

Marktdaten im Überblick	2
Unternehmenskommentare	3
Aurubis	3
Bayer	4
Credit Suisse Group	10
freenet	12
Klöckner & Co	14
Krones	16
Nordex	18
Pfeiffer Vacuum Technology	19
Porsche Automobil Holding Vz	21
Rechtliche Hinweise	26



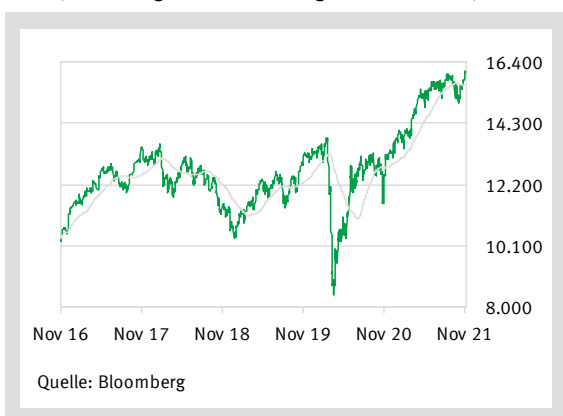
Marktdaten im Überblick

	09.11.2021	08.11.2021	Änderung
Deutschland			
DAX	16.040	16.047	0,0%
MDAX	36.098	36.123	-0,1%
TecDAX	3.907	3.927	-0,5%
Bund-Future	171,25	170,69	0,3%
10J Bund in %	-0,2980	-0,2430	-0,0550 PP
3M Zins in %	-0,7860	-0,7770	-0,0090 PP
Europa			
Euro Stoxx 50	4.345	4.353	-0,2%
FTSE 100	7.274	7.300	-0,4%
SMI	12.368	12.353	0,1%
Welt			
DOW JONES	36.320	36.432	-0,3%
S&P 500	4.685	4.702	-0,3%
NASDAQ COMPOSITE	15.887	15.982	-0,6%
NIKKEI 225	29.285	29.507	-0,8%
TOPIX	2.019	2.035	-0,8%
Rohstoffe / Devisen			
EUR in USD	1,1593	1,1587	0,1%
Gold (USD je Feinunze)	1.827,30	1.822,35	0,3%
Brent-Öl (USD je Barrel)	84,78	83,43	1,6%

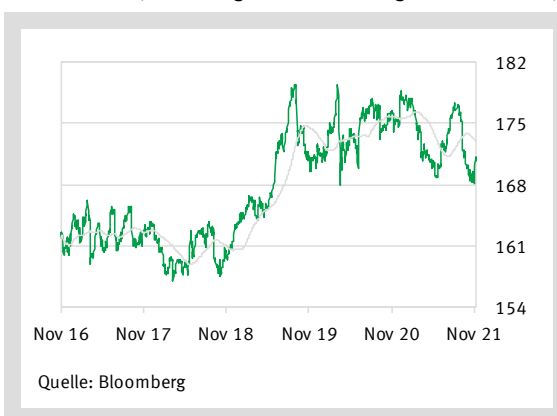
Quelle: Bloomberg

PP: Prozentpunkte

DAX (Kurs und gleitender 90 Tage-Durchschnitt)



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



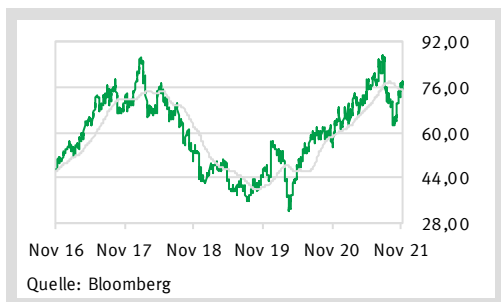
Unternehmenskommentare

Aurubis

Halten (Halten)

Kurs am 09.11.21 um 17:38h	76,62 EUR
Erstellung abgeschlossen	10.11.2021/ 12:00h
Erstmals weitergegeben	10.11.2021/ 13:30h
Kursziel	76,00 EUR
Marktkapitalisierung	3,37 Mrd. EUR
Branche	Rohstoffe
Land	Deutschland
WKN	676650
Reuters	NAFG.DE

Kennzahlen	09/20	09/21e	09/22e
Ergebnis je Aktie (EUR)	3,73	6,01	5,79
Kurs/Gewinn	13,5	12,8	13,2
Dividende je Aktie (EUR)	1,30	1,45	1,55
Div.-Rendite	2,6%	1,9%	2,0%
Kurs/Umsatz	0,2	0,2	0,2
Kurs/Op. Ergebnis	10,1	9,3	9,6
Kurs/Cashflow	4,9	10,7	8,2
Kurs/Buchwert	0,8	1,1	1,0



Performance	3M	6M	12M
Absolut	3,9%	-2,7%	28,8%
Relativ z. MDAX	3,2%	-13,0%	1,5%

Erstempfehlung 20.05.2014

Historie der Umstufungen (12 Monate):

Anlass

Eckdaten für das vierte Quartal 2020/21

Einschätzung

Gemäß vorläufiger Daten bezifferte sich die zentrale Ergebnissteuerungsgröße des Unternehmens - das operative EBT - im vierten Quartal (Q4) 2020/21 (30.09.) auf 85 (Vj.: 88; unsere Prognose: 63; Marktkonsens: 57) Mio. Euro. Den Unternehmensangaben zufolge standen den hohen Energiekosten weiterhin hohe Raffinierlöhne für Recyclingmaterialien, ein höheres Metallergebnis bei stark gestiegenen Metallpreisen, eine starke Nachfrage nach Kupferprodukten und eine hohe Nachfrage nach Schwefelsäure zu gestiegenen Preisen gegenüber. Aus den Q4-Eckdaten ergibt sich für das Gesamtjahr 2020/21 ein operatives EBT von 353 (Vj.: 221; unsere Prognose: 331; Marktkonsens: 325) Mio. Euro, womit die Guidance (270 bis 330 Mio. Euro) übertroffen werden konnte. Zudem wurde das höchste operative EBT der Unternehmensgeschichte (bisheriger Rekordwert: 343 Mio. Euro aus Gj. 2014/15) erzielt. Die Vertragsverlängerung von CEO Harings (seit 01.07.2019 im Amt) um fünf Jahre bis 30.06.2027 begrüßen wir. Vom anstehenden Kapitalmarkttag (06./07.12.) erwarten wir uns mehr Visibilität bezüglich der zukünftigen (mittelfristigen) Unternehmensentwicklung. Die strukturellen Trends (Kreislaufwirtschaft (Recycling)) kommen u.E. der Geschäftsentwicklung des Unternehmens entgegen. Allerdings wird der Gegenwind von der Kostenseite (v.a. Energie) u.E. vorerst zunehmen. Wir haben unsere Prognosen teilweise erhöht (u.a. operatives EpS 2020/21e: 6,01 (alt: 5,64) Euro; operatives EpS 2021/22e: unverändert 5,79 Euro). In Erwartung eines positiven Gesamtertrags (12 Monate) von <10% lautet unser Votum für die Aurubis-Aktie nach wie vor Halten (Kursziel: 76,00 (alt: 75,00) Euro (Discounted-Cashflow-Modell; Prognoseanpassung)).

Sven Diermeier (Senior Analyst)

Bayer

Halten (Halten)

Kurs am 09.11.21 um 17:36h	50,75 EUR
Erstellung abgeschlossen	10.11.2021/ 12:00h
Erstmals weitergegeben	10.11.2021/ 13:30h
Kursziel	53,00 EUR
Marktkapitalisierung	49,82 Mrd. EUR
Branche	Gesundheit
Land	Deutschland
WKN	BAY001
Reuters	BAYGn.DE

Kennzahlen	12/20	12/21e	12/22e
Ergebnis je Aktie (EUR)	-15,85	0,59	2,82
Kurs/Gewinn	neg.	86,0	18,0
Dividende je Aktie (EUR)	2,00	2,00	2,00
Div.-Rendite	3,4%	3,9%	3,9%
Kurs/Umsatz	1,2	1,2	1,1
Kurs/Op. Ergebnis	neg.	26,7	10,6
Kurs/Cashflow	13,7	13,9	8,7
Kurs/Buchwert	1,9	1,7	1,6



Performance	3 M	6 M	12 M
Absolut	7,3%	-6,7%	6,6%
Relativ z. DAX40	5,6%	-10,2%	-12,3%

Erstempfehlung 20.02.2009

Historie der Umstufungen (12 Monate):

06.08.2021	Von Kaufen auf Halten
05.02.2021	Von Halten auf Kaufen

Anlass

Zahlen für das dritte Quartal 2021

Einschätzung

Das Zahlenwerk für das dritte Quartal (Q3) 2021 übertraf umsatz- und ergebnisseitig die Erwartungen. Der Umsatz und das bereinigte EBITDA profitierten von Mengen- und Preissteigerungen bei Saatgut, einer höheren Nachfrage nach rezeptfreien Gesundheitsprodukten sowie von der Erholung von der COVID-19-Pandemie. Das berichtete Ergebnis wurde, im Vergleich zum Vorjahresquartal, von geringeren Sonderaufwendungen in Zusammenhang mit Glyphosat und Restrukturierungsmaßnahmen belastet und war positiv. Bayer hat die Guidance für 2021 (fortgeführte Aktivitäten) umsatzseitig bestätigt und ergebnisseitig leicht erhöht. Im Falle eines Urteils zu Bayers Gunsten, würden die Rechtsstreitigkeiten um Glyphosat in den USA weitgehend beendet werden. Da die Annahme des Antrags durch den Supreme Court aber nicht sicher ist, bleiben die finanziellen Risiken aus Rechtsstreitigkeiten bestehen und können sich u.E. weiter erhöhen. Wir haben unsere Ergebnisprognosen für die Geschäftsjahre 2021e (u.a. berichtetes EpS: 0,59 (alt: 1,91) Euro; bereinigtes EpS: 6,17 (alt: 6,11) Euro) und 2022e (u.a. berichtetes EpS: 2,82 (alt: 2,37) Euro; bereinigtes EpS: 6,36 (alt: 5,60) Euro) mehrheitlich erhöht. In Erwartung eines positiven Gesamtertrags (12 Monate) von <10% lautet unser Votum für die Bayer-Aktie weiterhin Halten (Kursziel: 53,00 (alt: 48,00) Euro (Discounted-Cashflow-Modell; Prognoseanpassung 2021ff, niedrigeres Beta)).

Tobias Gottschalt (Analyst)

Highlights

- Der Umsatz und das bereinigte EBITDA profitierten in Q3 2021 von Mengen- und Preissteigerungen bei Saatgut, einer höheren Nachfrage nach rezeptfreien Gesundheitsprodukten sowie von der Erholung von der COVID-19-Pandemie. Das berichtete Ergebnis wurde von geringeren Sonderaufwendungen in Zusammenhang mit Glyphosat und Restrukturierungsmaßnahmen belastet und war positiv.
- Bayer hat die Guidance für 2021 (fortgeführte Aktivitäten) umsatzseitig bestätigt und ergebnisseitig leicht erhöht.
- Im Falle eines Urteils des Supreme Court zu Bayers Gunsten, würden die Rechtsstreitigkeiten um Glyphosat in den USA weitgehend beendet werden.

Geschäftsentwicklung

Der Umsatz (fortgeführte Aktivitäten, d.h. ohne Animal Health und Currenta) kletterte im dritten Quartal (Q3) 2021 um 15,0% (organisch: +14,3% y/y) auf 9,78 (Vj.: 8,51; unsere Prognose: 9,27; Marktkonsens: 9,15) Mrd. Euro. Zum organischen Anstieg trug der Geschäftsbereich Crop Science (organisch: +25,8% y/y) bei, der von Mengen- und Preissteigerungen bei Saatgut profitierte. Die Erlöse bei Consumer Health (organisch: +10,9% y/y) wurden durch eine höhere Nachfrage nach Nahrungsergänzungsmitteln und der Einführung neuer rezeptfreier Produkte in der Kategorie Schmerz und Kardio gesteigert. Im Bereich Pharmaceuticals (organisch: +7,1% y/y) wirkte sich die Erholung von den COVID-19-Einschränkungen, insbesondere bei Produkten der Augenheilkunde sowie Onkologie und Nierenerkrankungen, umsatzsteigernd aus. Das bereinigte Konzern-EBITDA legte um 16,4% auf 2,09 (Vj.: 1,80; unsere Prognose: 2,02; Marktkonsens: 1,99) Mrd. Euro (bereinigte EBITDA-Marge: 21,4% (Vj.: 21,1%)) zu. Das bereinigte EpS (fortgeführte Aktivitäten) verbesserte sich infolge deutlich gesunkener Abschreibungen (-14,6% y/y) überproportional um 29,6% auf 1,05 (Vj.: 0,81; unsere Prognose: 0,96; Marktkonsens: 0,76) Euro. Auf berichteter Basis verbesserte sich das EpS (fortgeführte Aktivitäten) auf Grund von geringeren Sonderaufwendungen in Höhe von 0,87 (Vj.: 10,29) Mrd. Euro, die im Zusammenhang mit gebildeten Rückstellungen im Rahmen des Glyphosat-Vergleichs sowie Restrukturierungsmaßnahmen stehen, auf +0,09 (Vj.: -7,84) Euro und war positiv.

Bayer	Umsatz (in Mio. EUR)			Umsatz (in Mio. EUR)		
	Q3 2020	Q3 2021	Veränderung gg. Vj.	9M 2020	9M 2021	Veränderung gg. Vj.
Crop Science	3.028	3.850	27%	14.664	15.517	6%
Pharmaceuticals	4.229	4.539	7%	12.767	13.398	5%
Consumer Health	1.205	1.346	12%	3.804	3.888	2%
Überleitung	44	46	5%	170	160	-6%
Konzern	8.506	9.781	15%	31.405	32.963	5%

Quelle: Bayer, NATIONAL-BANK AG

In den ersten neun Monaten (9M) 2021 kletterten die Erlöse um 5,0% (organisch: +9,2% y/y) auf 32,96 (Vj.: 31,41) Mrd. Euro. Das bereinigte EBITDA gab um 3,1% auf 8,78 (Vj.: 9,07) Mrd. Euro nach. Das bereinigte EpS (fortgeführte Aktivitäten) verbesserte sich um 3,6% auf 5,25 (Vj.: 5,07) Euro. Das berichtete EpS (fortgeführte Aktivitäten) verbesserte sich ebenfalls deutlich auf -0,16 (Vj.: -16,24) Euro, war aber weiterhin defizitär.

In Q3 2021 zeigte sich der freie Cashflow deutlich verbessert (1,95 (Vj.: 1,24) Mrd. Euro (9M 2021: -0,12 (Vj.: +1,85) Mrd. Euro). Ursächlich waren die operative Entwicklung sowie geringere Zahlungen zur Beilegung von Rechtsstreitigkeiten. Die Nettofinanzverschuldung belief sich per 30.09.2021 auf 34,0 (30.06.2021: 34,4; 31.12.2020: 30,0; 30.09.2020: 28,30) Mrd. Euro. Das Unternehmen verfügt gegenwärtig über niedrige Investmentgrade-Ratings (Moody's: „Baa2“ (Ausblick: „stabil“); S&P: „BBB“ (Ausblick: „stabil“)).

Bayer	Bereinigtes EBITDA (in Mio. EUR)		Veränderung gg. Vj.	Bereinigtes EBITDA (in Mio. EUR)		Veränderung gg. Vj.
	Q3 2020	Q3 2021		9M 2020	9M 2021	
Crop Science	-34	471	-	3.942	3.937	0%
Pharmaceuticals	1.515	1.366	-10%	4.477	4.273	-5%
Consumer Health	301	308	2%	856	878	3%
Überleitung	13	-56	-	-206	-304	-
Konzern	1.795	2.089	16%	9.069	8.784	-3%
Bereinigte EBITDA-Marge	21,1%	21,4%	0,3 PP	28,9%	26,6%	-2,2 PP

Quelle: Bayer, NATIONAL-BANK AG

PP: Prozentpunkte

Perspektiven

Bayer hat die Guidance für das Geschäftsjahr 2021 (fortgeführte Aktivitäten) im Rahmen des Q3-Berichts umsatzseitig bestätigt und ergebnisseitig leicht angehoben. Der Konzern strebt weiterhin einen Umsatz von ca. 43,0 (wb.: 44,0; Gj. 2020: 41,4) Mrd. Euro an. Die bereinigte Konzern-EBITDA-Marge soll sich jetzt auf ca. 25,5% (zuvor: ca. 25,0% (wb.: 26%; Gj. 2020: 27,7%)) belaufen. Das bereinigte EpS wird nun bei 6,10 bis 6,30 (zuvor: 6,00 bis 6,20 (wb.: 6,50 bis 6,70 (zuvor: 6,40 bis 6,60; Gj. 2020: 6,39)) Euro veranschlagt. Den freien Cashflow sieht das Unternehmen bei -0,5 bis -1,5 (zuvor: -2,0 bis -3,0 (Gj. 2020: 1,34)) Mrd. Euro. Die Nettofinanzverschuldung (wb.) soll bis zum 31.12.2021 weiterhin bei ca. 35,0 (31.12.2020: 30,0) Mrd. Euro liegen.

Um Rechtsstreitigkeiten und Haftungsrisiken im Zusammenhang mit Glyphosat zu beenden bzw. zu reduzieren hat Bayer im August 2021 einen Antrag zur Überprüfung des Falls von Edwin Hardeman beim obersten US-Gerichtshof (Supreme Court) eingereicht. Bayer rechnet im Dezember 2021 mit einer Entscheidung, ob der Supreme Court den Fall annimmt. Mitte Mai 2021 wurden Edwin Hardeman bei einem Prozess, worin es um den Zusammenhang zwischen Glyphosat und seiner Krebserkrankung ging, 25 Mio. USD an Schadenersatz zugesprochen. Wenn der Supreme Court den Fall annimmt, beabsichtigt Bayer bis zu einer Entscheidung des Gerichts, die das Unternehmen in 2022 erwartet, keine Vergleichsverhandlungen mehr zu führen. Im Falle eines Urteils zu Bayers Gunsten würden die Rechtsstreitigkeiten um Glyphosat in den USA weitgehend beendet werden. Im Falle eines Gerichtsentscheids gegen Bayer beabsichtigt das Unternehmen künftige Klagen durch Vergleichsverhandlungen und weitere Gerichtsprozesse beizulegen. Hierzu wurden von Bayer in Q2 2021 weitere Rückstellungen in Höhe von 3,8 Mrd. Euro (entspricht 4,5 Mrd. USD) gebildet.

Wir haben unsere Ergebnisprognosen für die Geschäftsjahre 2021e (u.a. berichtetes EpS: 0,59 (alt: 1,91) Euro; bereinigtes EpS: 6,17 (alt: 6,11) Euro) und 2022e (u.a. berichtetes EpS: 2,82 (alt: 2,37) Euro; bereinigtes EpS: 6,36 (alt: 5,60) Euro) mehrheitlich erhöht. Auf Basis unseres Discounted-Cashflow-Modells (Prognoseanpassung 2021ff, niedrigeres Beta) haben wir ein neues Kursziel von 53,00 (alt: 48,00) Euro für die Bayer-Aktie ermittelt. Zusammen mit unserer Dividendenerwartung (2,00 Euro je Aktie) für die nächsten 12 Monate ergibt sich ein positiver Gesamtertrag von <10%. Daher lautet unser Votum weiterhin Halten..

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> - wenig konjunktursensitives Life Science-Geschäft - margenstarker Pharmabereich - führende Positionen in den einzelnen Segmenten - hohe Bekanntheit und starke Marke 	<ul style="list-style-type: none"> - Abhängigkeit von Zyklen im Agrar-Geschäft - hohe politische und regulatorische Abhängigkeit - Nachholbedarf bei der Medikamenten-Entwicklung - anhaltende Schwierigkeiten im Agrar-Markt
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> - Fokussierung auf globale Megatrends Gesundheit und Ernährung - hohes Wachstumspotential aus der Entwicklungs-Pipeline - Portfolio-Optimierungen - Monsanto-Übernahme (führende Position im Agrar-Geschäft, Anhebung des Margenniveaus) - Vergleich bei Glyphosat-Klagen - Postpandemische Erholung 	<ul style="list-style-type: none"> - Fehlschläge in der Forschung und Entwicklung - Kostendruck im Gesundheitswesen - Rechtsrisiken (Schadenersatzklagen, Patentstreitigkeiten) - Rating-Herabstufung

Quelle: NATIONAL-BANK AG

Bayer: Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. EUR (außer Ergebnis je Aktie und Dividende je Aktie)	2018	2019	2020	2021e	2022e
Umsatz	36.743	43.545	41.400	43.056	44.563
Rohertrag/Bruttoergebnis	22.576	26.078	22.262	30.279	34.503
EBITDA	9.695	9.538	-2.910	6.475	10.921
Abschreibungen	-6.241	-5.365	-13.259	-4.607	-6.239
EBIT	3.454	4.173	-16.169	1.868	4.682
Finanzergebnis	-1.596	-1.309	-1.081	-1.184	-1.225
EBT	1.858	2.864	-17.250	684	3.457
Steuern	-607	-450	1.689	-144	-726
Ergebnis nach Steuern	1.251	2.414	-15.561	541	2.731
Minderheitenanteile	-16	-19	-8	0	1
Nettoergebnis	1.693	4.075	-10.495	582	2.774
Anzahl Aktien (Mio. St.)	941	982	982	982	983
Ergebnis je Aktie	1,46	2,44	-15,85	0,59	2,82
Dividende je Aktie	2,80	2,80	2,00	2,00	2,00
in % vom Umsatz					
Umsatz	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Rohertrag/Bruttoergebnis	61,4%	59,9%	53,8%	70,3%	77,4%
EBITDA	26,4%	21,9%	-7,0%	15,0%	24,5%
Abschreibungen	17,0%	12,3%	32,0%	10,7%	14,0%
EBIT	9,4%	9,6%	-39,1%	4,3%	10,5%
EBT	5,1%	6,6%	-41,7%	1,6%	7,8%
Steuern	1,7%	1,0%	-4,1%	0,3%	1,6%
Ergebnis nach Steuern	3,4%	5,5%	-37,6%	1,3%	6,1%
Nettoergebnis	4,6%	9,4%	-25,4%	1,4%	6,2%

Quelle: Bayer, NATIONAL-BANK AG

Bayer: Bilanz- und Kapitalflussdaten

in Mio. EUR	2018	2019	2020	2021e	2022e
Bilanzsumme	126.285	126.258	117.046	117.174	117.042
Anlagevermögen	95.352	93.699	81.386	79.707	76.498
Geschäfts- und Firmenwert	36.746	34.709	26.029	26.029	26.029
Vorräte	10.961	10.770	10.961	10.764	11.141
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	11.836	11.678	9.555	12.056	12.478
Liquide Mittel	4.052	3.185	4.191	3.585	5.752
Eigenkapital	46.148	47.517	30.699	29.536	30.303
Verzinsliches Fremdkapital	41.394	39.094	41.766	45.098	48.397
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	5.414	6.426	5.683	5.597	5.793
Summe Fremdkapital	80.137	78.741	86.347	87.638	86.739
Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit	7.917	8.207	4.903	693	3.862
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-34.152	-671	-4.073	-2.928	-3.030
Free Cashflow	-26.235	7.536	830	-2.235	832
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	23.432	-8.389	423	1.368	1.335
Summe der Cashflows	-2.803	-853	1.253	-867	2.167

Quelle: Bayer, NATIONAL-BANK AG

Bayer: Wichtige Kennzahlen

	2018	2019	2020	2021e	2022e
EV / Umsatz	3,3	2,3	2,1	2,0	2,0
EV / EBITDA	12,3	10,3	neg.	13,5	8,0
EV / EBIT	34,6	23,6	neg.	46,7	18,6
KBV	59,9	26,2	neg.	86,0	18,0
KBV	1,8	1,3	1,9	1,7	1,6
KCV	20,3	19,7	13,7	13,9	8,7
KUV	2,2	1,4	1,2	1,2	1,1
Dividendenrendite	3,2%	4,4%	3,4%	3,9%	3,9%
Eigenkapitalrendite (ROE)	3,7%	8,6%	-34,2%	2,0%	9,2%
ROCE	3,1%	3,8%	-16,8%	1,9%	5,0%
ROI	1,3%	3,2%	-9,0%	0,5%	2,4%
Eigenkapitalquote	36,5%	37,6%	26,2%	25,2%	25,9%
Anlagendeckungsgrad	48,4%	50,7%	37,7%	37,1%	39,6%
Anlagenintensität	75,5%	74,2%	69,5%	68,0%	65,4%
Vorräte / Umsatz	29,8%	24,7%	26,5%	25,0%	25,0%
Forderungen / Umsatz	32,2%	26,8%	23,1%	28,0%	28,0%
Working Capital-Quote	47,3%	36,8%	35,8%	40,0%	40,0%
Nettofinanzverschuldung (in Mio. EUR)	37.342	35.909	37.575	41.514	42.646
Nettofinanzverschuldung / EBITDA	3,9	3,8	-12,9	6,4	3,9
Capex / Umsatz	7,1%	6,1%	5,8%	6,8%	6,8%
Capex / Abschreibungen	41,5%	49,4%	18,2%	63,6%	48,6%
Free Cashflow / Umsatz	-71,4%	17,3%	2,0%	-5,2%	1,9%
Free Cash Flow / Aktie (EUR)	-27,89	7,68	0,84	-2,28	0,85
Nettofinanzverschuldung / Aktie (EUR)	39,69	36,58	38,25	42,27	43,38
Cash / Aktie (EUR)	4,31	3,24	4,27	3,65	5,85
Buchwert / Aktie (EUR)	49,05	48,40	31,25	30,08	30,83

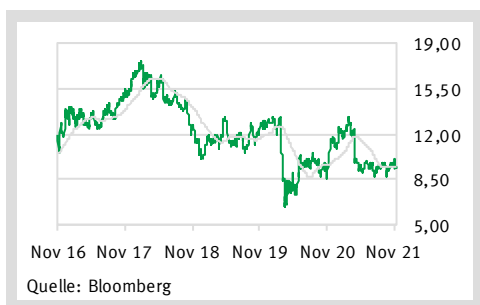
Quelle: Bayer, NATIONAL-BANK AG

Credit Suisse Group

Halten (Halten)

Kurs am 09.11.21 um 17:31h	9,35 CHF
Erstellung abgeschlossen	10.11.2021/ 12:00h
Erstmals weitergegeben	10.11.2021/ 13:30h
Kursziel	10,00 CHF
Marktkapitalisierung	22,88 Mrd. CHF
Branche	Finanzdienstleistungen
Land	Schweiz
WKN	876800
Reuters	CSGN.S

Kennzahlen	12/20	12/21e	12/22e
Ergebnis je Aktie (CHF)	1,09	0,06	1,26
Kurs/Gewinn	10,5	146,8	7,4
Dividende je Aktie (CHF)	0,10	0,10	0,31
Div.-Rendite	0,9%	1,1%	3,3%
Kurs/Umsatz	1,2	1,0	1,1
Kurs/Op. Ergebnis	8,0	46,9	5,2
Cost/Income	79,6%	75,0%	74,0%
Kurs/Buchwert	0,7	0,6	0,5



Performance	3 M	6 M	12 M
Absolut	-3,6%	1,8%	-12,1%
Relativ z. SMI	-3,6%	-9,4%	-31,4%

Erstempfehlung 24.03.2014

Historie der Umstufungen (12 Monate):

19.02.2021 Von Kaufen auf Halten

Anlass

Zahlen für das dritte Quartal 2021

Einschätzung

Das Zahlenwerk des dritten Quartals (Q3) 2021 fiel besser als erwartet aus. Ursächlich dafür waren u.a. deutlich gesteigerte Erträge aus Provisionen und Gebühren. Auf Grund der deutlich erhöhten Steuerbelastung sank das Nettoergebnis im Jahresvergleich. Die Bilanzkennzahlen (per 30.09.2021) lagen u.E. auf einem soliden Niveau. Wie im Rahmen von Q1 2021 angekündigt rechnet die Bank noch bis zum Jahresende mit einem deutlich erhöhten effektiven Steuersatz. Darüber hinaus hat die Bank im Rahmen des Strategieupdates angekündigt, dass es in Q4 2021 zu einer erheblichen Goodwill-Abschreibung kommen wird, welche zu einem negativen Q4-Ergebnis führt. Wir passen unsere Prognosen (EpS 2021e: 0,06 (alt: 0,34) CHF; DpS 2021e: unverändert 0,10 CHF; EpS 2022e: 1,26 (alt: 1,36) CHF; DpS 2022e: 0,31 (alt: 0,20) CHF). Bei einem positiven Gesamtertrag (12 Monate) von <10% lautet unser Votum für die Credit Suisse-Aktie weiterhin Halten (Kursziel: 10,00 (alt: 9,50) CHF (mod. Gordon-Growth-Modell; Prognoseanpassung; niedrigeres Beta)).

Jan Lennertz (Analyst)

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> - globale Marktpräsenz sowie breite Kundenbasis - Schweizer Retail Banking stellt relativ stabile Ertrags- und Refinanzierungsbasis dar - positive Neugeldentwicklung (insbesondere in Asien) 	<ul style="list-style-type: none"> - teilweiser Rückzug aus dem Fixed Income-Geschäft geht mit deutlichen Ertragseinbußen einher - Volatilität der Erträge im Investment Banking in Abhängigkeit vom Kapitalmarktumfeld - Niedrigzinsniveau - intensiver Wettbewerb im Wealth Management
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> - wachsender Anteil der Ultra und der High Net Worth Individuals - Angleichen der Brutto-/Nettomarge an das Vorkrisenniveau - höhere Dynamik bei den Nettomittelzuflüssen (Vermögensverwaltung) 	<ul style="list-style-type: none"> - anhaltendes Niedrigzinsumfeld (insbesondere Negativzinsen in der Eurozone) - Leitzinssenkungen in den USA - Rechtsrisiken - Anhaltende Corona-Pandemie

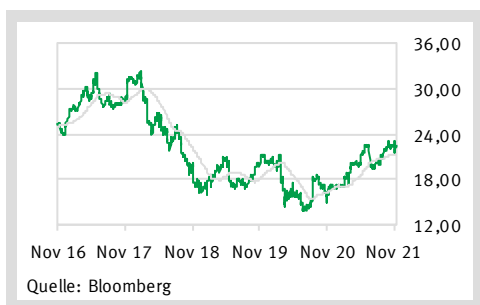
Quelle: NATIONAL-BANK AG

freenet

Halten (Halten)

Kurs am 09.11.21 um 17:35h	22,49 EUR
Erstellung abgeschlossen	10.11.2021/ 12:00h
Erstmals weitergegeben	10.11.2021/ 13:30h
Kursziel	22,00 EUR
Marktkapitalisierung	2,88 Mrd. EUR
Branche	Telekommunikation
Land	Deutschland
WKN	A0Z2ZZ
Reuters	FNTGn.DE

Kennzahlen	12/20	12/21e	12/22e
Ergebnis je Aktie (EUR)	4,44	1,67	1,88
Kurs/Gewinn	3,9	13,5	12,0
Dividende je Aktie (EUR)	1,65	1,45	1,45
Div.-Rendite	9,7%	6,4%	6,4%
Kurs/Umsatz	0,8	1,1	1,1
Kurs/Op. Ergebnis	8,3	11,3	9,9
Kurs/Cashflow	6,1	9,5	7,1
Kurs/Buchwert	1,2	1,6	1,6



Performance	3M	6M	12M
Absolut	8,5%	4,2%	33,5%
Relativ z. MDAX	7,9%	-6,1%	6,2%

Erstempfehlung 27.03.2014

Historie der Umstufungen (12 Monate):

Anlass

Zahlen für das dritte Quartal 2021

Einschätzung

Die Zahlen für das dritte Quartal (Q3) 2021 fielen aus unserer Sicht insgesamt erfreulich aus. So lagen der Umsatz im Rahmen der Erwartungen und die Ergebniskennziffern sogar über den Erwartungen. Zudem geht freenet nun davon aus, jeweils das obere Ende der Zielspannen für das EBITDA und den freien Cashflow in 2021 erreichen zu können. Im Rahmen der Veröffentlichung der Q3-Zahlen hat freenet auch einen Kapitalmarkttag abgehalten. Demnach soll das Konzern-EBITDA bis 2025 auf mindestens 520 (2020: 426) Mio. Euro zulegen (entspricht durchschnittlicher jährlicher Wachstumsrate von mehr als 4%), wobei 30-60 Mio. Euro des Zuwachses aus dem Mobilfunksegment (hierbei u.a. Digital Lifestyle: 10-20 Mio. Euro; Internet: 15-25 Mio. Euro), 35-65 Mio. Euro aus dem Bereich TV und Medien (hierbei vor allem waipu.tv: 25-35 Mio. Euro) und 5-15 Mio. Euro aus Kosteneffizienzen herkommen sollen. Wir haben unsere EpS-Prognosen beibehalten (2021e: 1,67 Euro; 2022e: 1,88 Euro). In Erwartung eines positiven Gesamtertrags (12 Monate; unsere Dividenden-erwartung: 1,45 Euro je Aktie) von <10% votieren wir weiterhin mit Halten für die freenet-Aktie (Kursziel: 22,00 (alt: 20,50) Euro (Peer Group-Modell; gestiegene Multiplikatoren der Vergleichsunternehmen)).

Markus Jost (Analyst)

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> - Marktführer in Deutschland bei den netzunabhängigen Telekommunikationsanbietern - Alleinstellungsmerkmale im Markt - hohe Dividendenrendite bei sehr niedrigem Investitionsbedarf (Grund: keine eigene Netzinfrastruktur) - Bereiche „Digital Lifestyle“ sowie das TV-Geschäft als neue Erlösquellen neben dem wettbewerbsintensiven Mobilfunkgeschäft 	<ul style="list-style-type: none"> - Preisdruck im Mobilfunkbereich - hoher Wettbewerbsdruck im deutschen Mobilfunkmarkt
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> - Partizipieren am Wachstum des mobilen Internets (Kooperationen mit Apple und Samsung; „Digital Lifestyle“-Produkte wie bspw. Smart Home) - Steigerung der Profitabilität durch Fokussierung auf profitablere Geschäftsbereiche - TV-Geschäft könnte für langfristiges Erlös- und Gewinnwachstum sorgen, vor allem wenn es gelingt, die bisherigen Mobilfunkkunden für das Angebot zu gewinnen 	<ul style="list-style-type: none"> - Integrationsrisiken - eine mögliche von der EU geförderte zukünftige Stärkung ehemaliger Monopolisten bzw. großer Netzbetreiber wie die Deutsche Telekom und Vodafone wäre zum Nachteil kleiner Anbieter wie freenet - hoher Firmenwert (rund 30% der Bilanzsumme und 76% des Eigenkapitals)

Quelle: NATIONAL-BANK AG

Klöckner & Co

Halten (Halten)

Kurs am 09.11.21 um 17:35h	11,05 EUR
Erstellung abgeschlossen	10.11.2021/ 12:00h
Erstmals weitergegeben	10.11.2021/ 13:30h
Kursziel	10,90 EUR
Marktkapitalisierung	1,10 Mrd. EUR
Branche	Rohstoffe
Land	Deutschland
WKN	KC0100
Reuters	KCOGn.DE

Kennzahlen	12/20	12/21e	12/22e
Ergebnis je Aktie (EUR)	- 1,16	5,03	0,94
Kurs/Gewinn	neg.	2,2	11,7
Dividende je Aktie (EUR)	0,00	1,00	0,30
Div.-Rendite	0,0%	9,0%	2,7%
Kurs/Umsatz	0,1	0,1	0,2
Kurs/Op. Ergebnis	neg.	1,6	6,9
Kurs/Cashflow	3,2	3,3	4,7
Kurs/Buchwert	0,5	0,7	0,7



Performance	3 M	6 M	12 M
Absolut	- 13,5%	- 6,3%	108,5%
Relativ z. SDAX	- 16,2%	- 13,7%	74,8%

Erstempfehlung 08.07.2009

Historie der Umstufungen (12 Monate):

30.07.2021	Von Kaufen auf Halten
09.06.2021	Von Halten auf Kaufen

Anlass

Zahlen für das dritte Quartal 2021

Einschätzung

Das Zahlenwerk für das dritte Quartal (Q3) 2021 (deutliche Umsatz- und Ergebnisverbesserungen, aber Rückgang des Cash-flows), das erneut vom deutlichen Stahlpreisanstieg geprägt war, bewegte sich ergebnisseitig im Rahmen (bereinigtes/berichtetes EBITDA) bzw. über (EpS) unseren Erwartungen. Das bereinigte Q3-EBITDA kam im oberen Bereich der Guidance heraus. Der Ende September angehobene Ergebnisausblick für das Gesamtjahr 2021 (bereinigtes EBITDA rund 800 Mio. Euro; höchster Wert seit dem Börsengang (2006)) wurde im Rahmen des Q3-Berichts wiederholt. Positiv überrascht hat uns der voraussichtliche Dividendenvorschlag für 2021 (0,90 bis 1,10 Euro je Aktie). Wir gehen nach wie vor davon aus, dass der „Ergebnis-Peak“ in 2021 erreicht wird. Aus der Strategie-Evolution „Klöckner & Co 2025“ leitet das Unternehmen u.E. ein erfreuliches Ergebnisziel ab (bis 2025 mehr als Verdoppelung des EBITDA gegenüber dem Vorkrisenniveau (jeweils preisbereinigt)). Die Stahlpreisentwicklung (KlöCo nur „Passagier“) wird u.E. eine der Hauptdeterminanten der Geschäftsentwicklung bleiben. Wir haben unsere Prognosen teilweise erhöht (u.a. EpS 2021e: 5,03 (alt: 4,87) Euro; DpS 2021e: 1,00 (alt: 0,30) Euro). In Erwartung eines positiven Gesamtertrags (12 Monate) von <10% lautet unser Votum für die KlöCo-Aktie weiterhin Halten (Kursziel: 10,90 (alt: 11,40) Euro (Discounted-Cashflow-Modell; Prognoseanpassung vs. höheres Beta, höherer Mittelabfluss an die Aktionäre)).

Sven Diermeier (Senior Analyst)

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> - einer der größten unabhängigen Stahlhändler in Westeuropa und den USA - erweiterte Wertschöpfungskette 	<ul style="list-style-type: none"> - volatile Ergebnisse - Handelsgeschäft mit vergleichsweise geringen Margen - keine signifikante Präsenz in Schwellenmärkten bzw. fehlende regionale Diversifikation - geringe Marktmacht
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> - erfolgreiche Umsetzung der Strategie „Klößner & Co 2025“ - Branchenkonsolidierung - wirksame Stahl-Importzölle - dynamische Konjunkturerholung (Überwinden der Covid-19-Pandemie) 	<ul style="list-style-type: none"> - hohe Konjunkturabhängigkeit - häufiges Verfehlen der eigenen Zielsetzungen - Übernahmen (Aufbau von Goodwill; eventuell Kapitalerhöhung) - Scheitern der Strategie „Klößner & Co 2025“

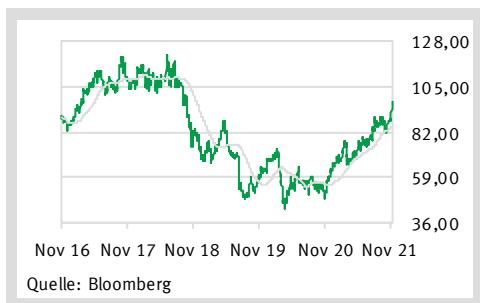
Quelle: NATIONAL-BANK AG

Krones

Halten (Halten)

Kurs am 09.11.21 um 17:35h	98,00 EUR
Erstellung abgeschlossen	10.11.2021/ 12:00h
Erstmals weitergegeben	10.11.2021/ 13:30h
Kursziel	104,00 EUR
Marktkapitalisierung	3,10 Mrd. EUR
Branche	Industrie
Land	Deutschland
WKN	633500
Reuters	KRNG.DE

Kennzahlen	12/20	12/21e	12/22e
Ergebnis je Aktie (EUR)	-2,52	3,79	5,12
Kurs/Gewinn	neg.	25,8	19,1
Dividende je Aktie (EUR)	0,06	1,00	1,50
Div.-Rendite	0,1%	1,0%	1,5%
Kurs/Umsatz	0,6	0,9	0,8
Kurs/Op. Ergebnis	neg.	19,7	14,5
Kurs/Cashflow	5,7	39,5	28,9
Kurs/Buchwert	1,5	2,3	2,1



Performance	3 M	6 M	12 M
Absolut	13,0%	26,9%	73,5%
Relativ z. SDAX	10,3%	19,5%	39,8%

Erstempfehlung 20.03.2014

Historie der Umstufungen (12 Monate):

Anlass

Zahlen für das dritte Quartal 2021

Einschätzung

Die Zahlen für das dritte Quartal (Q3) 2021 lagen beim operativen Ergebnis deutlich sowohl über unseren Erwartungen als auch denen des Marktes. Die Profitabilität verbesserte sich trotz höherer Material- und Logistikkosten. Dies ist insbesondere auf die ergriffenen Kostensenkungsmaßnahmen zurückzuführen. Der Auftragszugang konnte auch in Q3 weiter zulegen (+36% y/y; +18% q/q). Damit liegt der Auftragseingang in 9M 2021 deutlich über dem Vorkrisenniveau. Der Ausblick für das laufende Geschäftsjahr wurde bestätigt. Der Konzern rechnet weiterhin mit einem Umsatzwachstum von 7% bis 9% (2020: -16,1%) y/y sowie einer EBITDA-Marge von 7% bis 8% (2020: 4,0% bzw. bereinigt um Sonderbelastungen 6,2%). Für das vierte Quartal geht das Unternehmen von einer anhaltend hohen Nachfrage aus. Der sehr guten Auftragslage stehen die angespannten Lieferketten gegenüber. Wir haben unsere Prognosen für die Geschäftsjahre 2021e (u.a. EpS: 3,79 (alt: 3,43) Euro) und 2022e (u.a. EpS: 5,12 (alt: 4,94) Euro) erhöht. Auf Basis unseres Discounted-Cashflow-Modells haben wir ein neues Kursziel von 104,00 (alt: 93,00) Euro (u.a. Anhebung der Prognosen) für die Krones-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"> - Weltmarktführer bei Abfüll- und Verpackungsmaschinen - Entwicklung vom reinen Maschinenbauer zum Systemanbieter - Krones ist ein Markenname „Made in Germany“ - solide Bilanzstruktur mit einer hohen Eigenkapitalquote - gute Positionierung in den Schwellenländern 	<ul style="list-style-type: none"> - der kleinere Bereich Prozesstechnik weist eine unterdurchschnittliche Marge auf - deutliche Abhängigkeit von Edelstahlpreisen und anderen Materialkosten - Preisdruck beeinträchtigt das Margenniveau
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> - weltweit steigende Nachfrage nach Lebensmitteln und Getränken erhöht den Bedarf an Abfüll- und Verpackungsmaschinen - Nachfrage nach integrierten Systemen wächst deutlich - neue Trends wie das vermehrte Abfüllen in PET-Flaschen ermöglichen auch Wachstum in Kernmärkten wie Europa und den USA 	<ul style="list-style-type: none"> - Währungsrisiken - Gefahr von Produktpiraterie, vor allem durch Hersteller in Schwellenländern - Verfehlen der Mittelfristziele - anhaltende Marktschwäche - steigende Materialpreise

Quelle: NATIONAL-BANK AG

Nordex

Halten (Halten)

Kurs am 09.11.21 um 17:35h	14,19 EUR
Erstellung abgeschlossen	10.11.2021/ 12:00h
Erstmals weitergegeben	10.11.2021/ 13:30h
Kursziel	14,90 EUR
Marktkapitalisierung	2,27 Mrd. EUR
Branche	Energie
Land	Deutschland
WKN	A0D655
Reuters	NDXG.DE

Kennzahlen	12/20	12/21e	12/22e
Ergebnis je Aktie (EUR)	-1,21	-0,84	0,17
Kurs/Gewinn	neg.	neg.	85,5
Dividende je Aktie (EUR)	0,00	0,00	0,00
Div.-Rendite	0,0%	0,0%	0,0%
Kurs/Umsatz	0,3	0,4	0,5
Kurs/Op. Ergebnis	neg.	neg.	52,6
Kurs/Cashflow	neg.	neg.	10,5
Kurs/Buchwert	1,6	1,6	1,8



Performance	3M	6M	12M
Absolut	-17%	-25%	-2%
Relativ z. SDAX	-20%	-32%	-36%

Erstempfehlung 25.03.2014

Historie der Umstufungen (12 Monate):

Anlass

Eckdaten für das dritte Quartal 2021 / Gewinnwarnung

Einschätzung

Die Eckdaten für das dritte Quartal (Q3) 2021 (Umsatz: +13% auf 1,26 (Vj.: 1,12) Mrd. Euro; EBITDA: wegen sehr hohem Sonderertrag in Q3 2020 -77% auf 32 (Vj.: 142) Mio. Euro) sind u.E. noch recht solide ausgefallen (impliziert für Q1-Q3 2021: Umsatz von 3,96 (Vj.: 3,17) Mrd. Euro (+25% y/y), EBITDA von 101 (Vj.: 71) Mio. Euro (+42% y/y) sowie EBITDA-Marge von 2,5% (Vj.: 2,2%)). Die deutliche Verbesserung der Bilanz- und Verschuldungskennzahlen per 30.09.2021 (ggü. 30.06.2021) ist vor allem auf die im Juli durchgeführte Sach-/Barkapitalerhöhung (Volumen: 586 Mio. Euro) zurückzuführen. Der feste Auftragsbestand für Projekte (per 30.09.2021: 5,01 Mrd. Euro) hat sich zwar im Quartalsverlauf etwas erholt (30.06.2021: 4,83 Mrd. Euro), er liegt aber auf dem zweitniedrigsten Wert seit Ende Q1 2019. Der Ausblick für das Geschäftsjahr 2021 wurde umsatzseitig präzisiert und damit angehoben (5,0 bis 5,2 (bisher: 4,7 bis 5,2; Gj. 2020: 4,65; unsere bisherige Prognose: 4,98) Mrd. Euro), aber margenseitig (EBITDA-Marge: rund 1,0% (bisher: 4,0% bis 5,5%; unsere bisherige Prognose: 4,7%) deutlich gesenkt (impliziert nun EBITDA von 50 bis 52 (bisher: 188 bis 286; unsere bisherige Prognose: 231) Mio. Euro). Ausschlaggebend für die Gewinnwarnung sind den Unternehmensangaben zufolge die stark gestiegenen Material- und Logistikkosten. Ferner wurde das strategische Margenziel (8%) von 2022 (unsere bisherige Prognose: 7,3%) auf „mittelfristig“ verschoben. Wir haben unsere Prognosen gesenkt (u.a. EpS 2021e: -0,84 (alt: -0,04) Euro; EpS 2022e: +0,17 (alt: +0,63) Euro). In Erwartung eines positiven Gesamtertrags (12 Monate) von <10% lautet unser Votum für die Nordex-Aktie weiterhin Halten (Kursziel: 14,90 (alt: 15,70) Euro (Discounted-Cashflow-Modell; Prognosesenkung)).

Sven Diermeier (Senior Analyst)

Pfeiffer Vacuum Technology

Verkaufen (Verkaufen)

Kurs am 09. 11. 21 um 17:35h	215,50 EUR
Erstellung abgeschlossen	10.11.2021/ 12:00h
Erstmals weitergegeben	10.11.2021/ 13:30h
Kursziel	-
Marktkapitalisierung	2,13 Mrd. EUR
Branche	Industrie
Land	Deutschland
WKN	691660
Reuters	PV.DE

Kennzahlen	12/20	12/21e	12/22e
Ergebnis je Aktie (EUR)	3,20	6,56	7,17
Kurs/Gewinn	49,0	32,8	30,0
Dividende je Aktie (EUR)	1,60	2,20	2,50
Div.-Rendite	1,0%	1,0%	1,2%
Kurs/Umsatz	2,5	2,9	2,8
Kurs/Op. Ergebnis	34,2	23,1	21,2
Kurs/Cashflow	26,1	25,5	25,0
Kurs/Buchwert	4,0	4,8	4,3



Performance	3 M	6 M	12 M
Absolut	20,5%	31,6%	36,4%
Relativ z. SDAX	17,8%	24,1%	2,7%

Erstempfehlung 21.03.2014

Historie der Umstufungen (12 Monate):

Anlass

Zahlen für das dritte Quartal 2021

Einschätzung

Der Umsatz stieg im dritten Quartal (Q3) 2021 erneut stärker als erwartet um 21,1% auf 184,1 (Vj.: 152,0; unsere Prognose: 163,3) Mio. Euro. Laut Vorstandschefin Giesen erreichte die Nachfrage nach den Produkten von Pfeiffer Vacuum in allen Segmenten einen historischen Höchststand, der auch auf die starke Nachfrage für Mikroprozessoren und der damit verbundenen Kapazitätsausweitung der Kunden zurückzuführen ist. Darüber hinaus fielen auch die Ergebniskennzahlen in Q3 besser als erwartet aus (bspw. EBIT: +60,2% auf 25,9 (Vj.: 16,1; unsere Prognose: 20,8) Mio. Euro). Den Ausblick für 2021 hatte Pfeiffer Vacuum bereits im Rahmen der Bekanntgabe der Q3-Eckdaten Ende Oktober zum Teil angehoben gehabt. Der Umsatz soll demnach in 2021 auf 730-750 (bisher: 710-730; Vj.: 618,7) Mio. Euro steigen und die EBIT-Marge unverändert auf 12,0%-13,0% (Vj.: 7,3%). Wir haben unsere Prognosen für 2021e (u.a. EpS: 6,56 (alt: 6,40) Euro) und für 2022e (u.a. EpS: 7,17 (alt: 6,99) Euro) angehoben. In Erwartung eines negativen Gesamtertrags (12 Monate) votieren wir weiterhin mit Verkaufen für die Pfeiffer Vacuum-Aktie, die in der Nähe ihres vor kurzem erreichten Allzeithochs notiert.

Markus Jost (Analyst)

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> - breite Diversifizierung der Absatzmärkte sowohl regional als auch hinsichtlich der Anwender - solide Bilanzstruktur mit einer hohen Eigenkapitalquote 	<ul style="list-style-type: none"> - auf Grund der hohen Zyklizität nur sehr schwer zu prognostizierende Geschäftsentwicklung - sinkendes Margenniveau auf Grund von Akquisitionen - Abhängigkeit vom Großkunden Samsung - Verfehlen der eigenen Zielsetzung
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> - Steigerung des Marktanteils - Restrukturierungsmaßnahmen sollen zur Verbesserung des Margenniveaus führen - Zukäufe/Übernahme durch Wettbewerber Busch 	<ul style="list-style-type: none"> - negative Auswirkungen durch die Corona-Virus-Pandemie - Währungsrisiken - Integrationsrisiken - sinkende Nachfrage infolge einer Konjunkturabkühlung - zyklisches Halbleitergeschäft

Quelle: NATIONAL-BANK AG

Porsche Automobil Holding Vz

Halten (Halten)

Kurs am 09.11.21 um 17:35h	85,82 EUR
Erstellung abgeschlossen	10.11.2021/ 12:00h
Erstmals weitergegeben	10.11.2021/ 13:30h
Kursziel	86,00 EUR
Marktkapitalisierung	26,28 Mrd. EUR
Branche	Automobile / Zulieferer
Land	Deutschland
WKN	PAH003
Reuters	PSHG_p.DE

Kennzahlen	12/20	12/21e	12/22e
Ergebnis je Aktie (EUR)	8,57	13,41	14,48
Kurs/Gewinn	6,1	6,4	5,9
Dividende je Aktie (EUR)	2,21	2,90	3,25
Div.-Rendite	4,2%	3,4%	3,8%
Kurs/Umsatz	-	-	-
Kurs/Op. Ergebnis	10,1	6,3	5,8
Kurs/Cashflow	34,0	34,2	24,2
Kurs/Buchwert	0,7	0,7	0,7



Performance	3 M	6 M	12 M
Absolut	-4,2%	-2,2%	57,8%
Relativ z. DAX40	-5,9%	-5,7%	38,8%

Erstempfehlung 07.09.2021

Historie der Umstufungen (12 Monate):

Anlass

Zahlen für das dritte Quartal 2021

Einschätzung

Auf Grund der hohen Korrelation mit dem Zahlenwerk (betrifft v.a. Nettoergebnis/EpS) des Kerninvestments Volkswagen (VW) stellen die Zahlen für das dritte Quartal (Q3) 2021 des Porsche SE-Konzerns keine Überraschung dar. Der Ausblick für das Geschäftsjahr 2021 (Nachsteuerergebnis, Nettoliquidität) wurde wiederholt. Wir erachten diese nach den Q3-Zahlen des Porsche SE-Konzerns sowie der Gesamtjahres-Guidance des Kerninvestments nach wie vor für realistisch. Wir haben nach wie vor Vertrauen in VW-CEO Diess und die VW-Strategie „New Auto“. Dass VW-CEO Diess den internen Druck hinsichtlich Effizienzsteigerungen hoch hält, begrüßen wir. Die Verschiebung der Bekanntgabe des Fünfjahresplans von VW (vom 12.11. auf 09.12.) zeigt u.E. die konzerninternen Konflikte hinsichtlich der Transformation des Geschäftsmodells. Die juristischen Risiken für den Porsche SE-Konzern und den VW-Konzern bleiben vorerst hoch. In Erwartung eines positiven Gesamtertrags (12 Monate) von <10% lautet unser Votum für die Porsche SE-Vorzugsaktie weiterhin Halten (Kursziel: unverändert 86,00 Euro (Sum-of-the-Parts-Bewertung; unveränderte Bewertung der VW-Beteiligung)).

Sven Diermeier (Senior Analyst)

Highlights

- Der Ergebnisausblick für das Geschäftsjahr 2021 (Nachsteuerergebnis: 3,4 bis 3,9 Mrd. Euro) wurde wiederholt.
- Die Nettoliquidität (ohne Investitionen/Desinvestitionen) soll Ende 2021 nach wie vor zwischen 0,4 bis 0,9 Mrd. Euro herauskommen.
- VW hat die Bekanntgabe des Fünfjahresplans auf Anfang Dezember verschoben.

Geschäftsentwicklung

Der Konzernabsatz (ohne China) des Kerninvestments Volkswagen (VW) brach im dritten Quartal (Q3) 2021 auf Grund der Knappheit an elektronischen Bauteilen um 24% y/y ein. Dabei sank der Konzernumsatz (chinesische Gemeinschaftsunternehmen sind nicht erfasst) um 4% auf 56,93 (Vj.: 59,36) Mrd. Euro. Das operative Ergebnis vor Sondereffekten (=bereinigtes EBIT) verringerte sich um 12% auf 2,80 (Vj.: 3,18) Mrd. Euro (bereinigte EBIT-Marge: 4,9% (Vj.: 5,4%)). Der Ergebnisrückgang auf Konzernebene ist hauptsächlich auf Preis-/Absatz-/Mix-Effekte im Pkw-Bereich (Ergebniseffekt: -1,2 Mrd. Euro y/y) zurückzuführen. Das Ergebnis je VW-Stammaktie verbesserte sich auf Grund einer niedrigeren Steuerquote (zum Vergleich EBT: -15% y/y) um 7% auf 5,51 (Vj.: 5,17) Euro. Entsprechend entwickelte sich das at-Equity-Ergebnis des Porsche SE-Konzerns (+7% auf 851 (Vj.: 796; unsere Prognose: 847) Mio. Euro), das maßgeblich von der Geschäftsentwicklung des Kerninvestments VW bestimmt wird. Das Nachsteuerergebnis wurde um 9% auf 835 (Vj.: 766; unsere Prognose: 831) Mio. Euro verbessert.

Porsche Automobil Holding	Q3 2020	Q3 2021	Veränderung
	in Mio. EUR	in Mio. EUR	gg Vj. (in Mio. EUR)
Nettoergebnis der Volkswagen AG	2.583	2.761	178
At Equity-Ergebnis der Porsche SE	796	851	55
Nettoergebnis der Porsche SE	766	835	69

Quelle: Porsche Automobil Holding, Volkswagen, NATIONAL-BANK AG

In den ersten neun Monaten (9M) 2021 (VW-Konzern) 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 VW-Stammaktie wurde nahezu verachtfacht (21,65 (Vj.: 2,73) Euro). Entsprechend zeigte sich die Ergebnisentwicklung des Porsche SE-Konzerns signifikant verbessert (at-Equity-Ergebnis: 3.365 (Vj.: 496) Mio. Euro; Nachsteuerergebnis: 3.299 (Vj.: 437) Mio. Euro).

Die Nettoliquidität des Porsche SE-Konzerns bezifferte sich per Ende September 2021 auf 0,64 (30.06.2021: 0,58; 31.12.2020: 0,56; 31.12.2019: 0,55; 31.12.2018: 0,86) Mrd. Euro.

Porsche Automobil Holding	9M 2020 in Mio. EUR	9M 2021 in Mio. EUR	Veränderung gg Vj. (in Mio. EUR)
Nettoergebnis der Volkswagen AG	1.382	10.865	9.483
At Equity-Ergebnis der Porsche SE	496	3.365	2.869
Nettoergebnis der Porsche SE	437	3.299	2.862

Quelle: Porsche Automobil Holding, Volkswagen, NATIONAL-BANK AG

Perspektiven

Die Porsche SE verfügt gegenwärtig über neun Beteiligungen: Volkswagen (VW) AG (31,4% am Aktienkapital und 53,3% der Stimmrechte), PTV Planung Transport Verkehr AG (100%, zukünftig 40%), INRIX, Markforged, SEURAT, AEVA, AURORALABS, Isar Aerospace sowie proteanTecs. Das Unternehmen plant weitere strategische Beteiligungen zu erwerben. Vorrangige Investitionskriterien für künftige Beteiligungen sind den Unternehmensangaben zufolge der Bezug zur automobilen Wertschöpfungskette sowie ein überdurchschnittliches Wachstumspotenzial. Die automobilen Wertschöpfungskette umfasst dabei die gesamte Bandbreite von Basistechnologien zur Unterstützung des Entwicklungs- und Produktionsprozesses bis hin zu fahrzeug- und mobilitätsbezogenen Dienstleistungen. Die Strategie wurde hingehend modifiziert, dass die Porsche SE zukünftig verstärkt mit Co-Investoren zusammenarbeiten will.

Das Kerninvestment VW will sich gemäß der Strategie „New Auto“ (am 13.07.2021 präsentiert) 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 (war bereits im März angekündigt worden) 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%; 2018: 7,3%; 2017: 7,4%; 2016: 6,7%) erzielt wird.

Der Porsche SE-Konzern hat im Rahmen des Q3-Berichts (am 09.11.) den Ergebnisausblick für das Geschäftsjahr 2021 wiederholt (Nachsteuerergebnis: 3,4 bis 4,9 (Gj. 2020: 2,62; Gj. 2019: 4,41) Mrd. Euro). Die Nettoliquidität (ohne Investitionen/Desinvestitionen) soll sich per Ende Dezember 2021 nach wie vor in einer Spanne von 0,4 bis 0,9 (31.12.2020: 0,56) Mrd. Euro bewegen.

Wir haben unsere Prognosen für die Geschäftsjahre 2021e (u.a. Ergebnis je Vorzugsaktie: 13,41 (alt: 13,40) Euro; Dividende je Vorzugsaktie: unverändert 2,90 Euro) und 2022e (u.a. Ergebnis je Vorzugsaktie: 14,48 (alt: 14,47) Euro; Dividende je Vorzugsaktie: unverändert 3,25 Euro) teilweise leicht angepasst. Auf Basis unseres Sum-of-the-Parts-Modells (Annahmen: fairer Wert der Porsche SE-Vorzugsaktie = fairer Wert je Porsche SE-Stammaktie; nach wie vor (Risiko-)Abschlag von 30% u.a. wegen Rechtsrisiken; unveränderte Bewertung der VW-Beteiligung) haben wir ein unverändertes Kursziel von 86,00 Euro für die Porsche SE-Vorzugsaktie ermittelt. Zusammen mit unserer Dividenden-erwartung (12 Monate: 2,90 Euro je Vorzugsaktie) ergibt sich damit ein positiver Gesamtertrag (12 Monate) von <10%. Daher lautet unser Votum für die Porsche SE-Vorzugsaktie weiterhin Halten.

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> - hohe Nettoliquidität und hohe Eigenkapitalquote - Beteiligung am weltgrößten Autobauer 	<ul style="list-style-type: none"> - VW verfügt über konjunktursensitives Geschäftsmodell - geringe Transparenz (Familien Porsche und Piech) u.a. hinsichtlich strategischer Neuausrichtung - hohe Abhängigkeit von VW, aber trotz Stimmrechtsmehrheit wegen Sonderrechte von Niedersachsen keine „vollständige“ Kontrolle - Vorzugsaktie bietet keine Stimmrechte (Hauptversammlung)
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> - Investitionen in neue Beteiligungen - erfolgreiche Umsetzung der VW-Strategie - erfolgreicher Ausgang von Rechtsstreitigkeiten - dynamische Konjunkturerholung 	<ul style="list-style-type: none"> - anhaltende Rechtsstreitigkeiten (VW und Porsche SE) - Scheitern der VW-Strategie (milliardenschwere Wertberichtigungen)

Quelle: NATIONAL-BANK AG

Porsche Automobil Holding: Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. EUR (außer Ergebnis je Aktie und Dividende je Aktie)	2018	2019	2020	2021e	2022e
EBIT	3.517	4.393	2.592	4.188	4.506
Finanzergebnis	-3	23	54	-24	-4
EBT	3.514	4.416	2.646	4.164	4.502
Steuern	-24	-9	-23	-52	-68
Ergebnis nach Steuern	3.490	4.408	2.624	4.112	4.435
Minderheitenanteile	0	0	0	0	0
Nettoergebnis	3.490	4.407	2.623	4.107	4.435
Anzahl Aktien (Mio. Vz.)	153	153	153	153	153
Ergebnis je Aktie	11,40	14,39	8,57	13,41	14,48
Dividende je Aktie	2,21	2,21	2,21	2,90	3,25

Quelle: Porsche Automobil Holding, NATIONAL-BANK AG

Porsche Automobil Holding: Bilanz- und Kapitalflussdaten

in Mio. EUR	2018	2019	2020	2021e	2022e
Bilanzsumme	33.708	35.593	36.250	36.264	36.444
Anlagevermögen	32.792	34.908	35.614	35.598	35.582
Liquide Mittel	738	446	456	505	698
Eigenkapital	33.399	35.284	35.946	35.999	36.177
Verzinsliches Fremdkapital	13	40	37	0	0
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	3	4	5	0	0
Summe Fremdkapital	309	309	304	265	268
Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit	558	722	773	769	1.088
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-54	-318	-85	-7	-8
Free Cashflow	504	404	688	762	1.080
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	-539	-681	-680	-713	-887
Summe der Cashflows	-35	-277	8	49	192

Quelle: Porsche Automobil Holding, NATIONAL-BANK AG

Porsche Automobil Holding: Wichtige Kennzahlen

	2018	2019	2020	2021e	2022e
Marktkapitalisierung / EBIT	7,5	6,0	10,1	6,3	5,8
KGV	5,4	4,2	6,1	6,4	5,9
KBV	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7
KCV	47,1	36,4	34,0	34,2	24,2
Dividendenrendite	3,6%	3,7%	4,2%	3,4%	3,8%
Eigenkapitalrendite (ROE)	10,4%	12,5%	7,3%	11,4%	12,3%
ROCE	10,7%	12,6%	7,3%	11,8%	12,7%
ROI	10,4%	12,4%	7,2%	11,3%	12,2%
Eigenkapitalquote	99,1%	99,1%	99,2%	99,3%	99,3%
Nettofinanzverschuldung (in Mio. EUR)	-725	-406	-419	-505	-698
Free Cash Flow / Aktie (EUR)	1,65	1,32	2,25	2,49	3,53
Nettofinanzverschuldung / Aktie (EUR)	-2,37	-1,33	-1,37	-1,65	-2,28
Cash / Aktie (EUR)	2,41	1,46	1,49	1,65	2,28
Buchwert / Aktie (EUR)	109,06	115,21	117,37	117,55	118,13

Quelle: Porsche Automobil Holding, 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.