

Marktdaten im Überblick	2
Unternehmenskommentare	3
BBVA	3
BMW St	5
BNP Paribas	11
Lufthansa	13
Novo Nordisk B.....	15
Zalando.....	17
Rechtliche Hinweise	23



Marktdaten im Überblick

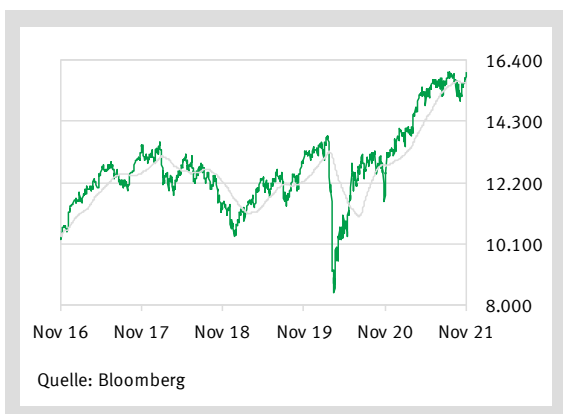
	03.11.2021	02.11.2021	Änderung
Deutschland			
DAX	15.960	15.954	0,0%
MDAX	35.550	35.164	1,1%
TecDAX	3.921	3.890	0,8%
Bund-Future	169,34	169,33	0,0%
10J Bund in %	-0,1680	-0,1650	-0,0030 PP
3M Zins in %	-0,8580	-0,8530	-0,0050 PP
Europa			
Euro Stoxx 50	4.310	4.296	0,3%
FTSE 100	7.249	7.275	-0,4%
SMI	12.383	12.321	0,5%
Welt			
DOW JONES	36.158	36.053	0,3%
S&P 500	4.661	4.631	0,6%
NASDAQ COMPOSITE	15.812	15.650	1,0%
NIKKEI 225	29.521	29.647	-0,4%
TOPIX	2.032	2.045	-0,6%
Rohstoffe / Devisen			
EUR in USD	1,1612	1,1579	0,3%
Gold (USD je Feinunze)	1.763,45	1.790,45	-1,5%
Brent-Öl (USD je Barrel)	81,99	84,72	-3,2%

Quelle: Bloomberg

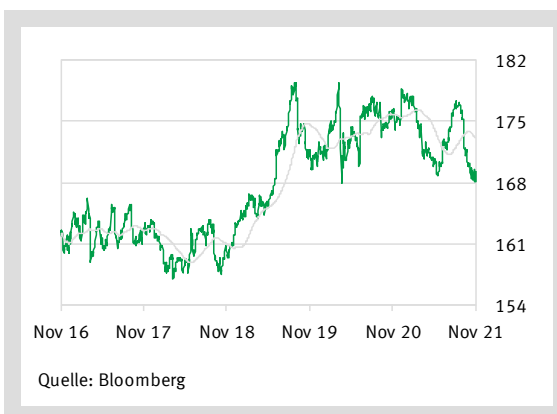
PP: Prozentpunkte

Hinweis: Die Indexstände von NIKKEI 225 und TOPIX beziehen sich auf die Handelstage vom 01.11. und 02.11. (kein Handel am 03.11.).

DAX (Kurs und gleitender 90 Tage-Durchschnitt)



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



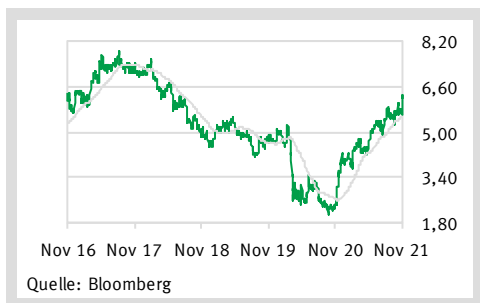
Unternehmenskommentare

BBVA

Halten (Halten)

Kurs am 03.11.21 um 17:35h	6,18 EUR
Erstellung abgeschlossen	04.11.2021/ 11:00h
Erstmals weitergegeben	04.11.2021/ 12:30h
Kursziel	6,50 EUR
Marktkapitalisierung	41,23 Mrd. EUR
Branche	Banken
Land	Spanien
WKN	875773
Reuters	BBVA.MC

Kennzahlen	12/20	12/21e	12/22e
Ergebnis je Aktie (EUR)	0,14	0,64	0,68
Kurs/Gewinn	28,8	9,6	9,1
Dividende je Aktie (EUR)	0,06	0,22	0,25
Div.-Rendite	1,5%	3,6%	4,0%
Kurs/Umsatz	1,2	2,0	2,0
Kurs/Op. Ergebnis	5,1	5,7	5,7
Cost/Income	46,8%	48,8%	48,8%
Kurs/Buchwert	0,5	0,8	0,7



Performance	3 M	6 M	12 M
Absolut	9,2%	32,5%	155,1%
Relativ z. Euro Stoxx 50	5,2%	22,7%	118,8%

Erstempfehlung 06.05.2014

Historie der Umstufungen (12 Monate):

Anlass

Zahlen für das dritte Quartal 2021

Einschätzung

Das Zahlenwerk des dritten Quartals (Q3) 2021 fiel durchweg besser als erwartet aus. Ursächlich dafür waren u.a. geringer als erwartete Abschreibungen auf Finanzanlagen sowie eine bessere Aufwands-Ertragsquote. Regional betrachtet zeigte sich eine deutliche Ergebnisverbesserung in allen für die Bank relevanten Ländern. Die Bilanzkennzahlen (Stand 30.09.2021) befinden sich aus unserer Sicht auf einem soliden Niveau. Im Rahmen der Zahlenveröffentlichung hat BBVA genauere Informationen zum angekündigten Aktienrückkaufprogramm (Beginn nach dem Investorentag am 18.11.2021) bekannt gegeben. Auf Grund der anhaltend hohen Infektionszahlen mit der Delta-Variante des COVID-19-Virus in Südamerika rechnen wir damit, dass die Erholung in allen für die Bank relevanten Ländern noch weit bis ins Jahr 2022 dauern wird. Dennoch gehen wir davon aus, dass die guten Impffortschritte besonders in Europa und Nordamerika für eine rasche Stabilisierung der Weltwirtschaft sorgen werden, wovon BBVA deutlich profitieren sollte. Wir erhöhen unsere Prognose (u.a. EpS 2021e: 0,64 (alt: 0,55) Euro; DpS 2021e: 0,22 (alt: 0,20) Euro; EpS 2022e: 0,68 (alt: 0,62) Euro; DpS 2022e: 0,25 (alt: 0,22) Euro). Bei einem von uns erwarteten positiven Gesamtertrag (12 Monate) von <10% lautet unser Votum für die BBVA-Aktie weiterhin Halten (Kursziel: 6,50 (alt: 5,70) Euro (mod. Gordon-Growth-Modell; Prognoseanhebung; leicht gesunkenes Beta)).

Jan Lennertz (Analyst)

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> - relativ hohe Ertragsstabilität durch Fokussierung auf das (internationale) Retail Banking - traditionell sehr gute Kostenkontrolle - starke Marktposition in Mexiko - Marktpräsenz in Südamerika sowie in der Türkei strategisch sinnvoll (u.a. hohes Bevölkerungswachstum) 	<ul style="list-style-type: none"> - hohe Abhängigkeit vom Zinsgeschäft - historisch niedrige Zinsmarge - hohe Volumina an Krediten im Heimatmarkt Spanien ausstehend (insbesondere Real Estate)
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> - verbesserte Kreditqualität auf dem spanischen Heimatmarkt (Konjunkturerholung) - Ausweitung der Zinsmarge - stabile/rückläufige Rendite bei spanischen Staatsanleihen; verbesserte Refinanzierungsbedingungen - abnehmende Länderrisiken (u.a. nachhaltiges Wachstum in Spanien) - Fusionsphantasie 	<ul style="list-style-type: none"> - weitergehende regulatorische Anforderungen - politische Situation in der Türkei - anhaltende Niedrigzinsphase in Europa - weitere wirtschaftliche Abschwächung in Südamerika - Auswirkungen durch die steigenden Infektionszahlen auf Grund der Delta-Variante des COVID-19-Virus

Quelle: NATIONAL-BANK AG

BMW St

Halten (Halten)

Kurs am 03. 11. 21 um 17:35h	89,96 EUR
Erstellung abgeschlossen	04.11.2021/ 11:00h
Erstmals weitergegeben	04.11.2021/ 12:30h
Kursziel	92,00 EUR
Marktkapitalisierung	58,53 Mrd. EUR
Branche	Automobile / Zulieferer
Land	Deutschland
WKN	519000
Reuters	BMWG.DE

Kennzahlen	12/20	12/21e	12/22e
Ergebnis je Aktie (EUR)	5,73	17,65	15,65
Kurs/Gewinn	10,6	5,1	5,7
Dividende je Aktie (EUR)	1,90	4,50	4,50
Div.-Rendite	3,1%	5,0%	5,0%
Kurs/Umsatz	0,4	0,5	0,5
Kurs/Op. Ergebnis	8,1	4,3	4,7
Kurs/Cashflow	3,0	3,9	3,9
Kurs/Buchwert	0,6	0,8	0,7



Performance	3 M	6 M	12 M
Absolut	10,4%	9,9%	43,9%
Relativ z. DAX40	8,7%	3,6%	17,5%

Erstempfehlung 24.08.2007

Historie der Umstufungen (12 Monate):

Anlass

Zahlen für das dritte Quartal 2021

Einschätzung

Das Zahlenwerk für das dritte Quartal (Q3) 2021 (Absatzrückgang, moderater Umsatzanstieg, deutliche Ergebnisverbesserungen) fiel ergebnisseitig deutlich besser als von uns und dem Markt erwartet aus. Die Knappheit an elektronischen Bauteilen hat sich in Q3 „nur“ absatzseitig negativ ausgewirkt (Umsatz- und Ergebnisentwicklung hat dagegen u.a. von höheren Absatzpreisen (wegen der Knappheit) profitiert). Die Nettoliquidität des Kernsegments Automobile stellt sich u.E. als sehr solide dar (per 30.09.2021: 22,39 Mrd. Euro). Der Ende September teilweise erhöhte Ausblick für das Geschäftsjahr 2021 wurde im Rahmen des Q3-Berichts wiederholt. Das BMW-Management hat davor „gewarnt“, dass das Q4 gegenüber Q1-Q3 leicht abfällt. Wir haben unsere Prognosen mehrheitlich erhöht (u.a. EpS (Stämme) 2021e: 17,65 (alt: 15,36) Euro; EpS (Stämme) 2022e: 15,65 (alt: 13,02) Euro). Wir rechnen für das kommende Geschäftsjahr nach wie vor mit einem Gewinnrückgang (ggü. 2021e, wegen zahlreicher positiver Sonder-/Einmaleffekte). In Erwartung eines positiven Gesamtertrags (12 Monate) von <10% lautet unser Votum für die BMW-Stammaktie nach wie vor Halten (Kursziel: 92,00 (alt: 86,00) Euro (Discounted-Cashflow-Modell; Prognoseanpassung vs. höheres Beta)).

Sven Diermeier (Senior Analyst)

Highlights

- Die EBIT-Marge des Kernsegments belief sich in Q3 2021 auf 7,8% (Vj.: 6,7%).
- Die Nettoliquidität des Kernsegments Automobile bezifferte sich per Ende September 2021 auf 22,39 Mrd. Euro.
- Der Ende September teilweise erhöhte Ausblick für das Geschäftsjahr 2021 wurde wiederholt.

Geschäftsentwicklung

Der Konzernumsatz legte im dritten Quartal (Q3) 2021 um 5% auf 27,47 (Vj.: 26,28; Q3 2019: 26,67; unsere Prognose: 27,55; Marktkonsens: 25,66) Mrd. Euro zu (Q1 2021: +43% y/y; Q1 2021: +15% y/y; Q4 2020: +/-0% y/y; Q3 2020: -1% y/y; Q2 2020: -22% y/y; Q1 2020: +4% y/y). Im Kernsegment Automobile kletterten die Umsätze um 3% (Absatz: -12% (dabei ohne China-Joint Venture: -10%)) y/y. Das EBIT des Segments zeigte sich deutlich verbessert (+19% auf 1,76 (Vj.: 1,48) Mrd. Euro; EBIT-Marge: 7,8% (Vj.: 6,7%)). Das Konzern-EBT verbesserte sich um 40% auf 3,42 (Vj.: 2,46; unsere Prognose: 2,55; Marktkonsens: 2,70) Mrd. Euro und das Ergebnis je Stammaktie um 44% auf 3,89 (Vj.: 2,71; unsere Prognose: 3,21; Marktkonsens: 3,61) Euro.

BMW	Umsatz (in Mio. EUR)		Veränderung gg. Vj.	Umsatz (in Mio. EUR)		Veränderung gg. Vj.
	Q3 2020	Q3 2021		9M 2020	9M 2021	
Automobile	21.962	22.628	3,0%	54.829	70.373	28,3%
Motorräder	637	641	0,6%	1.716	2.262	31,8%
Finanzdienstleistungen	7.799	8.073	3,5%	22.055	24.179	9,6%
Sonstige, Konsolidierung	-4.115	-3.871	-	-9.092	-13.983	-
Konzern	26.283	27.471	4,5%	69.508	82.831	19,2%

Quelle: BMW, NATIONAL-BANK AG

In den ersten neun Monaten (9M) 2021 kletterte der Konzernumsatz getrieben durch das Kernsegment Automobile (+28% (dabei Auslieferungen ohne China: +18%) y/y) um 19% y/y. Das EBIT des Kernsegments verbesserte sich deutlich (+7,95 (Vj.: +0,15) Mrd. Euro; EBIT-Marge: 11,3% (Vj.: 0,3%)). Ausschlaggebend war neben der Erlösentwicklung u.a. ein Sonderertrag (Q2 2021: ca. 1 Mrd. Euro wegen der Teilauflösung einer Rückstellung für Kartellverfahren). Das Konzern-EBT kletterte auf 13,15 (Vj.: 2,96) Mrd. Euro und das Ergebnis je Stammaktie auf 15,38 (Vj.: 3,20) Euro.

Der freie Cashflow des Kernsegments Automobile ist in Q3 2021 entgegen der Ergebnisentwicklung gesunken, blieb aber positiv (+1,40 (Vj.: +3,07) Mrd. Euro; aber 9M 2021: +6,30 (Vj.: +0,55) Mrd. Euro). Die Nettoliquidität des Segments ist im Quartalsverlauf entsprechend weiter gestiegen und bezifferte sich per Ende September 2021 auf 22,39 (30.06.2021: 21,61; 31.12.2020: 18,46; 30.09.2020: 13,50; 31.12.2019: 17,58; 31.12.2018: 19,49) Mrd. Euro. BMW verfügt über solide Investmentgrade-Ratings (S&P: „A“ (Ausblick: „stabil“); Moody's: „A2“ (Ausblick: „stabil“)).

BMW	EBIT (in Mio. EUR)		Veränderung	EBIT (in Mio. EUR)		Veränderung
	Q3 2020	Q3 2021	gg. Vj.	9M 2020	9M 2021	gg. Vj.
Automobile	1.477	1.756	18,9%	152	7.945	>100%
EBIT-Marge	6,7%	7,8%	1,0 PP	0,3%	11,3%	11,0 PP
Motorräder	45	39	-13,3%	110	323	>100%
EBIT-Marge	7,1%	6,1%	-1,0 PP	6,4%	14,3%	7,9 PP
Finanzdienstleistungen	438	974	>100%	1.057	2.869	>100%
Sonstige, Konsolidierung	-36	114	-	1.314	-224	-
Konzern	1.924	2.883	49,8%	2.633	10.913	>100%
EBIT-Marge	7,3%	10,5%	3,2 PP	3,8%	13,2%	9,4 PP

Quelle: BMW, NATIONAL-BANK AG

PP: Prozentpunkte

Perspektiven

Der BMW-Konzern hält an allen Antriebsarten fest. Der Autobauer wird nicht wie Volkswagen Batteriezellen selber fertigen (es fehlt die kritische Masse), aber weiterhin in der F&E für Batterien tätig bleiben. Der BMW-Konzern hat im Jahr 2020 2,325 Mio. Fahrzeuge abgesetzt, wovon 8,3% (2019: 5,8%; 2018: 5,7%; 2017: 4,2%; 2016: 2,6%) elektrifiziert waren (Anteil soll 2021 weiter deutlich steigen). Damit lag der Absatz an elektrifizierten Fahrzeugen bei 193 Tsd. Stück (+32% y/y). Im Jahr 2023 will BMW 25 elektrifizierte Modelle auf dem Markt haben. Im Zeitraum 2020 bis 2025 soll der Absatz an elektrifizierten Fahrzeugen um durchschnittlich 50% pro Jahr gesteigert werden, so dass der Autobauer Ende 2025 2 Mio. E-Fahrzeuge (kumuliert) ausgeliefert hat. Im Zeitraum 2025 bis 2030 soll der E-Fahrzeugabsatz um durchschnittlich 20% pro Jahr erhöht werden. Im Jahr 2030 sollen 50% des Absatzes des Autobauers auf E-Fahrzeuge entfallen.

Im Rahmen des Q3-Berichts (am 03.11.) hat BMW den Ausblick für das Geschäftsjahr 2021, der Ende September teilweise (EBIT-Marge des Automobil-Geschäfts, ROE des Bereichs Finanzdienstleistungen) erhöht worden war, wiederholt. Der Autobauer stellt nach wie vor einen deutlichen Anstieg (bedeutet: >10% y/y) des Konzern-EBT in Aussicht (impliziert: >5,74 (Gj. 2020: 5,22; Gj. 2019: 7,12) Mrd. Euro). Im Kernsegment Automobile sollen die Auslieferungen einen soliden (bedeutet: +5% bis +10% y/y) Anstieg aufweisen und die EBIT-Marge in einer Spanne von 9,5% bis 10,5% (Gj. 2020: 2,7%; Gj. 2019: 4,9%) herauskommen. Im Segment Motorräder sollen die Auslieferungen deutlich ansteigen und die EBIT-Marge 8% bis 10% (Gj. 2020: 4,5%; Gj. 2019: 8,2%) erreichen. Im Segment Finanzdienstleistungen soll sich der ROE in einer Spanne von 20% bis 23% (Gj. 2020: 11,2%; Gj. 2019: 15,0%) bewegen.

Unsere Prognosen für die Geschäftsjahre 2021e (u.a. EpS (Stämme): 17,65 (alt: 15,36) Euro; DpS (Stämme): unverändert 4,50 Euro) und 2022e (u.a. EpS (Stämme): 15,65 (alt: 13,02) Euro; DpS (Stämme): 4,50 (alt: 3,90) Euro) haben wir mehrheitlich erhöht. Auf Basis unseres Discounted-Cashflow-Modells (Prognoseanpassung vs. höheres Beta) haben wir für die BMW-Stammaktie ein neues Kursziel von 92,00 (alt: 86,00) Euro ermittelt. Zusammen mit unserer Dividendenerwartung (12 Monate: 4,50 Euro je Stammaktie) ergibt sich ein positiver Gesamtertrag von <10%. Daher lautet unser Votum für die BMW-Stammaktie weiterhin Halten.

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> - BMW verfügt über starke Marken (BMW, Rolls-Royce) - weltweit größter Anbieter von Premium- und Luxusautomobilen - technologische Kompetenz sowie hohe Kundenbindung - Ankeraktionär Familie Quandt 	<ul style="list-style-type: none"> - hohe Abhängigkeit von wenigen Modellen, kaum Modelle für Massenmarkt - hoher Fixkostenanteil - Unternehmensstrategie „Erhaltung der Innovationsführerschaft“ bedarf hoher Investitionen in Forschung und Entwicklung - begrenzte Skaleneffekte
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> - Übertragung innovativer Antriebstechnologien von BMWi auf andere Modelle - geringe Automobildichte in Schwellen- und Entwicklungsländern - dynamische Konjunkturerholung - Kooperationen/Partnerschaften - Erarbeitung eines Wettbewerbsvorteils durch F&E (Innovationen) 	<ul style="list-style-type: none"> - immer strengere Emissionsanforderungen (Premiumhersteller sind davon besonders betroffen) - Strukturwandel in der Automobilindustrie (Elektrifizierung, autonomes Fahren, Digitalisierung/Vernetzung, Aufkommen von neuen Wettbewerbern aus der Technologieindustrie) - Wechselkursbelastungen - Ausfall wichtiger Zulieferer, steigende Abhängigkeit von Lieferanten (u.a. Batterie)

Quelle: NATIONAL-BANK AG

BMW: Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. EUR (außer Ergebnis je Aktie und Dividende je Aktie)	2018	2019	2020	2021e	2022e
Umsatz	96.855	104.210	98.990	111.116	118.339
Bruttoergebnis	18.378	18.063	13.582	20.834	21.597
EBITDA	14.046	13.428	10.973	19.949	18.692
Abschreibungen	-5.113	-6.017	-6.143	-6.204	-6.266
EBIT	8.933	7.411	4.830	13.745	12.426
Finanzergebnis	694	-293	392	2.940	1.895
EBT	9.627	7.118	5.222	16.685	14.321
Steuern	-2.530	-2.140	-1.365	-5.006	-3.938
Ergebnis nach Steuern	7.097	4.978	3.857	11.680	10.382
Minderheitenanteile	-90	-107	-82	-81	-100
Nettoergebnis	6.974	4.915	3.775	11.599	10.282
Anzahl Aktien (Mio. St.)	602	602	602	602	602
Ergebnis je Aktie	10,60	7,47	5,73	17,65	15,65
Dividende je Aktie	3,50	2,50	1,90	4,50	4,50
in % vom Umsatz					
Umsatz	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Bruttoergebnis	19,0%	17,3%	13,7%	18,8%	18,3%
EBITDA	14,5%	12,9%	11,1%	18,0%	15,8%
Abschreibungen	5,3%	5,8%	6,2%	5,6%	5,3%
EBIT	9,2%	7,1%	4,9%	12,4%	10,5%
EBT	9,9%	6,8%	5,3%	15,0%	12,1%
Steuern	2,6%	2,1%	1,4%	4,5%	3,3%
Ergebnis nach Steuern	7,3%	4,8%	3,9%	10,5%	8,8%
Nettoergebnis	7,2%	4,7%	3,8%	10,4%	8,7%

Quelle: BMW, NATIONAL-BANK AG

BMW: Bilanz- und Kapitalflussdaten

in Mio. EUR	2018	2019	2020	2021e	2022e
Bilanzsumme	208.938	228.034	216.658	221.943	224.876
Anlagevermögen	124.202	137.404	134.851	135.591	136.425
Geschäfts- und Firmenwert	380	347	346	346	346
Vorräte	14.248	15.891	14.896	16.721	17.808
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	2.546	2.518	2.298	2.580	2.747
Liquide Mittel	10.979	12.036	13.537	15.720	16.308
Eigenkapital	57.829	59.907	61.520	71.947	79.359
Verzinsliches Fremdkapital	103.597	116.740	106.376	101.576	96.853
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	9.669	10.182	8.644	9.703	10.334
Summe Fremdkapital	151.109	168.127	155.138	149.996	145.517
Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit	5.051	3.662	13.251	15.180	15.381
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-7.363	-7.284	-3.636	-6.945	-7.100
Free Cashflow	-2.312	-3.622	9.615	8.235	8.281
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	4.296	4.790	-8.254	-6.053	-7.693
Summe der Cashflows	1.984	1.168	1.361	2.183	588

Quelle: BMW, NATIONAL-BANK AG

BMW: Wichtige Kennzahlen

	2018	2019	2020	2021e	2022e
EV / Umsatz	1,5	1,4	1,3	1,3	1,2
EV / EBITDA	10,4	11,1	12,0	7,3	7,8
EV / EBIT	16,4	20,2	27,3	10,6	11,7
KGV	7,8	9,2	10,6	5,1	5,7
KBV	0,9	0,8	0,6	0,8	0,7
KCV	10,8	12,4	3,0	3,9	3,9
KUV	0,6	0,4	0,4	0,5	0,5
Dividendenrendite	4,2%	3,6%	3,1%	5,0%	5,0%
Eigenkapitalrendite (ROE)	12,1%	8,2%	6,1%	16,1%	13,0%
ROCE	6,8%	5,1%	3,4%	9,5%	8,5%
ROI	3,3%	2,2%	1,7%	5,2%	4,6%
Eigenkapitalquote	27,7%	26,3%	28,4%	32,4%	35,3%
Anlagendeckungsgrad	46,6%	43,6%	45,6%	53,1%	58,2%
Anlagenintensität	59,4%	60,3%	62,2%	61,1%	60,7%
Vorräte / Umsatz	14,7%	15,2%	15,0%	15,0%	15,0%
Forderungen / Umsatz	2,6%	2,4%	2,3%	2,3%	2,3%
Working Capital-Quote	7,4%	7,9%	8,6%	8,6%	8,6%
Nettofinanzverschuldung (in Mio. EUR)	92.618	104.704	92.839	85.857	80.546
Nettofinanzverschuldung / EBITDA	6,6	7,8	8,5	4,3	4,3
Capex / Umsatz	8,0%	6,6%	6,2%	6,3%	6,0%
Capex / Abschreibungen	152,1%	114,7%	100,1%	111,9%	113,3%
Free Cashflow / Umsatz	-2,4%	-3,5%	9,7%	7,4%	7,0%
Free Cash Flow / Aktie (EUR)	-3,52	-5,50	14,59	12,48	12,55
Nettofinanzverschuldung / Aktie (EUR)	140,84	159,10	140,91	130,15	122,10
Cash / Aktie (EUR)	16,70	18,29	20,55	23,83	24,72
Buchwert / Aktie (EUR)	87,94	91,03	93,37	109,06	120,30

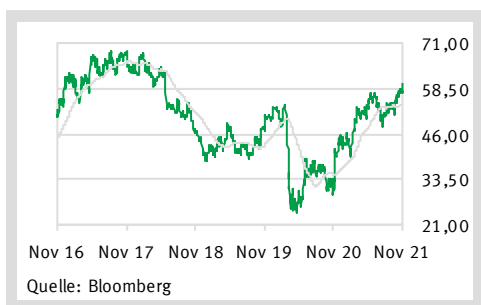
Quelle: BMW, NATIONAL-BANK AG

BNP Paribas

Kaufen (Kaufen)

Kurs am 03.11.21 um 17:35h	59,88 EUR
Erstellung abgeschlossen	04.11.2021/ 11:00h
Erstmals weitergegeben	04.11.2021/ 12:30h
Kursziel	67,00 EUR
Marktkapitalisierung	74,78 Mrd. EUR
Branche	Banken
Land	Frankreich
WKN	887771
Reuters	BNPP.PA

Kennzahlen	12/20	12/21e	12/22e
Ergebnis je Aktie (EUR)	5,65	6,74	6,77
Kurs/Gewinn	7,6	8,9	8,8
Dividende je Aktie (EUR)	2,64	3,66	3,56
Div.-Rendite	6,1%	6,1%	5,9%
Kurs/Umsatz	1,2	1,6	1,6
Kurs/Op. Ergebnis	6,4	6,0	6,5
Cost/Income	68,2%	66,0%	68,6%
Kurs/Buchwert	0,5	0,6	0,6



Performance	3 M	6 M	12 M
Absolut	15,1%	12,9%	80,8%
Relativ z. Euro Stoxx 50	11,2%	3,1%	44,5%

Erstempfehlung 02.05.2014

Historie der Umstufungen (12 Monate):

05.08.2021	Von Halten auf Kaufen
08.12.2020	Von Kaufen auf Halten

Anlass

Zahlen für das dritte Quartal 2021

Einschätzung

Das Zahlenwerk des dritten Quartals (Q3) 2021 fiel ergebnisseitig moderat besser als erwartet aus. Ursächlich dafür waren die verbesserte Aufwands-Ertragsquote sowie eine niedriger als erwartete Kreditrisikovorsorge. Die Bilanzkennzahlen (per 30.09.2021) lagen u.E. auf einem stabilen Niveau. Am 01.11. hat die Bank ein Aktienrückkaufprogramm (Volumen: rund 900 Mio. Euro) gestartet, welches eine Laufzeit von rund 4 Monaten haben wird. Darüber hinaus bestätigte die Bank, im Rahmen der Gesamtjahreszahlenpräsentation für 2021 ein Strategieupdate zu veröffentlichen. Das Zahlenwerk der Bank zeigte deutliche Erholungsanzeichen (stabiles Ertragswachstum bei gleichzeitig verbesserter Aufwandsstruktur sowie sinkende Kreditrisikovorsorge) auf. Auf Segmentebene zeigte sich eine teilweise deutliche Ergebnisverbesserung in allen Bereichen, wobei das Segment Corporate & Institutional Banking mit +39,3% y/y am stärksten zulegte. Wir erhöhen unsere Prognosen (u.a. EpS 2021e: 6,74 (alt: 6,40) Euro; DpS 2021e: 3,66 (alt: 3,20) Euro; EpS 2022e: 6,77 (alt: 6,59) Euro; DpS 2022e: 3,56 (alt: 3,30) Euro). Bei einem von uns erwarteten Gesamtertrag (12 Monate) von >10% lautet unser Votum für die BNP Paribas-Aktie weiterhin Kaufen (Kursziel: 67,00 (alt: 60,00) Euro (mod. Gordon-Growth-Modell; Prognoseanhebung vs. leicht gestiegenes Beta)).

Jan Lennertz (Analyst)

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> - ausgewogene Ergebnisdiversifikation (Geschäftsbereiche, Regionen) - starke Marktposition im Retail Banking, vor allem in Frankreich und Italien - solide Kapitalquoten (harte Kernkapitalquote) - mittelfristige (anorganische) Wachstumspläne im Gegensatz zu vielen europäischen Wettbewerbern 	<ul style="list-style-type: none"> - steigende Regulierungskosten - hohe Wettbewerbsintensität im französischen Retail Banking - französisches und italienisches Privatkundengeschäft weist unverändert Schwächen auf - hohe Anfälligkeit bei Wirtschaftsabschwung (relativ hoher Anteil des Konsumentenkreditgeschäfts) - umfangreiche Kreditausleihungen in Italien über die Tochtergesellschaft BNL
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> - positive Währungseffekte treiben Gesamterträge - verbesserte Kreditqualität - verbessertes Marktsentiment für Bankaktien (Versteilerung der Zinsstrukturkurve) 	<ul style="list-style-type: none"> - deutliche Divergenzen bei weltweiten Regulierungsstandards - erneute Spreadausweitungen bei Staatsanleihen (vor allem bei italienischen Staatsanleihen) - Handelsstreitigkeiten - Niedrigzinsphase

Quelle: NATIONAL-BANK AG

Lufthansa

Verkaufen (Verkaufen)

Kurs am 03.11.21 um 17:38h	6,31EUR
Erstellung abgeschlossen	04.11.2021/ 11:00h
Erstmals weitergegeben	04.11.2021/ 12:30h
Kursziel	-
Marktkapitalisierung	7,54 Mrd. EUR
Branche	Reisen / Freizeit
Land	Deutschland
WKN	823212
Reuters	LHAG.DE

Kennzahlen	12/20	12/21e	12/22e
Ergebnis je Aktie (EUR)	-12,51	-2,81	0,19
Kurs/Gewinn	neg.	neg.	33,8
Dividende je Aktie (EUR)	0,00	0,00	0,00
Div.-Rendite	0,0%	0,0%	0,0%
Kurs/Umsatz	0,4	0,4	0,3
Kurs/Op. Ergebnis	neg.	neg.	13,0
Kurs/Cashflow	-2,3	5,7	2,7
Kurs/Buchwert	3,8	1,4	2,1



Performance	3M	6M	12M
Absolut	-4,2%	-19,6%	10,3%
Relativ z. MDAX	-4,3%	-29,4%	-18,5%

Erstempfehlung 25.02.2009

Historie der Umstufungen (12 Monate):

Anlass

Zahlen für das dritte Quartal 2021

Einschätzung

Das Zahlenwerk für das dritte Quartal (Q3) 2021 (deutliche Umsatzsteigerung (y/y), Ergebnis- und Cashflow-Verbesserungen (q/q und y/y); erster EBIT-Gewinn (bereinigt) seit Q4 2019) war von der allmählichen Erholung des Branchenumfelds von der Covid-19-Pandemie (aber weiterhin signifikant unter dem Vorkrisenniveau) sowie von Restrukturierungserfolgen geprägt. Es lag weitgehend im Rahmen unserer Erwartungen. Die Gesamtjahres-Guidance wurde mehrheitlich wiederholt (Umsatz, bereinigtes EBIT, freier Cashflow; Bruttoinvestitionen) bzw. ergebnisseitig konkretisiert (mindestens Halbierung des Verlustes (bereinigtes EBIT) ggü. 2020). Dies schließt aber für Q4 einen „Rückfall“ in die Verlustzone nicht aus. Insgesamt wird das Lufthansa-Management auf absehbare Zeit seine unternehmerische Freiheit zurückgewinnen (durch die Rückzahlung bzw. Kündigung der Staatshilfe), was wir positiv werten. Allerdings könnten die Aktienverkäufe des WSF die Lufthansa-Aktie belasten. Zudem stehen der Bilanzstärkung (durch die Anfang Oktober vollzogene Kapitalmaßnahme) die anhaltend hohe Wettbewerbsintensität und die strukturellen Herausforderungen der Airline-Branche gegenüber. In Erwartung eines negativen Gesamtertrags (12 Monate) lautet unser Votum für die Lufthansa-Aktie (am Berichtstag (03.11.): +7%) nach wie vor Verkaufen.

Sven Diermeier (Senior Analyst)

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> - gute globale Marktposition - relativ ausgewogene Umsatzverteilung; breit aufgestelltes Geschäftsmodell - langfristige Vereinbarungen mit den Piloten und dem Bodenpersonal 	<ul style="list-style-type: none"> - stark krisenanfälliges Geschäftsmodell (Covid-19-Pandemie, hohe Staathilfe notwendig) - vergleichsweise hohe Ergebnisabhängigkeit von der Ölpreisentwicklung - keine Dividendenkontinuität, keine Dividendenzahlung wegen Staatshilfe - viele unterschiedliche Tarifparteien
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> - erfolgreiches Restrukturierungsprogramm - erfolgreiches Desinvestitionsprogramm - Partnerschaften / Kooperationen - Branchenkonsolidierung - erfolgreiches Überwinden der Covid-19-Pandemie 	<ul style="list-style-type: none"> - anhaltender hoher Wettbewerbsdruck (hohe Marktfragmentierung) - strukturelle Veränderung des Flugverhaltens (Fliegen als Klimakeller, weniger Geschäftsreisen) - steigende Ölpreise - weitere Ratingherabstufung

Quelle: NATIONAL-BANK AG

Novo Nordisk B

Halten (Halten)

Kurs am 03.11.21 um 16:59h	731,60 DKK
Erstellung abgeschlossen	04.11.2021/ 11:00h
Erstmals weitergegeben	04.11.2021/ 12:30h
Kursziel	750,00 DKK
Marktkapitalisierung	1.731,28 Mrd. DKK
Branche	Gesundheit
Land	Dänemark
WKN	A1XA8R
Reuters	NOVOB.CO

Kennzahlen	12/20	12/21e	12/22e
Ergebnis je Aktie (DKK)	18,05	20,89	23,21
Kurs/Gewinn	23,5	35,0	31,5
Dividende je Aktie (DKK)	9,10	9,40	9,70
Div.-Rendite	2,1%	1,3%	1,3%
Kurs/Umsatz	7,8	12,3	11,5
Kurs/Op. Ergebnis	18,3	29,2	26,2
Kurs/Cashflow	77,5	106,8	71,9
Kurs/Buchwert	15,6	21,1	16,4



Performance	3 M	6 M	12 M
Absolut	19,7%	59,9%	65,0%
Relativ z. Stoxx Europe 50	16,0%	48,6%	35,6%

Erstempfehlung 01.12.2015

Historie der Umstufungen (12 Monate):

Anlass

Zahlen für das dritte Quartal 2021

Einschätzung

Das Zahlenwerk für das dritte Quartal (Q3) 2021 lag beim Umsatz im Rahmen unserer Prognosen und des Marktkonsens. Das EBIT und das EpS lagen moderat über den Erwartungen. Während die Erlöse infolge einer höheren Nachfrage nach Medikamenten zur Behandlung von Diabetes und Fettleibigkeit zulegten, profitierte das EBIT von deutlich gesunkenen Abschreibungen sowie unterproportional gestiegenen operativen Kosten. Novo Nordisk hat die Guidance für 2021 beim Umsatz, EBIT und dem freien Cashflow erneut angehoben. Mit zunehmenden Impfquoten gegen COVID-19 rechnen wir weiterhin mit einer sukzessiven Zunahme an Therapien zur Behandlung von Diabetes, wobei wir die Delta-Variante des Coronavirus nach wie vor als Risikofaktor betrachten. Wir haben unsere Prognosen für die Geschäftsjahre 2021e (u.a. EpS: 20,89 (alt: 20,45) DKK) und 2022e (u.a. EpS: 23,21 (alt: 22,68) DKK) angehoben. In Erwartung eines positiven Gesamtertrags (12 Monate) von <10% lautet unser Votum für die Novo Nordisk B-Aktie weiterhin Halten (Kursziel: 750,00 (alt: 670,00) DKK (Discounted-Cashflow-Modell; Prognoseerhöhung 2021, niedrigeres Beta, Aktualisierung des Bewertungszeitraums)).

Tobias Gottschalt (Analyst)

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> - Weltmarktführer im Diabetes-Bereich - solide Bilanzkennzahlen - hohe Profitabilität - Aktienrückkäufe 	<ul style="list-style-type: none"> - hohe Abhängigkeit von Wechselkurseffekten - geringe Diversifikation der Geschäftsfelder - hoher Umsatzanteil weniger Produkte - Wachstumsprobleme
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> - demografischer Wandel (alternde Bevölkerung, Anstieg chronischer Erkrankungen) - Zunahme von Wohlstandskrankheiten (u.a. Obesitas) - Wachstumsimpulse durch Akquisitionen - Diversifizierung des Produktportfolios (Chronische Krankheiten) - Übernahmen (Corvidia, Emisphere) - Postpandemische Erholung 	<ul style="list-style-type: none"> - zunehmender Preisdruck (insb. in den USA) - steigender Wettbewerbsdruck durch Nachahmerprodukte - Rückschläge bei der Forschung und Entwicklung - regulatorische Eingriffe - Delta-Variante des Coronavirus

Quelle: NATIONAL-BANK AG

Zalando

Kaufen (Kaufen)

Kurs am 03. 11.21 um 17:35h	75,34 EUR
Erstellung abgeschlossen	04.11.2021/ 11:00h
Erstmals weitergegeben	04.11.2021/ 12:30h
Kursziel	94,00 EUR
Marktkapitalisierung	19,74 Mrd. EUR
Branche	Einzelhandel
Land	Deutschland
WKN	ZAL111
Reuters	ZALG.DE

Kennzahlen	12/20	12/21e	12/22e
Ergebnis je Aktie (EUR)	0,90	0,98	1,15
Kurs/Gewinn	68,5	76,8	65,6
Dividende je Aktie (EUR)	0,00	0,00	0,00
Div.-Rendite	0,0%	0,0%	0,0%
Kurs/Umsatz	1,9	1,8	1,5
Kurs/Op. Ergebnis	42,2	46,4	42,5
Kurs/Cashflow	29,4	37,1	29,1
Kurs/Buchwert	7,2	7,9	7,0



Performance	3 M	6 M	12 M
Absolut	-22,6%	-9,9%	-14,6%
Relativ z. DAX40	-24,3%	-16,2%	-41,0%

Erstempfehlung 20.06.2018

Historie der Umstufungen (12 Monate):

Anlass

Zahlen für das dritte Quartal 2021

Einschätzung

Die Zahlen für das dritte Quartal (Q3) 2021 lagen beim Umsatz (+23% auf 2,28 Mrd. Euro) im Rahmen unserer Prognose (2,29 Mrd. Euro) sowie des Marktkonsens (2,24 Mrd. Euro). Ergebnis-seitig (u.a. bereinigtes EBIT: 10 (Vj.: 118) Mio. Euro) wurden unsere Erwartung (25 Mio. Euro) sowie der Marktkonsens verfehlt. Die bereinigte EBIT-Marge fiel mit 0,4% (Vj.: 6,4%) auf das Vor-Pandemieniveau (Q3 2019) zurück. Ursächlich waren höhere Aufwendungen für Rabatte und Werbung, bedingt dadurch, dass der stationäre Einzelhandel Ware teilweise mit hohen Nachlässen angeboten hatte. Der Ausblick für 2021 wurde vollumfänglich (u.a. Umsatz: +31% bis +36% y/y auf 14,0 bis 14,6 Mrd. Euro; bereinigtes EBIT in der oberen Hälfte der Bandbreite von 400,0 bis 475,0 Mio. Euro) bestätigt. Wir halten ihn für erreichbar. Unsere Prognosen (u.a. EpS 2021e: 0,98 (alt: 1,12) Euro; EpS 2022e: 1,15 (alt: 1,43) Euro) senken wir. Wir sehen weiterhin ein großes Potenzial für das Geschäftsmodell und die Strategie von Zalando (Ausbau des margenstarken Plattformgeschäfts; Zalando als führende Anlaufstelle für Mode; deutlicher Ausbau des Geschäfts mit Kosmetik durch die Verstärkung der Zusammenarbeit mit Sephora), auch wenn der Wettbewerb durch die Öffnung des stationären Einzelhandels wieder zugenommen hat. Auf Basis unseres DCF-Modells (gesenkte Prognosen 2021ff, höheres Beta) ermitteln wir ein neues Kursziel von 94,00 (alt: 115,00) Euro für die Zalando-Aktie und bestätigen bei einem Gesamtertrag (12 Monate) von >10% unser Votum Kaufen.

Lars Lusebrink (Analyst)

Highlights

- Die Ergebniskennzahlen fielen schwächer als erwartet aus, während der Umsatz im Rahmen der Erwartungen lag.
- Der Ausblick für 2021 wurde vollumfänglich bestätigt (u.a. bereinigtes EBIT in der oberen Hälfte der Bandbreite von 400,0 bis 475,0 Mio. Euro).

Geschäftsentwicklung

Zalando steigerte in Q3 2021 das Bruttowarenvolumen (GMV) um 25% (Q2 2021: +40% y/y; Q1 2021: +56% y/y) auf 3,08 (Vj.: 2,46) Mrd. Euro. Dabei profitierte das Unternehmen von einem deutlichen Anstieg der aktiven Kunden um 30% (Q2 2021: +31% y/y; Q1 2021: +31% y/y) auf 46,3 (Vj.: 35,6) Millionen sowie einem signifikanten Anstieg der Zahl der Bestellungen um 27% (Q2 2021: +41% y/y; Q1 2021: +51% y/y) auf 55,8 (Vj.: 44,0) Millionen. Die durchschnittliche Warenkorbgröße legte erneut leicht um 1% (Q2 2021: +1% y/y) auf 57,50 (Vj.: 57,20) Euro zu. Der Konzernumsatz erhöhte sich um 23% (Q2 2021: +34% y/y; Q1 2021: +47% y/y) auf 2,28 (Vj.: 1,85; unsere Prognose: 2,29; Marktkonsens: 2,24) Mrd. Euro. Das größte Segment Fashion Store konnte den Umsatz leicht überproportional um 24% auf 2,06 (Vj.: 1,66) Mrd. Euro steigern. In den ersten neun Monaten (9M) 2021 legten das GMV um 39% auf 10,02 (Vj.: 7,19) Mrd. Euro und der Konzernumsatz um 34% auf 7,25 (Vj.: 5,41) Mrd. Euro zu.

Zalando	Umsatz (in Mio. EUR)			Umsatz (in Mio. EUR)		
	Q3 2020	Q3 2021	Veränderung gg. Vj.	9M 2020	9M 2021	Veränderung gg. Vj.
Fashion Store	1.664	2.058	24%	4.926	6.558	33%
DACH*	765	917	20%	2.291	2.997	31%
Übriges Europa	900	1.141	27%	2.635	3.561	35%
Offprice	261	361	38%	698	1.039	49%
Alle sonstigen Segmente	43	73	69%	121	199	65%
Konsolidierung	-118	-209	-	-336	-542	-
Konzern	1.850	2.283	23%	5.409	7.254	34%

Quelle: Zalando, NATIONAL-BANK AG

*Deutschland, Österreich, Schweiz

Das bereinigte EBIT brach in Q3 2021 auf 10 (Vj.: 118; unsere Prognose: 25; Marktkonsens: 20) Mio. Euro ein, wofür v.a. höhere Umsatzkosten (+36% y/y auf 1,40 Mrd. Euro; u.a. auf Grund von Rabatten wegen des verschärften Wettbewerbsumfelds) sowie höhere Marketingkosten (+36% y/y auf 198 Mio. Euro) ursächlich waren. Im Vorjahreszeitraum hatte Zalando auch deutlich von der Auflösung von Wertberichtigungen auf Vorräte in Höhe von 35 Mio. Euro profitiert. Die bereinigte EBIT-Marge sank deutlich auf nur noch 0,4% (Vj.: 6,4%). Das Nettoergebnis verschlechterte sich signifikant auf -8 (Vj.: +59; unsere Prognose: +6; Marktkonsens: -4) Mio. Euro (EpS: -0,03 (Vj.: +0,22; unsere Prognose: +0,03; Marktkonsens: -0,02) Euro). In den ersten neun Monaten (9M) 2021 stieg das bereinigte EBIT um 24% auf 287 (Vj.: 231) Mio. Euro und das Nettoergebnis um 55% auf 147 (Vj.: 95) Mio. Euro bzw. 0,55 (Vj.: 0,36) Euro je Aktie. Der freie Cashflow verschlechterte sich bedingt durch eine höhere Mittelbindung (Working Capital) deutlich und war negativ (-77 (Vj.: +253) Mio. Euro).

Zalando	Bereinigtes EBIT (in Mio. EUR)		Veränderung gg. Vj.	Bereinigtes EBIT (in Mio. EUR)		Veränderung gg. Vj.
	Q3 2020	Q3 2021		9M 2020	9M 2021	
Fashion Store	89	11	-88%	187	232	24%
DACH*	69	53	-24%	182	255	41%
Übriges Europa	20	-42	-	6	-23	-
Offprice	28	-3	-	52	50	-4%
Alle sonstigen Segmente	-4	2	-	-12	3	-
Konsolidierung	5	-1	-	4	3	-34%
Konzern	118	10	-92%	232	287	24%
bereinigte EBIT-Marge	6,4%	0,4%	6,0 PP	4,3%	4,0%	-0,3 PP

Quelle: Zalando, NATIONAL-BANK AG

*Deutschland, Österreich, Schweiz; PP: Prozentpunkte

Perspektiven

Den Ausblick für das Geschäftsjahr 2021 hat Zalando vollumfänglich bestätigt (Bruttowarenvolumen (GMV): +31% bis +36% y/y auf 14,0 bis 14,6 Mrd. Euro; 9M 2021: +39%; Umsatz: +26% bis +31% y/y auf 10,1 bis 10,5 (Vj.: 7,98 Mrd. Euro); 9M 2021: +34% y/y). Das bereinigte EBIT erwartet Zalando weiterhin in der oberen Hälfte der Bandbreite von 400,0 bis 475,0 (Vj.: 420,8; 9M 2021: 287,2) Mio. Euro. Zudem will Zalando weiterhin in das europäische Logistiknetzwerk und die technologische Infrastruktur investieren und plant für 2021 nach wie vor Investitionen von rund 350,0 Mio. Euro. Alle wesentlichen Logistikprojekte zur Ermöglichung zukünftigen Wachstums laufen nach Plan, einige Ausgaben werden jedoch ins Jahr 2022 verschoben. Zudem teilte das Management in einer Telefonkonferenz (03.11.) mit, dass Zalando im Oktober „stark“ in das Q4 gestartet ist und zeigt sich daher sehr zuversichtlich die Guidance für 2021 zu erreichen. Wir teilen diese Einschätzung.

Zalando hat sich auf dem Kapitalmarkttag (16.03.) neue und u.E. ehrgeizige Wachstumsziele gesetzt. So stellt das Unternehmen für 2025 einen Anstieg des GMV auf mehr als 30 Mrd. Euro (CAGR: +20% bis +25%) in Aussicht, was rund einer Verdreifachung gegenüber 2020 (10,70 Mrd. Euro) entspricht. Langfristig strebt das Unternehmen einen Marktanteil von 10% am europäischen Modemarkt, dessen Volumen Zalando auf rund 450 Mrd. Euro schätzt, an. Um diese Ziele zu erreichen, will Zalando das Geschäft in bestehenden Märkten ausbauen und zusätzlich in acht weitere europäische Länder (2021: Estland, Kroatien, Lettland, Litauen, Slowakei, Slowenien; 2022: Rumänien, Ungarn) expandieren. Das bestehende Logistiknetzwerk soll dazu bis 2023 von aktuell zehn auf 15 Logistikzentren ausgebaut werden. Das Partnerprogramm, in dem Modemarken Markenshops auf der Zalando-Webseite haben, soll weiter wachsen. Deutliches Potenzial sieht Zalando bei stationären Modegeschäften, die sich 2020 angesichts pandemiebedingt geschlossener Geschäfte Zalandos Connected-Retail-Programm anschlossen. Ende 2020 waren mehr als 2.400 Geschäfte an die Plattform angebunden und Ende Juni 2021 bereits rund 4.700. Bis Ende 2021 soll das Connected-Retail-Programm, das in Deutschland startete, auf 13 (bisher: 6) Märkte ausgeweitet und die Zahl der beteiligten Geschäfte verglichen mit 2020 verdreifacht werden. Langfristig will Zalando etwa die Hälfte des GMV durch die Partner- und Connected-Retail-Programme erzielen.

Die Bilanzstruktur von Zalando ist u.E. weiterhin komfortabel (zum 30.09.2021: Nettoliquidität von 1,06 Mrd. Euro; Eigenkapitalquote: 32%). Die Zalando-Aktie gab im Zuge der Zahlenveröffentlichung (03.11.: -9%) deutlich nach, was wir v.a. auf die schwächer als erwartete Ergebnisentwicklung und den Margeneinbruch (u.a. bereinigte EBIT-Marge) zurückführen. Wir senken unsere Prognosen (u.a. EpS 2021e: 0,98 (alt: 1,12) Euro; EpS 2022e: 1,15 (alt: 1,43) Euro). Auf Basis unseres DCF-Modells (gesenkte Prognosen 2021ff, höheres Beta) ermitteln wir ein neues Kursziel von 94,00 (alt: 115,00) Euro für die Zalando-Aktie und bestätigen bei einem Gesamtertrag (12 Monate) von >10% unser Votum Kaufen.

SWOT-Analyse

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

Quelle: NATIONAL-BANK AG

Zalando: Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. EUR (außer Ergebnis je Aktie und Dividende je Aktie)	2018	2019	2020	2021e	2022e
Umsatz	5.388	6.483	7.982	10.377	12.348
Rohertrag	2.281	2.758	3.394	4.462	5.396
EBITDA	206	361	582	697	790
Abschreibungen	-87	-195	-215	-291	-346
EBIT	119	166	367	407	444
Finanzergebnis	-14	-21	-49	-70	-50
EBT	106	145	319	337	394
Steuern	-54	-45	-92	-91	-106
Ergebnis nach Steuern	51	100	226	246	288
Minderheitenanteile	0	0	0	0	0
Nettoergebnis	51	100	226	246	288
Anzahl Aktien (Mio. St.)	247	247	251	251	251
Ergebnis je Aktie	0,21	0,40	0,90	0,98	1,15
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
in % vom Umsatz					
Umsatz	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Rohertrag	42,3%	42,5%	42,5%	43,0%	43,7%
EBITDA	3,8%	5,6%	7,3%	6,7%	6,4%
Abschreibungen	1,6%	3,0%	2,7%	2,8%	2,8%
EBIT	2,2%	2,6%	4,6%	3,9%	3,6%
EBT	2,0%	2,2%	4,0%	3,2%	3,2%
Steuern	1,0%	0,7%	1,2%	0,9%	0,9%
Ergebnis nach Steuern	1,0%	1,5%	2,8%	2,4%	2,3%
Nettoergebnis	1,0%	1,5%	2,8%	2,4%	2,3%

Quelle: Zalando, NATIONAL-BANK AG

Zalando: Bilanz- und Kapitalflussdaten

in Mio. EUR	2018	2019	2020	2021e	2022e
Bilanzsumme	3.234	4.333	6.495	7.077	7.796
Anlagevermögen	760	1.455	1.560	1.649	1.744
Geschäfts- und Firmenwert	14	14	14	14	14
Vorräte	820	1.098	1.361	1.620	1.911
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	395	462	603	711	839
Liquide Mittel	995	977	2.644	2.776	2.988
Eigenkapital	1.549	1.684	2.151	2.397	2.684
Verzinsliches Fremdkapital	8	6	378	381	385
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	1.299	1.708	2.051	2.461	2.904
Summe Fremdkapital	1.685	2.649	4.344	4.680	5.111
Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit	213	327	527	508	648
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-207	-290	-218	-380	-440
Free Cashflow	6	37	310	128	208
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	-76	-57	1.354	4	4
Summe der Cashflows	-70	-20	1.664	132	212

Quelle: Zalando, NATIONAL-BANK AG

Zalando: Wichtige Kennzahlen

	2018	2019	2020	2021e	2022e
EV / Umsatz	1,7	1,3	1,7	1,8	1,5
EV / EBITDA	45,0	23,1	22,7	26,8	23,7
EV / EBIT	77,7	50,3	36,0	45,9	42,1
KGV	199,4	93,5	68,5	76,8	65,6
KBV	6,6	5,5	7,2	7,9	7,0
KCV	48,2	28,5	29,4	37,1	29,1
KUV	1,9	1,4	1,9	1,8	1,5
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Eigenkapitalrendite (ROE)	3,3%	5,9%	10,5%	10,3%	10,7%
ROCE	17,6%	12,7%	24,9%	26,8%	27,9%
ROI	1,6%	2,3%	3,5%	3,5%	3,7%
Eigenkapitalquote	47,9%	38,9%	33,1%	33,9%	34,4%
Anlagendeckungsgrad	203,8%	115,7%	137,9%	145,3%	153,9%
Anlagenintensität	23,5%	33,6%	24,0%	23,3%	22,4%
Vorräte / Umsatz	15,2%	16,9%	17,1%	15,6%	15,5%
Forderungen / Umsatz	7,3%	7,1%	7,5%	6,9%	6,8%
Working Capital-Quote	-1,6%	-2,3%	-1,1%	-1,3%	-1,2%
Nettofinanzverschuldung (in Mio. EUR)	-987	-971	-2.266	-2.395	-2.602
Nettofinanzverschuldung / EBITDA	-4,8	-2,7	-3,9	-3,4	-3,3
Capex / Umsatz	5,2%	4,7%	3,1%	3,7%	3,6%
Capex / Abschreibungen	321,8%	157,6%	116,6%	130,8%	127,3%
Free Cashflow / Umsatz	0,1%	0,6%	3,9%	1,2%	1,7%
Free Cash Flow / Aktie (EUR)	0,02	0,15	1,24	0,51	0,83
Nettofinanzverschuldung / Aktie (EUR)	-3,99	-3,93	-9,05	-9,56	-10,39
Cash / Aktie (EUR)	4,02	3,95	10,55	11,08	11,93
Buchwert / Aktie (EUR)	6,26	6,81	8,59	9,57	10,72

Quelle: Zalando, NATIONAL-BANK AG

Rechtliche Hinweise: WICHTIGE INFORMATION: BITTE LESEN !

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

Aufsichtsbehörde:

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

Mögliche Interessenkonflikte:

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

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

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

Zusammenfassung der Bewertungsgrundlagen

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

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

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

sowie eine Übersicht der Empfehlungen unter

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

Sensitivität der Bewertungsparameter

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

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

Zeitliche Bedingungen vorgesehener Aktualisierungen:

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

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

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

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