45.254	48.862
EBITDA	28.792	32.971	27.531	35.469	37.607
Abschreibungen	-14.872	-16.011	-17.856	-18.035	-18.215
EBIT	13.920	16.960	9.675	17.435	19.393
Finanzergebnis	1.723	1.396	1.991	1.504	1.750
EBT	15.643	18.356	11.666	18.939	21.143
Steuern	-3.490	-4.326	-2.843	-4.758	-5.814
Ergebnis nach Steuern	12.153	14.030	8.823	14.181	15.328
Minderheitenanteile	-326	-684	-489	-642	-775
Nettoergebnis	11.827	13.346	8.334	13.539	14.553
Anzahl Aktien (Mio. Vz.)	206	206	206	206	206
Ergebnis je Aktie (Vz.)	23,63	26,66	16,66	27,04	29,06
Dividende je Aktie	4,86	4,86	4,86	7,00	7,50
in % vom Umsatz					
Umsatz	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Bruttoergebnis	19,7%	19,5%	17,5%	18,5%	18,8%
EBITDA	12,2%	13,1%	12,4%	14,5%	14,5%
Abschreibungen	6,3%	6,3%	8,0%	7,4%	7,0%
EBIT	5,9%	6,7%	4,3%	7,1%	7,5%
EBT	6,6%	7,3%	5,2%	7,7%	8,1%
Steuern	1,5%	1,7%	1,3%	1,9%	2,2%
Ergebnis nach Steuern	5,2%	5,6%	4,0%	5,8%	5,9%
Nettoergebnis	5,0%	5,3%	3,7%	5,5%	5,6%

Quelle: Volkswagen, NATIONAL-BANK AG

Volkswagen: Bilanz- und Kapitalflussdaten

in Mio. EUR	2018	2019	2020	2021e	2022e
Bilanzsumme	458.156	488.071	497.114	506.352	515.073
Anlagevermögen	274.620	300.608	302.170	303.589	305.669
Geschäfts- und Firmenwert	23.317	23.247	23.318	23.318	23.318
Vorräte	45.745	46.742	43.823	48.096	51.102
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	17.888	17.941	16.243	17.827	18.941
Liquide Mittel	46.018	42.692	55.071	56.954	59.395
Eigenkapital	117.342	123.651	128.783	140.545	152.382
Verzinsliches Fremdkapital	190.883	201.468	203.457	203.333	203.210
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	23.607	22.745	22.677	24.888	26.444
Summe Fremdkapital	340.814	364.420	368.331	365.807	362.691
Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit	7.272	17.983	24.901	23.879	26.351
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-21.590	-21.146	-22.690	-19.454	-20.295
Free Cashflow	-14.318	-3.163	2.211	4.425	6.056
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	24.566	-865	7.637	-2.542	-3.615
Summe der Cashflows	10.248	-4.028	9.848	1.883	2.441

Quelle: Volkswagen, NATIONAL-BANK AG

Volkswagen: Wichtige Kennzahlen

	2018	2019	2020	2021e	2022e
EV / Umsatz	0,9	0,9	1,0	1,1	1,0
EV / EBITDA	7,7	7,2	8,0	7,6	7,2
EV / EBIT	16,0	14,0	22,9	15,4	13,9
KGV	6,6	5,8	8,5	7,2	6,7
KBV	0,7	0,6	0,5	0,7	0,6
KCV	10,8	4,3	2,8	4,1	3,7
KUV	0,3	0,3	0,3	0,5	0,5
Dividendenrendite	2,5%	2,5%	2,5%	3,6%	3,9%
Eigenkapitalrendite (ROE)	10,1%	10,8%	6,5%	9,6%	9,6%
ROCE	4,4%	5,0%	2,8%	5,1%	5,6%
ROI	2,6%	2,7%	1,7%	2,7%	2,8%
Eigenkapitalquote	25,6%	25,3%	25,9%	27,8%	29,6%
Anlagendeckungsgrad	42,7%	41,1%	42,6%	46,3%	49,9%
Anlagenintensität	59,9%	61,6%	60,8%	60,0%	59,3%
Vorräte / Umsatz	19,4%	18,5%	19,7%	19,7%	19,7%
Forderungen / Umsatz	7,6%	7,1%	7,3%	7,3%	7,3%
Working Capital-Quote	17,0%	16,6%	16,8%	16,8%	16,8%
Nettofinanzverschuldung (in Mio. EUR)	144.865	158.776	148.386	146.379	143.815
Nettofinanzverschuldung / EBITDA	5,0	4,8	5,4	4,1	3,8
Capex / Umsatz	8,4%	8,1%	8,7%	8,0%	7,8%
Capex / Abschreibungen	133,5%	128,0%	108,5%	107,9%	111,4%
Free Cashflow / Umsatz	-6,1%	-1,3%	1,0%	1,8%	2,3%
Free Cash Flow / Aktie (EUR)	-28,56	-6,31	4,41	8,83	12,08
Nettofinanzverschuldung / Aktie (EUR)	288,98	316,73	296,01	292,00	286,89
Cash / Aktie (EUR)	91,80	85,16	109,86	113,61	118,48
Buchwert / Aktie (EUR)	234,08	246,66	256,90	280,36	303,98

Quelle: Volkswagen, NATIONAL-BANK AG

Rechtliche Hinweise: WICHTIGE INFORMATION: BITTE LESEN !

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

Aufsichtsbehörde:

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

Mögliche Interessenkonflikte:

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

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

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

Zusammenfassung der Bewertungsgrundlagen

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