

Marktdaten im Überblick	2
Unternehmenskommentare	3
adidas	3
Allianz.....	9
E.ON	14
Münchener Rück.....	20
Pfizer	25
Siemens Energy.....	27
United Internet	33
Rechtliche Hinweise	35



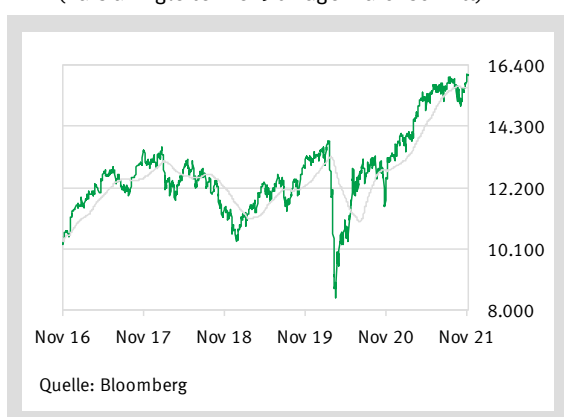
Marktdaten im Überblick

	10.11.2021	09.11.2021	Änderung
Deutschland			
DAX	16.068	16.040	0,2%
MDAX	35.991	36.098	-0,3%
TecDAX	3.875	3.907	-0,8%
Bund-Future	170,69	171,25	-0,3%
10J Bund in %	-0,2470	-0,2980	0,0510 PP
3M Zins in %	-0,7850	-0,7860	0,0010 PP
Europa			
Euro Stoxx 50	4.349	4.345	0,1%
FTSE 100	7.340	7.274	0,9%
SMI	12.401	12.368	0,3%
Welt			
DOW JONES	36.080	36.320	-0,7%
S&P 500	4.647	4.685	-0,8%
NASDAQ COMPOSITE	15.623	15.887	-1,7%
NIKKEI 225	29.107	29.285	-0,6%
TOPIX	2.008	2.019	-0,5%
Rohstoffe / Devisen			
EUR in USD	1,1479	1,1593	-1,0%
Gold (USD je Feinunze)	1.859,40	1.827,30	1,8%
Brent-Öl (USD je Barrel)	82,64	84,78	-2,5%

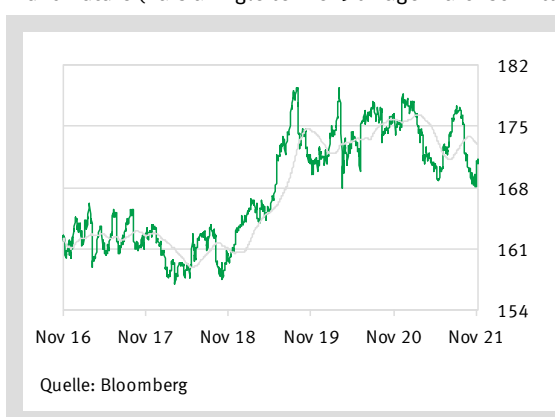
Quelle: Bloomberg

PP: Prozentpunkte

DAX (Kurs und gleitender 90 Tage-Durchschnitt)



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



Unternehmenskommentare

adidas

Kaufen (Kaufen)

Kurs am 10.11.21 um 17:35h	284,50 EUR
Erstellung abgeschlossen	11.11.2021/ 11:45h
Erstmals weitergegeben	11.11.2021/ 13:15h
Kursziel	320,00 EUR
Marktkapitalisierung	57,01Mrd. EUR
Branche	Konsumgüter/ -dienstleistungen
Land	Deutschland
WKN	A1EWWW
Reuters	ADSGn.DE

Kennzahlen	12/20	12/21e	12/22e
Ergebnis je Aktie (EUR)	2,21	10,64	10,23
Kurs/Gewinn	115,4	26,7	27,8
Dividende je Aktie (EUR)	3,00	3,40	4,30
Div.-Rendite	1,2%	1,2%	1,5%
Kurs/Umsatz	2,9	2,6	2,4
Kurs/Op. Ergebnis	75,9	27,7	21,2
Kurs/Cashflow	33,6	25,8	19,9
Kurs/Buchwert	7,5	7,6	7,2



Performance	3 M	6 M	12 M
Absolut	-7,4%	0,1%	1,9%
Relativ z. DAX40	-8,9%	-5,5%	-16,8%

Erstempfehlung 02.01.2007

Historie der Umstufungen (12 Monate):

10.05.2021	Von Halten auf Kaufen
11.03.2021	Von Verkaufen auf Halten

Anlass

Zahlen für das dritte Quartal 2021

Einschätzung

Die Zahlen für das dritte Quartal (Q3) 2021 (u.a. Umsatz: +3% y/y auf 5,75 Mrd. Euro; EBIT: -9% y/y auf 672 Mio. Euro) lagen mehrheitlich im Rahmen unserer Erwartung und ergebnisseitig über dem Marktkonsens. Sie waren geprägt durch Engpässe in der Lieferkette (v.a. Produktionsausfälle in Vietnam) und einen Verbraucherboykott in China, was laut adidas rund 600 Mio. Euro an Umsatz gekostet hat. Die erwartete Umsatzminderung in Q4 bezifferte adidas auf rund 400 (zuvor: rund 250) Mio. Euro und in Q1 2022 nochmals auf rund 600 Mio. Euro. Infolgedessen wurde auch die Guidance für 2021 gesenkt (u.a. Umsatzanstieg (währungsbereinigt) von 17% bis 18% (zuvor: bis zu +20%; 9M 2021: +24%) y/y; Nachsteuergewinn der fortgeführten Aktivitäten (im unteren Bereich der bisherigen Bandbreite von 1,4 und 1,5 (9M 2021: 1,37) Mrd. Euro). Wir erwarten weiterhin deutliche Impulse für das operative Geschäft v.a. durch eine fortgesetzte Erholung in den Wachstumsmärkten EMEA und Nordamerika, das strikte Kostenmanagement sowie Produktinnovationen. Unsere Prognosen für 2021e (Ausnahme EpS: 10,64 (alt: 8,78) Euro auf Grund eines höheren Ergebnisbeitrags aus dem nicht-fortgeführten Geschäft) und 2022e (u.a. EpS: 10,23 (alt: 10,89) Euro) senken wir mehrheitlich. Auf Basis unseres DCF-Modells (Anpassung der Prognosen 2021ff, höheres Beta) ermitteln wir ein neues Kursziel von 320,00 (alt: 355,00) Euro für die adidas-Aktie und bestätigen bei einem Gesamtertrag (12 Monate) von >10% unser Kaufen-Votum.

Lars Lusebrink (Analyst)

Highlights

- Die Q3-Zahlen lagen mehrheitlich im Rahmen unserer Erwartung, übertrafen ergebnisseitig jedoch den Marktkonsens.
- Den Ausblick für 2021 hat adidas gesenkt.

Geschäftsentwicklung

adidas steigerte in Q3 2021 den Umsatz nur moderat um 3% (Q2 2021: +52% y/y; Q1 2021: +20% y/y) auf 5,75 (Vj.: 5,56; unsere Prognose: 5,88; Marktkonsens: 5,79) Mrd. Euro. Ursächlich waren v.a. Engpässe in der Lieferkette (insbesondere Produktionsausfälle in Vietnam) und ein Verbraucherboykott in China, was laut adidas rund 600 Mio. Euro an Umsatz gekostet hat. Währungsbereinigt (wb.) ergab sich ebenfalls ein Zuwachs von 3% y/y. Segmentseitig zeigt sich ein heterogenes Bild. Die Segmente China (-11% auf 1.155 (Vj.: 1.297) Mio. Euro (wb.: -15% y/y)) sowie Asien/Pazifik (-10% y/y auf 504 Mio. Euro (wb.: -8% y/y)) verzeichneten Umsatzrückgänge. Dagegen war die Topline-Entwicklung der Segmente EMEA (+8% auf 2.248 (Vj.: 2.079) Mio. Euro; wb.: +9% y/y) und Nordamerika (+7% y/y auf 1.396 Mio. Euro; wb.: +9% y/y) von Anstiegen geprägt. Eine dynamische Umsatzentwicklung verzeichnete das Segment Lateinamerika (+53% y/y auf 405 Mio. Euro; wb.: +55% y/y). Bei den Vertriebskanälen verzeichnete das Direct-to-Consumer-Geschäft (wb.) einen Umsatzzuwachs von 5% y/y, wobei der Umsatz des E-Commerce um 8% y/y zulegen konnte. In den ersten neun Monaten (9M) 2021 kletterte der Konzernumsatz um 21% auf 16,10 (Vj.: 13,29) Mrd. Euro.

adidas	Umsatz (in Mio. EUR)		Veränderung gg. Vj.	Umsatz (in Mio. EUR)		Veränderung gg. Vj.
	Q3 2020	Q3 2021		9M 2020	9M 2021	
EMEA	2.079	2.248	8%	4.749	5.928	25%
Nordamerika	1.309	1.396	7%	3.202	3.802	19%
China	1.297	1.155	-11%	3.055	3.560	17%
Asien-Pazifik	557	504	-10%	1.496	1.639	10%
Lateinamerika	264	405	53%	670	1.050	57%
Andere Geschäftssegmente	55	45	-18%	123	118	-4%
Konzern	5.561	5.752	3%	13.294	16.096	21%

Quelle: adidas, NATIONAL-BANK AG

*Europa, Naher Osten, Afrika

Das Betriebsergebnis (EBIT) verringerte sich in Q3 2021 um 9% auf 672 (Vj.: 735; unsere Prognose: 680; Marktkonsens: 646) Mio. Euro, bedingt v.a. durch überproportionale Anstiege der Umsatzkosten (+4% y/y auf 2,87 Mrd. Euro; Bruttomarge: 50,1% (Vj.: 50,3%)) sowie der Marketingaufwendungen und Point-of-Sale-Aufwendungen (+25% y/y auf 674 Mio. Euro). Die EBIT-Marge sank entsprechend auf 11,7% (Vj.: 13,2%). Der Nachsteuergewinn aus den fortgeführten Aktivitäten verringerte sich um 10% auf 479 (Vj.: 535; Marktkonsens: 458) Mio. Euro. Das Nettoergebnis (fortgeführtes und nicht-fortgeführtes Geschäft) verbesserte sich dagegen deutlich um 76% auf 960 (Vj.: 545; unsere Prognose: 510) Mio. Euro (EpS: 4,94 (Vj.: 2,80; unsere Prognose: 2,64) Euro), bedingt durch ein deutlich verbessertes Ergebnis des nicht-fortgeführten Geschäfts (504 (Vj.: 41) Mio. Euro; wegen Zuschreibung auf das Reebok-Markenrecht in Höhe von 402 Mio. Euro nach Steuern). In 9M 2021 vervielfachten sich das EBIT auf 1.920 (Vj.: 520) Mio. Euro und das Nettoergebnis (fortgeführtes und nicht-fortgeführtes Geschäft) auf 1.915 (Vj.: 281) Mio. Euro (EpS: 9,83 (Vj.: 1,44) Euro).

adidas	EBIT (in Mio. EUR)		Veränderung	EBIT (in Mio. EUR)		Veränderung
	Q3 2020	Q3 2021	gg. Vj.	9M 2020	9M 2021	gg. Vj.
EMEA	452	533	18%	761	1.325	74%
Nordamerika	260	283	9%	305	730	>100%
China	408	307	-25%	948	1.064	12%
Asien-Pazifik	128	88	-31%	289	373	29%
Lateinamerika	17	82	>100%	16	204	>100%
Andere Geschäftssegmente	15	12	-20%	25	28	12%
Konsolidierung/Sonstiges*	-545	-633	-	-1.824	-1.804	-
EBIT	735	672	-9%	520	1.920	>100%
EBIT-Marge	13,2%	11,7%	-1,5 PP	3,9%	11,9%	8,0 PP

Quelle: adidas, NATIONAL-BANK AG

PP: Prozentpunkte; *inkl. Point-of-Sale und Marketinginvestitionen

Perspektiven

adidas zeigt sich für 2021 pessimistischer und hat den Ausblick reduziert. So rechnet das Unternehmen nun mit einem Umsatzanstieg (wb.) von 17% bis 18% (zuvor: bis zu +20%; 9M 2021: +24%) y/y. Grund dafür sind die länger als erwartet andauernden Herausforderungen bei der Beschaffung (erwartete Umsatzbelastung in Q4: rund 400 (zuvor: 250) Mio. Euro; v.a. Produktionsausfälle in Vietnam) sowie das herausfordernde Marktumfeld in China (Verbraucherboykott), was nach Unternehmensangaben zu Lieferverzögerungen und „erheblich“ höheren Beschaffungs- und Logistikkosten führt. Für das Q1 2022 erwartet adidas nochmals Umsatzbelastungen von rund 600 Mio. Euro und nachfolgend dann keine weiteren signifikanten Belastungen mehr. Die Guidance für die EBIT-Marge (im unteren Bereich der bisherigen Bandbreite von 9,5% bis 10,0% (9M 2021: 11,9%) und den Nachsteuergewinn aus den fortgeführten Geschäftsbereichen (im unteren Bereich der bisherigen Bandbreite von 1,4 und 1,5 (Vj.: 0,43; 9M 2021: 1,37) Mrd. Euro) wurde ebenfalls angepasst. Zudem rechnet adidas nun mit einer niedrigeren Bruttomarge von 50,5% bis 51,0% (zuvor: rund 52%; 9M 2021: 51,2%). Die Dividendenpolitik wurde bestätigt (30% bis 50% des bereinigten Nettoergebnisses sollen als Dividende ausgeschüttet werden). In der Q3-Telefonkonferenz hat das Management angekündigt, mit einem Aktionsplan in China die dortige rückläufige Umsatzentwicklung zu stoppen. Dieser sieht u.a. vor, die Marke adidas und die digitale Präsenz in China zu stärken, die lokale Produktion für den chinesischen Markt hochzufahren und Ladennetzwerk sowie Lagerbestände zu optimieren.

Das Gearing hat sich zum 30.09.2021 weiter auf 42,3% (30.06.2021: 44,3%; 31.03.2021: 45,2%; 31.12.2020: 48,8%; 30.09.2020: 80,0%) verbessert und die Eigenkapitalquote hat sich auf 35,1% (30.06.2021: 33,6%; 31.03.2021: 33,6%; 31.12.2020: 30,7%; 30.09.2020: 30,4%) erhöht. Nachdem adidas ein erstes Aktienrückkaufprogramm (Volumen: 550 Mio. Euro; Laufzeit: Juli bis September 2021) bereits abgeschlossen hat, führt das Unternehmen derzeit ein weiteres Programm (Volumen: 450 Mio. Euro; Laufzeit: Oktober bis Dezember 2021) durch. Einschließlich der bereits im Mai gezahlten Dividende in Höhe von 585 Mio. Euro (entspricht 3,00 Euro je Aktie) wird adidas damit in 2021 voraussichtlich rund 1,6 Mrd. Euro an die Aktionäre ausschütten.

Die adidas-Aktie reagierte mit einem Kursrückgang (10.11. -4%) auf den Q3-Bericht, was wir v.a. auf die Senkung des Ausblicks für 2021 zurückführen. Unsere Prognosen für 2021e (Ausnahme EpS: 10,64 (alt: 8,78) Euro auf Grund eines deutlich höheren Ergebnisbeitrags aus dem nicht-fortgeführten Geschäft) und 2022e (EpS: 10,23 (alt: 10,89) Euro) senken wir mehrheitlich. Auf Basis unseres DCF-Modells (Anpassung der Prognosen 2021ff, höheres Beta) ermitteln wir ein neues Kursziel von 320,00 (alt: 355,00) Euro. Zusammen mit unserer Dividendenerwartung (12 Monate: 3,40 Euro) ergibt sich ein Gesamtertrag (12 Monate) von >10%. Wir votieren daher weiterhin mit Kaufen für die adidas-Aktie.

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> - weltweit hoher Bekanntheitsgrad der Marken - striktes Kostenmanagement und Effizienzsteigerungen - hohe Innovationskraft - Marktführer bei Fußball-Produkten - ehrgeizige Wachstumsstrategie für 2025 vorgestellt - deutlicher Ausbau des DTC-Geschäfts 	<ul style="list-style-type: none"> - Wechselkurseffekte und Entwicklung der Rohstoffpreise (bspw. Baumwolle) beeinflussen operative Entwicklung teilweise stark - geringe Profitabilität im wichtigen Nordamerika-Geschäft - relativ großes China-Exposure - Senkung des Ausblicks für 2021
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> - erwartete Margenverbesserung durch den Ausbau der Einzelhandelsaktivitäten - Ausweitung von Marktanteilen in Nordamerika - Verkauf von Reebok - Nachholeffekte bei Sportbekleidung für Individualsportarten (Joggen, Tennis) - Umsetzung der Wachstumsstrategie „Own the Game“ - neuer Aktionsplan für China 	<ul style="list-style-type: none"> - Ausbau der Marktpräsenz in den USA bislang noch nicht nachhaltig erfolgt - sehr hohe Wettbewerbsintensität - Währungsbelastungen - deutlicher Anstieg der Fracht- und Logistikkosten - Anhalten des Verbraucherboykotts in China

Quelle: NATIONAL-BANK AG

adidas: Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. EUR (außer Ergebnis je Aktie und Dividende je Aktie)	2018	2019	2020	2021e	2022e
Umsatz	21.915	23.640	19.844	21.630	23.620
Rohertrag	11.363	12.293	9.855	11.248	12.330
EBITDA	2.858	3.874	2.121	3.547	4.322
Abschreibungen	-490	-1.214	-1.370	-1.492	-1.630
EBIT (Betriebsergebnis)	2.368	2.660	751	2.055	2.693
Finanzergebnis	10	-102	-175	-150	-120
EBT	2.378	2.558	575	1.905	2.573
Steuern	-669	-640	-146	-467	-630
Ergebnis nach Steuern	1.709	1.918	429	1.438	1.942
Minderheitenanteile	-3	-2	-11	-14	-12
Nettoergebnis	1.702	1.976	432	2.044	1.930
Anzahl Aktien (Mio. St.)	202	198	195	192	189
Ergebnis je Aktie	8,44	10,00	2,21	10,64	10,23
Dividende je Aktie	3,35	0,00	3,00	3,40	4,30
in % vom Umsatz					
Umsatz	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Rohertrag	51,9%	52,0%	49,7%	52,0%	52,2%
EBITDA	13,0%	16,4%	10,7%	16,4%	18,3%
Abschreibungen	2,2%	5,1%	6,9%	6,9%	6,9%
EBIT (Betriebsergebnis)	10,8%	11,3%	3,8%	9,5%	11,4%
EBT	10,9%	10,8%	2,9%	8,8%	10,9%
Steuern	3,1%	2,7%	0,7%	2,2%	2,7%
Ergebnis nach Steuern	7,8%	8,1%	2,2%	6,6%	8,2%
Nettoergebnis	7,8%	8,4%	2,2%	9,5%	8,2%

Quelle: adidas, NATIONAL-BANK AG

adidas: Bilanz- und Kapitalflussdaten

in Mio. EUR	2018	2019	2020	2021e	2022e
Bilanzsumme	15.612	20.680	21.053	20.795	20.705
Anlagevermögen	5.799	9.746	8.899	8.127	7.247
Geschäfts- und Firmenwert	1.245	1.257	1.208	1.208	1.208
Vorräte	3.445	4.085	4.397	4.759	5.196
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	2.418	2.625	1.952	2.163	2.362
Liquide Mittel	2.629	2.220	3.994	3.791	3.787
Eigenkapital	6.364	7.058	6.691	7.164	7.453
Verzinsliches Fremdkapital	1.675	1.638	3.168	3.030	2.727
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	2.300	2.703	2.390	2.596	2.811
Summe Fremdkapital	9.248	13.622	14.362	13.631	13.252
Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit	2.686	2.819	1.486	2.120	2.703
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-636	-925	-115	-720	-750
Free Cashflow	2.050	1.894	1.371	1.400	1.953
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	-951	-2.273	479	-1.723	-1.956
Summe der Cashflows	1.099	-379	1.850	-323	-3

Quelle: adidas, NATIONAL-BANK AG

adidas: Wichtige Kennzahlen

	2018	2019	2020	2021e	2022e
EV / Umsatz	1,7	2,1	2,8	2,6	2,4
EV / EBITDA	13,4	12,7	26,5	15,8	13,0
EV / EBIT	16,2	18,4	74,9	27,4	20,9
KGV	23,0	25,1	115,4	26,7	27,8
KBV	6,2	7,0	7,5	7,6	7,2
KCV	14,6	17,6	33,6	25,8	19,9
KUV	1,8	2,1	2,9	2,6	2,4
Dividendenrendite	1,7%	0,0%	1,2%	1,2%	1,5%
Eigenkapitalrendite (ROE)	26,7%	28,0%	6,5%	28,5%	25,9%
ROCE	25,3%	19,3%	5,8%	16,5%	22,4%
ROI	10,9%	9,6%	2,1%	9,8%	9,3%
Eigenkapitalquote	40,8%	34,1%	31,8%	34,4%	36,0%
Anlagendeckungsgrad	109,7%	72,4%	75,2%	88,2%	102,8%
Anlagenintensität	37,1%	47,1%	42,3%	39,1%	35,0%
Vorräte / Umsatz	15,7%	17,3%	22,2%	22,0%	22,0%
Forderungen / Umsatz	11,0%	11,1%	9,8%	10,0%	10,0%
Working Capital-Quote	16,3%	17,0%	20,0%	20,0%	20,1%
Nettofinanzverschuldung (in Mio. EUR)	-954	-582	-826	-760	-1.060
Nettofinanzverschuldung / EBITDA	-0,3	-0,2	-0,4	-0,2	-0,2
Capex / Umsatz	3,6%	3,0%	2,2%	3,3%	3,2%
Capex / Abschreibungen	162,0%	58,6%	32,3%	48,2%	46,0%
Free Cashflow / Umsatz	9,4%	5,9%	4,4%	4,2%	6,2%
Free Cash Flow / Aktie (EUR)	10,16	7,05	4,46	4,68	7,70
Nettofinanzverschuldung / Aktie (EUR)	-4,73	-2,95	-4,23	-3,96	-5,62
Cash / Aktie (EUR)	13,03	11,23	20,47	19,72	20,07
Buchwert / Aktie (EUR)	31,54	35,72	34,29	37,27	39,49

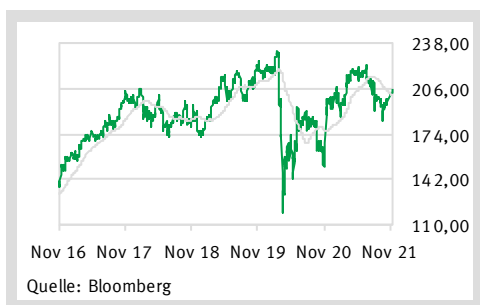
Quelle: adidas, NATIONAL-BANK AG

Allianz

Halten (Halten)

Kurs am 10.11.21 um 17:36h	205,25 EUR
Erstellung abgeschlossen	11.11.2021/ 11:45h
Erstmals weitergegeben	11.11.2021/ 13:15h
Kursziel	210,00 EUR
Marktkapitalisierung	87,12 Mrd. EUR
Branche	Versicherungen
Land	Deutschland
WKN	840400
Reuters	ALVG.DE

Kennzahlen	12/20	12/21e	12/22e
Ergebnis je Aktie (EUR)	16,48	21,31	22,34
Kurs/Gewinn	12,2	9,6	9,2
Dividende je Aktie (EUR)	9,60	10,20	10,90
Div.-Rendite	4,8%	5,0%	5,3%
Kurs/Umsatz	0,6	0,6	0,6
Kurs/Op. Ergebnis	7,9	6,7	6,4
Combined Ratio	96,3%	95,6%	93,6%
Kurs/Buchwert	1,1	1,0	1,0



Performance	3 M	6 M	12 M
Absolut	1,8%	-2,7%	7,8%
Relativ z. DAX40	0,3%	-8,3%	-10,9%

Erstempfehlung 18.12.2008

Historie der Umstufungen (12 Monate):

22.02.2021 Von Kaufen auf Halten

Anlass

Zahlen für das dritte Quartal 2021

Einschätzung

Auf Grund einer deutlichen Ergebnisverbesserung in allen Geschäftssegmenten (Ausnahme: Schaden-Unfall: -2,1% y/y) im dritten Quartal (Q3) 2021 konnte die Verschlechterung des nicht-operativen Investmentgeschäfts überkompensiert und damit die Erwartungen ergebnisseitig übertroffen werden. Die Bilanzkennzahlen (per 30.09.2021) lagen u.E. auf einem soliden bis komfortablen Niveau. Im Rahmen der Zahlenbekanntgabe hat Allianz die Guidance für 2021 leicht angehoben. Demnach erwartet der Versicherer das obere Ende der zuvor ausgegebenen Zielspanne für das operative Ergebnis (11,0 Mrd. Euro und 13,0 Mrd. Euro) zu erreichen. Wie auch bei anderen Versicherern und Rückversicherern ist das Segment Schaden-Unfall deutlich durch die in Q3 entstandenen Schäden durch Naturkatastrophen geprägt worden. Wir sehen hier einen deutlich Trend hin zu immer höheren Schadensbelastungen. Wir erhöhen größtenteils unsere Prognosen (EpS 2021e: 21,31 (alt: 19,82) Euro; DpS 2021e: unverändert 10,20 Euro; EpS 2022e: 22,34 (alt: 20,39) Euro; DpS 2022e: 10,90 (alt: 10,80) Euro). Bei einem positiven Gesamtertrag (12 Monate) von <10% votieren wir für die Allianz-Aktie weiterhin mit Halten (Kursziel: 210,00 (alt: 200,00) Euro (mod. Gordon-Growth-Modell; Prognoseanhebung)).

Jan Lennertz (Analyst)

Highlights

- Auf Grund der Verschlechterung des nicht-operativen Investmentergebnisses stieg das Nettoergebnis in Q3 2021 unterproportional zum operativen Ergebnis auf 2,23 (Vj.: 2,13; unsere Prognose: 1,97; Marktkonsens: 2,04) Mrd. Euro lag damit jedoch ebenfalls über den Erwartungen.
- Auf Segmentebene verzeichnete der Versicherer, mit Ausnahme des Bereichs Schaden-Unfall (-2,1% y/y), eine teilweise deutliche Verbesserung des operativen Ergebnisses in allen Segmenten.
- Allianz passt die Guidance für 2021 an.

Geschäftsentwicklung

Das Zahlenwerk des Q3 2021 fiel ergebnisseitig besser als erwartet aus. Die Gesamterträge lagen mit 34,35 (Vj.: 31,38; unsere Prognose: 36,34; Marktkonsens: 34,09) Mrd. Euro moderat unter unserer Erwartung. Das operative Ergebnis verbesserte sich um 11,3% auf 3,32 (Vj.: 2,57) Mrd. Euro und lag damit über den Erwartungen (unsere Prognose: 2,98 Mrd. Euro; Marktkonsens: 3,06 Mrd. Euro). Auf Segmentebene verzeichnete der Versicherer, mit Ausnahme des Bereichs Schaden-Unfall (-2,1% y/y), eine teilweise deutliche Verbesserung des operativen Ergebnisses in allen Segmenten. Auf Grund der Verschlechterung des nicht-operativen Investmentergebnisses stieg das Nettoergebnis unterproportional um 4,6% auf 2,23 (Vj.: 2,13; unsere Prognose: 1,97; Marktkonsens: 2,04) Mrd. Euro, lag damit jedoch ebenfalls über den Erwartungen.

In den ersten neun Monaten (9M) 2021 verbesserten sich die Gesamterträge auf 110,10 (Vj.: 104,87) Mrd. Euro. Das operative Ergebnis erreichte 9,89 (Vj.: 7,78) Mrd. Euro. Sowohl das operative als auch das nicht-operative Investmentgeschäfts haben sich in 9M deutlich verbessert. Das Nettoergebnis lag bei 7,27 (Vj.: 5,23) Mrd. Euro.

Die Schaden-Kosten-Quote im Segment Schaden-Unfall stieg auf 94,7% (Q2 2021: 93,9%; Q3 2020: 94,5%). Die Neugeschäftsmarge im Segment Leben/Kranken stieg auf 3,4% (Q2 2021: 3,2%; Q3 2020: 2,9%). Im Segment Asset Management sank die Aufwands-Ertragsquote auf 57,7% (Q2 2021: 58,7%; Q3 2020: 61,9%).

Das den Aktionären zurechenbare Eigenkapital lag zum 30.09.2021: 81,6 (30.06.2021: 77,9; 31.12.2020: 80,8; 30.09.2020: 74,6) Mrd. Euro. Die Solvabilitätsquote (Solvency II) stieg zum 30.09.2021 leicht auf 207% (30.06.2021: 206%; 31.12.2020: 207%; 30.09.2020: 187%) und lag damit u.E. weiterhin auf einem soliden Niveau. Das verwaltete Vermögen stieg auf 1.881 (30.06.2021: 1.830; 31.12.2020: 1.712; 30.09.2020: 1.670) Mrd. Euro.

Allianz	Gesamterträge (in Mio. EUR)		Veränderung gg. Vj.	Gesamterträge (in Mio. EUR)		Veränderung gg. Vj.
	Q3 2020	Q3 2021		9M 2020	9M 2021	
Schaden-Unfall*	12.943	14.113	9,0%	46.727	47.723	2,1%
Leben/Kranken**	16.750	18.278	9,1%	53.106	56.814	7,0%
Asset Management***	1.777	2.085	17,3%	5.270	5.920	12,3%
Corporate und Sonstiges	62	73	17,5%	174	205	17,8%
Konsolidierung	-157	-195	-	-407	-559	-
Konzern	31.375	34.354	9,5%	104.870	110.103	5,0%

Quelle: Allianz, NATIONAL-BANK AG

*Versicherungsprämien, Gebühren und Kommissionen;
Beitragseinnahmen; *Operative Erträge

Allianz	Operatives Ergebnis (in Mio. EUR)		Veränderung	Operatives Ergebnis (in Mio. EUR)		Veränderung
	Q3 2020	Q3 2021	gg. Vj.	9M 2020	9M 2021	gg. Vj.
Schaden-Unfall*	1.315	1.287	-2,1%	3.490	4.158	19,2%
Leben/Kranken**	1.119	1.252	11,8%	2.930	3.747	27,9%
Asset Management***	677	882	30,2%	1.996	2.454	23,0%
Corporate und Sonstiges	-203	-186	-	-634	-464	-
Konsolidierung	-2	1	-	-5	-5	-
Konzern	2.907	3.236	11,3%	7.776	9.891	27,2%

Quelle: Allianz, NATIONAL-BANK AG

*Versicherungsprämien, Gebühren und Kommissionen;
Beitragseinnahmen; *Operative Erträge; PP : Prozentpunkte

Perspektiven

Im Rahmen der Quartalszahlen hat das Unternehmen die Guidance für 2021 leicht angehoben. Demnach erwartet der Versicherer das obere Ende der zuvor ausgegebenen Zielspanne für das operative Ergebnis (11,0 Mrd. Euro und 13,0 Mrd. Euro) zu erreichen.

Wir erhöhen größtenteils unsere Prognosen (EpS 2021e: 21,31 (alt: 19,82) Euro; DpS 2021e: unverändert 10,20 Euro; EpS 2022e: 22,34 (alt: 20,39) Euro; DpS 2022e: 10,90 (alt: 10,80) Euro). Auf Basis unseres modifizierten Gordon-Growth-Modells (Prognoseanhebung) haben wir ein Kursziel für die Allianz-Aktie von 210,00 (alt: 200,00) Euro ermittelt. Zusammen mit unserer Dividendenerwartung (10,20 Euro je Aktie) ergibt sich ein positiver Gesamtertrag (12 Monate) von <10%. Daher lautet unser Votum weiterhin Halten.

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> - attraktive Dividendenpolitik - starke Marktposition in Europa (größter europäischer Versicherungskonzern) - breit diversifiziertes Geschäftsmodell (ausgewogener Ergebnismix) - sehr gute Marktstellung im Asset Management 	<ul style="list-style-type: none"> - historisch niedriges Zinsniveau beeinträchtigt Kapitalanlageergebnis - fehlende Wachstumsdynamik in der Lebens- und Krankenversicherung (insbesondere in den Kernländern Deutschland, Italien und Frankreich) - volatile Ergebnisentwicklung durch hohe Abhängigkeit vom Kapitalmarktumfeld und von Naturkatastrophen
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> - ansteigendes Zinsniveau - sequentielle Nettomittelzuflüsse bei PIMCO - verbesserte Anlageperformance der PIMCO-Produkte (positiv für die Entwicklung der Assets under Management) 	<ul style="list-style-type: none"> - Verschärfung des regulatorischen Umfelds - Langfristige Niedrigzinsphase macht Zinsgeschäft unattraktiv - Deutlich erhöhte Schadenbelastungen durch Naturkatastrophen - Rückläufige Kapitalerträge

Quelle: NATIONAL-BANK AG

Allianz: Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. EUR (außer Ergebnis je Aktie und Dividende je Aktie)	2018	2019	2020	2021e	2022e
Gesamterträge	130.557	142.369	140.455	147.388	150.335
Verwaltungsaufwand	119.045	130.514	129.704	134.417	136.805
EBT	10.399	11.077	9.604	12.365	12.940
Steuern	-2.696	-2.776	-2.471	-3.215	-3.364
Ergebnis nach Steuern	7.703	8.301	7.133	9.150	9.576
Minderheitenanteile	-241	-387	-326	-365	-365
Nettoergebnis	7.462	7.914	6.807	8.785	9.211
Anzahl Aktien (Mio. St.)	428	417	412	412	412
Ergebnis je Aktie	17,43	18,90	16,48	21,31	22,34
Dividende je Aktie	9,00	9,60	9,60	10,20	10,90

Quelle: Allianz, NATIONAL-BANK AG

Allianz: Bilanz- und Kapitalflussdaten

in Mio. EUR	2018	2019	2020	2021e	2022e
Bilanzsumme	897.567	1.011.186	1.060.012	1.074.745	1.089.752
Barreserve	17.234	21.075	22.443	22.219	21.996
Finanzanlagen	550.923	625.746	656.522	669.652	683.045
Goodwill	13.767	14.796	15.604	15.604	15.604
Verbindlichkeiten aus Versicherungsverträgen	529.687	588.023	611.096	617.207	623.379
Verbindlichkeiten aus Investmentverträgen	115.361	132.168	137.307	137.994	138.684
Verbindlichkeiten aus Bankgeschäften	14.222	13.445	14.722	14.796	14.870
Eigenkapital	61.232	74.002	80.821	84.148	87.653

Quelle: Allianz, NATIONAL-BANK AG

Allianz: Wichtige Kennzahlen

	2018	2019	2020	2021e	2022e
Buchwert / Aktie	144,3	174,3	190,4	198,2	206,5
KGV	10,7	10,9	12,2	9,6	9,2
KBV	1,3	1,2	1,1	1,0	1,0
Dividendenrendite	4,8%	4,7%	4,8%	5,0%	5,3%
ROE (vor Steuern)	16,4%	16,4%	12,4%	15,0%	15,1%
ROE (nach Steuern)	11,8%	11,7%	8,8%	10,7%	10,7%
Combined Ratio	94,0%	95,5%	96,3%	95,6%	93,6%
Solvabilitätsquote	229,0%	212,0%	207,0%	215,0%	220,0%

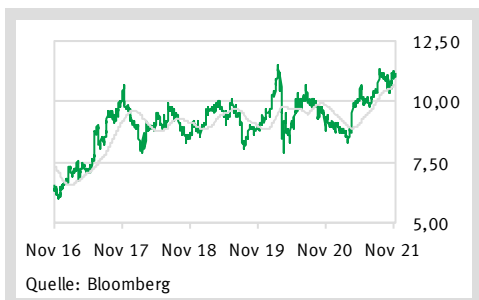
Quelle: Allianz, NATIONAL-BANK AG

E.ON

Halten (Halten)

Kurs am 10. 11. 21 um 17:37h	11,16 EUR
Erstellung abgeschlossen	11.11.2021/ 11:45h
Erstmals weitergegeben	11.11.2021/ 13:15h
Kursziel	11,30 EUR
Marktkapitalisierung	29,11Mrd. EUR
Branche	Versorger
Land	Deutschland
WKN	ENAG99
Reuters	EONGn.DE

Kennzahlen	12/20	12/21e	12/22e
Ergebnis je Aktie (EUR)	0,39	1,53	0,80
Kurs/Gewinn	24,8	7,3	13,9
Dividende je Aktie (EUR)	0,47	0,49	0,51
Div.-Rendite	4,9%	4,4%	4,6%
Kurs/Umsatz	0,4	0,5	0,5
Kurs/Op. Ergebnis	6,7	6,4	6,8
Kurs/Cashflow	4,8	4,3	5,3
Kurs/Buchwert	2,8	2,4	2,2



Performance	3 M	6 M	12 M
Absolut	4,5%	5,3%	17,8%
Relativ z. DAX40	3,0%	-0,3%	-0,9%

Erstempfehlung 14.08.2003

Historie der Umstufungen (12 Monate):

23.04.2021	Von Kaufen auf Halten
25.03.2021	Von Halten auf Kaufen

Anlass

Zahlen für das dritte Quartal 2021

Einschätzung

Das bereinigte Zahlenwerk für das dritte Quartal (Q3) 2021 (deutliche/signifikante Ergebnissteigerungen) fiel besser als von uns erwartet aus. Die Ergebnis-/Cashflow-Entwicklung sowie die gestiegenen Marktzinsen (=Reduzierung der Pensionsrückstellungen) haben dazu geführt, dass die Kennzahl Nettoverschuldung zu bereinigtem EBITDA per 30.09.2021 (4,5) bereits besser als die Zielspanne des Unternehmens (4,8 bis 5,2) ausfällt. Der Ergebnisausblick für das Geschäftsjahr 2021 wurde wiederholt. Hier liegt der Energieversorger u.E. voll auf Kurs. Die Ziele bis 2023 (bereinigtes EBIT CAGR 2021-2023: 8% bis 10%; bereinigtes Nettoergebnis CAGR 2021-2023: 12% bis 14%) wurden erneut wiederholt (allerdings Basisjahr 2021 ohne AKW-Entschädigung). Dies impliziert für 2022e und 2023e (ggü. 2021e inkl. AKW-Entschädigung) Ergebnisrückgänge. Die Dividende soll nach wie vor um bis zu 5% p.a. steigen. Unsere Prognosen haben wir mehrheitlich erhöht (u.a. bereinigtes EpS 2021e: 0,92 (alt: 0,88) Euro, berichtetes EpS 2021: 1,53 (alt: 1,20) Euro; DpS 2021e: unverändert 0,49 Euro; bereinigtes/berichtetes EpS 2022e: 0,80 (alt: 0,77) Euro; DpS 2022e: unverändert 0,51 Euro). Vom anstehenden Kapitalmarkttag (am 23.11.) erwarten wir uns mehr Visibilität hinsichtlich der zukünftigen Unternehmensentwicklung unter dem seit April amtierenden CEO Birnbaum. In Erwartung eines positiven Gesamtertrags (12 Monate) von <10% lautet unser Votum für die E.ON-Aktie weiterhin Halten (Kursziel: 11,30 (alt: 10,80) Euro (Discounted-Cashflow-Modell; Prognoseerhöhung)).

Sven Diermeier (Senior Analyst)

Highlights

- Die Kennzahl wirtschaftliche Nettoverschuldung zu bereinigtem EBITDA bezifferte sich per Ende September 2021 auf 4,5.
- Der Ausblick für das Geschäftsjahr 2021 wurde im Rahmen des Q3-Berichts wiederholt.
- Die Ziele bis 2023 wurden bestätigt.

Geschäftsentwicklung

Das bereinigte Konzern-EBIT stieg im dritten Quartal (Q3) 2021 um 52% (Kerngeschäft: +39% y/y) auf 765 (Vj.: 503; unsere Prognose: 725; Marktkonsens: 907) Mio. Euro. Das bereinigte Nettoergebnis legte deutlich überproportional (im Vergleich zum bereinigtem EBIT, wegen verbessertem Finanzergebnis, niedrigerer Steuerquote, geringerer Anteile Dritter) um 205% auf 424 (Vj.: 139; unsere Prognose: 374; Marktkonsens: 326) Mio. Euro zu. Auf berichteter Basis verbesserte sich das Nettoergebnis ebenfalls deutlich (+77% auf 1.236 (Vj.: 700) Mio. Euro).

E.ON	Bereinigtes EBIT (in Mio. EUR)		Veränderung	
	Q3 2020	Q3 2021	gg. Vj.	gg. Vj. (in Mio. EUR)
Energienetze	677	637	-6%	-40
Kundenlösungen	-99	55	-	154
Konzernleitung/Sonstiges	-134	-75	-	59
Konsolidierung	2	5	>100%	3
Nicht-Kerngeschäft	57	143	>100%	86
Konzern	503	765	52%	262

Quelle: E.ON, NATIONAL-BANK AG

In den ersten neun Monaten (9M) 2021 kletterte das bereinigte Konzern-EBIT deutlich um 46% (Kerngeschäft: +28% y/y) auf 3.928 (Vj.: 2.688) Mio. Euro. Hauptverantwortlich für den Ergebnisanstieg auf Konzernebene (bereinigtes EBIT: +1.240 Mio. Euro y/y) waren das Nicht-Kerngeschäft (bereinigtes EBIT: +562 Mio. Euro y/y) sowie der Bereich Kundenlösungen (bereinigtes EBIT: +515 Mio. Euro y/y). Ersterer profitierte von der Einigung der Bundesregierung mit den Kernkraftwerksbetreibern bezüglich der Reststrommengen (positiver Effekt von etwa 550 Mio. Euro). Letzterer profitierte u.a. von günstigeren Witterungsbedingungen und Restrukturierungsfortschritten in Großbritannien. Das bereinigte Nettoergebnis nahm um 101% auf 2.189 (Vj.: 1.089) Mio. Euro zu. Auf Grund der bereinigten Entwicklung sowie einer Umkehr bei den Sondereffekten verbesserte sich das Nettoergebnis auf berichteter Basis signifikant (3.784 (Vj.: 861) Mio. Euro).

Der freie Cashflow (fortgeführte Aktivitäten) zeigte sich in 9M 2021 entgegen der Ergebnisentwicklung - wegen deutlich niedrigerer Desinvestitionserlöse sowie höherer Investitionen – deutlich verschlechtert, blieb aber deutlich positiv (+1.286 (Vj.: +2.798) Mio. Euro). Die Kennzahl wirtschaftliche Nettoverschuldung zu bereinigtem EBITDA verbesserte sich im Quartalsverlauf (wegen Ergebnisanstieg sowie niedrigerer (Pensions-)Rückstellungen) und belief sich per Ende September 2021 auf 4,5 (30.06.2021: 5,1; 31.12.2020: 5,9; 30.09.2020: 6,1; 31.12.2019: 7,0; per 31.12.2019 pro-forma: 5,7). E.ON verfügt gegenwärtig über niedrige Investmentgrade-Ratings (Moody's: „Baa2“ (Ziel: „Baa“); Standard & Poor's: „BBB“ (Ziel: „BBB“)). Der Ausblick lautet jeweils auf „stabil“.

E.ON	Bereinigtes EBIT (in Mio. EUR)		Veränderung	
	9M 2020	9M 2021	gg. Vj.	gg. Vj. (in Mio. EUR)
Energienetze	2.329	2.414	4%	85
Kundenlösungen	386	901	>100%	515
Konzernleitung/Sonstiges	-324	-245	-	79
Konsolidierung	-1	-2	-	-1
Nicht-Kerngeschäft	298	860	>100%	562
Konzern	2.688	3.928	46%	1.240

Quelle: E.ON, NATIONAL-BANK AG

Perspektiven

Im Rahmen des Q3-Berichts (am 10.11.) hat E.ON den beim Q2-Bericht wegen der Einigung zwischen Bundesregierung und AKW-Betreibern hinsichtlich der Reststrommengen (Ergebniseffekt bereinigtes EBIT: rund +600 Mio. Euro; bereinigtes Nettoergebnis: rund +500 Mio. Euro) angehoben Ergebnisausblick für das Geschäftsjahr 2021 wiederholt. Demnach stellt der Energieversorger ein bereinigtes EBIT von 4,4 bis 4,6 (Gj. 2020: 3,78; Gj. 2019: 3,22; Gj. 2019 pro-forma: 4,07) Mrd. Euro und ein bereinigtes Nettoergebnis von 2,2 bis 2,4 (Gj. 2020: 1,64; Gj. 2019: 1,52; Gj. 2019 pro-forma: 1,57) Mrd. Euro in Aussicht. Die Cash-Investitionen sind auf rund 4,9 (Gj. 2020: 4,17; Gj. 2019: 5,49; Gj. 2019 pro-forma: 4,44) Mrd. Euro budgetiert. Die CAGR (2021-2023, bereinigt um AKW-Entschädigungseffekt) für das bereinigte EBIT soll sich auf 8% bis 10% und für das bereinigte Nettoergebnis auf 12% bis 14% belaufen. Die Investitionen für den Zeitraum 2021 bis 2023 sind auf rund 14 Mrd. Euro veranschlagt. Der Verschuldungsgrad soll sich in einer Spanne von 4,8 bis 5,2 (Gj. 2020: 5,9; Gj. 2019: 7,0; Gj. 2019 pro-forma: 5,7) bewegen. Die Dividende bis 2023 soll um bis zu 5% p.a. erhöht werden.

Unsere Prognosen für die Geschäftsjahre 2021e (u.a. bereinigtes EpS: 0,92 (alt: 0,88) Euro, berichtetes EpS: 1,53 (alt: 1,20) Euro; Dividende je Aktie: unverändert 0,49 Euro) und 2022e (u.a. bereinigtes/berichtetes EpS: 0,80 (alt: 0,77) Euro; Dividende je Aktie: unverändert 0,51 Euro) haben wir mehrheitlich erhöht. Auf Basis unseres Discounted-Cash-flow-Modells (Prognoseerhöhung) haben wir ein neues Kursziel von 11,30 (alt: 10,80) Euro für die E.ON-Aktie ermittelt. Zusammen mit unserer Dividendenerwartung (12 Monate: 0,49 Euro je Aktie) ergibt sich damit ein positiver Gesamtertrag (12 Monate) von <10%. Unser Votum für die E.ON-Aktie lautet daher weiterhin Halten.

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> - hoher Anteil an regulierten Aktivitäten - führendes Unternehmen im Strom- und Gasmarkt (insbesondere Deutschland und Großbritannien) - Investmentgrade-Ratings mit stabilen Ausblick - attraktive Dividendenrendite - Mittelfrist-Guidance schafft Visibilität 	<ul style="list-style-type: none"> - hohe Abhängigkeit von Deutschland und Großbritannien - investitionsintensives Geschäftsmodell - hoher Goodwill (übersteigt Eigenkapital) - PreussenElektra spätestens ab 2022 cash-negativ
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> - steigende Stromnachfrage auf Grund des Trends zur Elektrifizierung - „grüne“ EU-Konjunkturpakete - Effizienzsteigerungs- und Restrukturierungsprogramm - neues Geschäftsmodell (u.a. Elektromobilität, Energiemanagement) 	<ul style="list-style-type: none"> - eine veränderte Regulierung kann erheblichen Einfluss auf die Profitabilität haben - hohe Wettbewerbsintensität im Vertriebsgeschäft - Strom- und Gasabsatz sind witterungsabhängig - hoher Goodwill durch innogy-Übernahme (erhöhte Gefahr an Wertberichtigungen) - steigendes Zinsniveau (Attraktivität der Dividendenrendite sinkt und höhere Refinanzierungskosten)

Quelle: NATIONAL-BANK AG

E.ON: Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. EUR (außer Ergebnis je Aktie und Dividende je Aktie)	2018	2019	2020	2021e	2022e
Umsatz	29.396	40.803	60.944	63.534	64.011
Rohertrag/Bruttoergebnis	7.171	8.731	14.519	15.375	15.427
EBITDA	4.840	5.564	6.905	7.775	7.526
Abschreibungen	-1.851	-2.344	-3.129	-3.200	-3.250
EBIT	2.989	3.220	3.776	4.575	4.276
Finanzergebnis	295	-2.448	-1.595	473	-975
EBT	3.284	772	2.181	5.048	3.301
Steuern	-46	-43	-871	-866	-776
Ergebnis nach Steuern	3.238	729	1.310	4.182	2.526
Minderheitenanteile	-301	-242	-253	-193	-429
Nettoergebnis	3.223	1.550	1.017	3.989	2.096
Anzahl Aktien (Mio. St.)	2.167	2.293	2.607	2.607	2.607
Ergebnis je Aktie	1,49	0,68	0,39	1,53	0,80
Dividende je Aktie	0,43	0,46	0,47	0,49	0,51
in % vom Umsatz					
Umsatz	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Rohertrag/Bruttoergebnis	24,4%	21,4%	23,8%	24,2%	24,1%
EBITDA	16,5%	13,6%	11,3%	12,2%	11,8%
Abschreibungen	6,3%	5,7%	5,1%	5,0%	5,1%
EBIT	10,2%	7,9%	6,2%	7,2%	6,7%
EBT	11,2%	1,9%	3,6%	7,9%	5,2%
Steuern	0,2%	0,1%	1,4%	1,4%	1,2%
Ergebnis nach Steuern	11,0%	1,8%	2,1%	6,6%	3,9%
Nettoergebnis	11,0%	3,8%	1,7%	6,3%	3,3%

Quelle: E.ON, NATIONAL-BANK AG

E.ON: Bilanz- und Kapitalflussdaten

in Mio. EUR	2018	2019	2020	2021e	2022e
Bilanzsumme	54.324	98.080	95.385	100.171	102.688
Anlagevermögen	30.883	75.786	75.484	77.159	78.484
Geschäfts- und Firmenwert	2.054	17.481	17.827	17.827	17.827
Vorräte	684	1.252	1.131	1.227	1.246
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	5.445	14.207	11.525	12.505	12.692
Liquide Mittel	5.357	3.602	4.795	6.855	7.865
Eigenkapital	8.518	13.248	9.055	12.012	13.260
Verzinsliches Fremdkapital	9.886	31.413	32.841	34.219	35.597
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	7.637	16.601	16.215	16.904	17.031
Summe Fremdkapital	45.806	84.832	86.330	88.159	89.429
Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit	2.295	2.813	5.287	6.782	5.485
Cashflow aus Investitionstätigkeit	2.038	-5.104	-1.877	-4.875	-4.575
Free Cashflow	4.333	-2.291	3.410	1.907	910
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	-2.732	985	-2.624	153	100
Summe der Cashflows	1.601	-1.306	786	2.060	1.011

Quelle: E.ON, NATIONAL-BANK AG

E.ON: Wichtige Kennzahlen

	2018	2019	2020	2021e	2022e
EV / Umsatz	0,8	1,2	0,9	0,8	0,8
EV / EBITDA	5,0	8,8	7,7	6,7	7,0
EV / EBIT	8,0	15,3	14,1	11,5	12,3
KGV	6,0	13,8	24,8	7,3	13,9
KBV	2,3	1,6	2,8	2,4	2,2
KCV	8,5	7,6	4,8	4,3	5,3
KUV	0,7	0,5	0,4	0,5	0,5
Dividendenrendite	4,8%	4,9%	4,9%	4,4%	4,6%
Eigenkapitalrendite (ROE)	37,8%	11,7%	11,2%	33,2%	15,8%
ROCE	10,2%	4,3%	5,2%	6,2%	5,7%
ROI	5,9%	1,6%	1,1%	4,0%	2,0%
Eigenkapitalquote	15,7%	13,5%	9,5%	12,0%	12,9%
Anlagendeckungsgrad	27,6%	17,5%	12,0%	15,6%	16,9%
Anlagenintensität	56,8%	77,3%	79,1%	77,0%	76,4%
Vorräte / Umsatz	2,3%	3,1%	1,9%	1,9%	1,9%
Forderungen / Umsatz	18,5%	34,8%	18,9%	19,7%	19,8%
Working Capital-Quote	-5,1%	-2,8%	-5,8%	-5,0%	-4,8%
Nettofinanzverschuldung (in Mio. EUR)	4.529	27.811	28.046	27.364	27.732
Nettofinanzverschuldung / EBITDA	0,9	5,0	4,1	3,5	3,7
Capex / Umsatz	8,5%	11,7%	6,8%	7,7%	7,1%
Capex / Abschreibungen	134,4%	204,1%	133,3%	152,3%	140,8%
Free Cashflow / Umsatz	14,7%	-5,6%	5,6%	3,0%	1,4%
Free Cash Flow / Aktie (EUR)	2,00	-1,00	1,31	0,73	0,35
Nettofinanzverschuldung / Aktie (EUR)	2,09	12,13	10,76	10,50	10,64
Cash / Aktie (EUR)	2,47	1,57	1,84	2,63	3,02
Buchwert / Aktie (EUR)	3,93	5,78	3,47	4,61	5,09

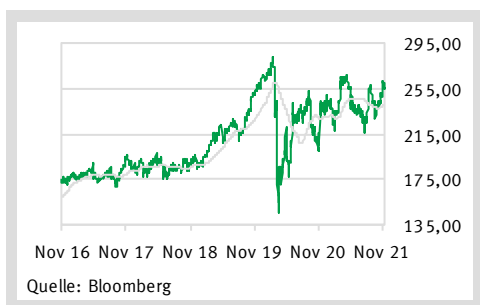
Quelle: E.ON, NATIONAL-BANK AG

Münchener Rück

Halten (Halten)

Kurs am 10.11.21 um 17:35h	256,35 EUR
Erstellung abgeschlossen	11.11.2021/ 11:35h
Erstmals weitergegeben	11.11.2021/ 13:05h
Kursziel	260,00 EUR
Marktkapitalisierung	35,91Mrd. EUR
Branche	Versicherungen
Land	Deutschland
WKN	843002
Reuters	MUVGn.DE

Kennzahlen	12/20	12/21e	12/22e
Ergebnis je Aktie (EUR)	8,63	20,00	24,32
Kurs/Gewinn	28,1	12,8	10,5
Dividende je Aktie (EUR)	9,80	10,30	11,00
Div.-Rendite	4,0%	4,0%	4,3%
Kurs/Umsatz	0,6	0,6	0,6
Kurs/Op. Ergebnis	17,1	9,6	7,8
Combined Ratio	105,6%	96,8%	96,8%
Kurs/Buchwert	1,1	1,2	1,1



Performance	3 M	6 M	12 M
Absolut	4,4%	6,6%	9,6%
Relativ z. DAX40	2,9%	1,0%	-9,1%

Erstempfehlung 06.03.2009

Historie der Umstufungen (12 Monate):

Anlass

Zahlen für das dritte Quartal 2021

Einschätzung

Das Zahlenwerk des dritten Quartals (Q3) 2021 fiel besser als erwartet aus. Neben den deutlicher als erwartet gestiegenen Bruttoprämien konnte der Rückversicherer, wie bereits im Rahmen der Vorankündigung vom 19.10. kommentiert, auch ergebnisseitig positiv überraschen, was u.a. an einem deutlich positiven Währungsergebnis lag. Die Bilanzkennzahlen (per 30.09.2021) lagen u.E. auf einem guten Niveau. Im Rahmen der Zahlenbekanntgabe hat Münchener Rück die Guidance für 2021 teilweise angepasst. Unter anderem auf Grund der Flutkatastrophen in Westeuropa und China rechnet der Rückversicherer nun mit einer höheren Schaden-Kosten-Quote in der Rückversicherung. Beim Versicherungstechnischen Ergebnis rechnet der Rückversicherer nun mit einem niedrigeren Ergebnis als noch in Q2 prognostiziert. Die Prognose zum Konzernergebnis für das laufende Jahr lässt der Rückversicherer unverändert. Wir lassen unsere Prognosen (u.a. EpS 2021e: unverändert 20,00 Euro; DpS 2021e: unverändert 10,30 Euro; EpS 2022e: 24,32 (alt: 22,59) Euro; DpS 2022e: unverändert 11,00 Euro) größtenteils unverändert. Bei einem von uns erwarteten positiven Gesamtertrag (12 Monate) von <10% lautet unser Votum für die Münchener Rück-Aktie weiterhin Halten (Kursziel: 260,00 (alt: 250,00) Euro (mod. Gordon-Growth-Modell; Prognoseerhöhung vs. leicht gestiegenes Beta)).

Jan Lennertz (Analyst)

Highlights

- Die gebuchten Bruttoprämien stiegen in Q3 2021 deutlich auf 15,48 (Vj.: 14,15; unsere Prognose: 14,89; Marktkonsens: 14,80) Mrd. Euro.
- Das EpS erreichte 2,61 (Vj.: 1,44) Euro.
- Die Großschadenbelastung lag in Q2 bei 432 (Vj.: 799) Mio. Euro.
- Münchener Rück hat die Guidance für 2021 teilweise angepasst.

Geschäftsentwicklung

Die gebuchten Bruttoprämien stiegen in Q3 2021 deutlich auf 15,48 (Vj.: 14,15; unsere Prognose: 14,89; Marktkonsens: 14,80) Mrd. Euro. Das Versicherungstechnische Ergebnis verschlechterte sich deutlich auf -475 (Vj.: +62) Mio. Euro, das nicht-versicherungstechnische Ergebnis stieg dagegen auf 678 (Vj.: 291) Mio. Euro. Das operative Ergebnis sank auf 204 (Vj.: 353) Mio. Euro, lag damit jedoch trotzdem über den Erwartungen (unsere Prognose: 100 Mio. Euro; Marktkonsens: 78 Mio. Euro). Auf Segmentebene zeigte sich eine deutliche Ergebnisverschlechterung sowohl im Rückversicherungsgeschäft, als auch im Segment ERGO. Das Konzernergebnis stieg auf Grund eines deutlich positiven Währungsergebnisses auf +366 (Vj.: +199) Mio. Euro und lag damit, wie bereits im Rahmen der Vorankündigung kommentiert, über den Erwartungen (unsere Prognose: +30 Mio. Euro; Marktkonsens: -10 Mio. Euro). Das EpS erreichte 2,61 (Vj.: 1,44) Euro.

Die Großschadenbelastung lag in Q3 bei 1,97 (Vj.: 1,52) Mrd. Euro. Während die von Menschen verursachten Großschäden auf 245 (Vj.: 1.045) Mio. Euro sanken, stiegen die Schäden durch Naturkatastrophen auf 1.729 (Vj.: 474) Mio. Euro.

In den ersten neun Monaten 2021 verzeichneten die gebuchten Bruttoprämien einen Anstieg um 8,3% auf 44,67 (Vj.: 41,26) Mrd. Euro. Das operative Ergebnis verbesserte sich deutlich auf 2,56 (Vj.: 1,51) Mrd. Euro. Das Konzernergebnis erreichte 2,06 (Vj.: 1,00) Mrd. Euro.

Die Solvabilitätsquote lag zum 30.09.2021: 231% (30.06.2021: 225%; 31.12.2020: 208%; 30.09.2020: 216%) und damit oberhalb des vom Unternehmen definierten Zielkorridors zwischen 175% und 220%. Die Eigenkapitalrendite (RoE) sank auf Quartalssicht deutlich auf 6,3% (30.06.2021: 19,2%; 31.12.2020: 3,8%; 30.09.2020: 3,6%).

Münchener Rück	Bruttobeiträge (in Mio. EUR)		Veränderung gg. Vj.	Bruttobeiträge (in Mio. EUR)		Veränderung gg. Vj.
	Q3 2020	Q3 2021		9M 2020	9M 2021	
Rückversicherung	9.926	11.160	12,4%	28.017	30.848	10,1%
Leben/Gesundheit	3.127	3.164	1,2%	9.538	9.365	-1,8%
Schaden/Unfall	6.798	7.997	17,6%	18.479	21.483	16,3%
ERGO	4.224	4.319	2,3%	13.245	13.825	4,4%
Leben/Gesundheit	2.254	2.268	0,6%	6.718	6.837	1,8%
Schaden/Unfall	808	809	0,1%	2.943	3.150	7,0%
International	1.162	1.242	6,9%	3.584	3.839	7,1%
Konzern	14.150	15.480	9,4%	41.261	44.673	8,3%

Quelle: Münchener Rück, NATIONAL-BANK AG

Münchener Rück	Operatives Ergebnis (in Mio. EUR)		Veränderung gg. Vj.	Operatives Ergebnis (in Mio. EUR)		Veränderung gg. Vj.
	Q3 2020	Q3 2021		9M 2020	9M 2021	
Rückversicherung	55	13	-77,3%	818	1.844	>100%
Leben/Gesundheit	120	52	-56,9%	238	235	-1,2%
Schaden/Unfall	-65	-39	-	580	1.609	>100%
ERGO	297	191	-35,7%	687	711	3,5%
Leben/Gesundheit	140	82	-41,2%	275	301	9,3%
Schaden/Unfall	78	50	-35,9%	203	213	4,9%
International	79	59	-25,7%	209	198	-5,4%
Konzern	353	204	-42,2%	1.505	2.556	69,8%

Quelle: Münchener Rück, NATIONAL-BANK AG

Perspektiven

Im Rahmen des Quartalsberichts hat der Rückversicherer die Guidance für 2021 (u.a. Bruttobeiträge: 58 Mrd. Euro; Versicherungstechnisches Ergebnis: 200 (bisher: 400) Mio. Euro; Schaden-Kosten-Quote Rückversicherung: 100% (bisher: 96%); Schaden-Kosten-Quote ERGO Deutschland: unverändert 92%; Schaden-Kosten-Quote ERGO International: unverändert 93%; Konzernergebnis: unverändert 2,80 Mrd. Euro) teilweise angepasst.

Wir lassen unsere Prognosen (u.a. EpS 2021e: unverändert 20,00 Euro; DpS 2021e: unverändert 10,30 Euro; EpS 2022e: 24,32 (alt: 22,59) Euro; DpS 2022e: unverändert 11,00 Euro) größtenteils unverändert.

Auf Basis unseres modifizierten Gordon-Growth-Modells (Prognoseerhöhung vs. leicht gestiegenes Beta) haben wir ein Kursziel für die Münchener Rück-Aktie von 260,00 (alt: 250,00) Euro ermittelt. Zusammen mit unserer Dividenden-erwartung (10,30 Euro je Aktie) ergibt sich ein Gesamtertrag (12 Monate) von <10%. Daher lautet unser Votum weiterhin Halten.

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> - weltweit führender Rückversicherer, zweitgrößter Erstversicherer in Deutschland - attraktive Dividendenrendite - selektive Zeichnungspolitik 	<ul style="list-style-type: none"> - Niedrigzinsumfeld beeinträchtigt Wiederanlagerendite - hohe Wettbewerbsintensität in der Rückversicherung - Ergebnisvolatilität durch zyklisches Rückversicherungsgeschäft - hohe Abhängigkeit vom Kapitalanlageergebnis
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> - ansteigendes Zinsniveau - Auflösen von Rückstellungen - Fortsetzung der selektiven Zeichnungspolitik - nachhaltige Trendwende bei den Preisen in den kommenden Erneuerungsrunde 	<ul style="list-style-type: none"> - weiter zunehmender Wettbewerb in der Rückversicherung mit negativen Implikationen auf die anstehenden Erneuerungsrunden - lang anhaltendes Niedrigzinsniveau - signifikant höhere Großschadenbelastung

Quelle: NATIONAL-BANK AG

Münchener Rück: Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. EUR (außer Ergebnis je Aktie und Dividende je Aktie)	2018	2019	2020	2021e	2022e
Gesamterträge	49.064	51.457	54.890	61.133	64.189
Verwaltungsaufwand	46.285	49.174	54.290	58.162	60.290
EBT	2.851	3.190	1.480	3.484	4.257
Steuern	-576	-483	-269	-662	-809
Ergebnis nach Steuern	2.275	2.707	1.211	2.822	3.448
Minderheitenanteile	34	17	0	-21	-20
Nettoergebnis	2.310	2.724	1.211	2.801	3.428
Anzahl Aktien (Mio. St.)	149	144	140	140	141
Ergebnis je Aktie	15,53	18,97	8,63	20,00	24,32
Dividende je Aktie	9,25	9,80	9,80	10,30	11,00

Quelle: Münchener Rück, NATIONAL-BANK AG

Münchener Rück: Bilanz- und Kapitalflussdaten

in Mio. EUR	2018	2019	2020	2021e	2022e
Bilanzsumme	270.168	287.553	297.946	296.615	295.392
Barreserve	4.986	4.994	5.615	5.334	5.068
Finanzanlagen	216.852	228.764	232.950	234.115	235.285
Goodwill	4.064	4.180	4.005	4.005	4.005
Verbindlichkeiten aus Versicherungsverträgen	204.607	214.706	218.846	220.597	222.362
Verbindlichkeiten aus Investmentverträgen	7.925	8.172	7.955	8.035	8.115
Eigenkapital	26.369	30.576	29.994	30.423	31.408

Quelle: Münchener Rück, NATIONAL-BANK AG

Münchener Rück: Wichtige Kennzahlen

	2018	2019	2020	2021e	2022e
Buchwert / Aktie	188,2	218,2	214,1	217,2	224,2
KGV	12,0	11,8	28,1	12,8	10,5
KBV	1,0	1,0	1,1	1,2	1,1
Dividendenrendite	4,9%	4,4%	4,0%	4,0%	4,3%
ROE (vor Steuern)	10,5%	11,2%	4,9%	11,5%	13,8%
ROE (nach Steuern)	8,5%	9,6%	4,0%	9,3%	11,1%
Combined Ratio	99,4%	100,2%	105,6%	96,8%	96,8%
Solvabilitätsquote	245,0%	237,0%	208,0%	216,0%	230,0%

Quelle: Münchener Rück, NATIONAL-BANK AG

Pfizer

Kaufen (Halten)

Kurs am 10. 11. 21 um 22:02h	49,02 USD
Erstellung abgeschlossen	11.11.2021/ 11:45h
Erstmals weitergegeben	11.11.2021/ 13:15h
Kursziel	54,00 USD
Marktkapitalisierung	280,25 Mrd. USD
Branche	Gesundheit
Land	USA
WKN	852009
Reuters	PFEN

Kennzahlen	12/20	12/21e	12/22e
Ergebnis je Aktie (USD)	1,71	3,94	3,58
Kurs/Gewinn	20,4	12,4	13,7
Dividende je Aktie (USD)	1,52	1,56	1,60
Div.-Rendite	4,4%	3,2%	3,3%
Kurs/Umsatz	6,7	3,4	3,6
Kurs/Op. Ergebnis	31,6	9,9	10,6
Kurs/Cashflow	110,3	24,6	11,8
Kurs/Buchwert	3,1	3,8	3,5



Performance	3 M	6 M	12 M
Absolut	5,9%	24,6%	34,3%
Relativ z. S&P 500	1,4%	12,7%	4,3%

Erstempfehlung 06.05.2014

Historie der Umstufungen (12 Monate):

11.11.2021 Von Halten auf Kaufen

Anlass

Zahlen für das dritte Quartal 2021 / Hochstufung der Aktie

Einschätzung

Das Zahlenwerk für das dritte Quartal (Q3) 2021 hat umsatz- und ergebnisseitig die Erwartungen deutlich übertroffen. Die Umsatz- und Ergebnisentwicklung profitierte hauptsächlich von der hohen Nachfrage nach COVID-19-Impfstoff, der mit 14,58 Mrd. USD zur Erlösentwicklung beitrug. Pfizer hat die Guidance für 2021 sowohl umsatz- als auch ergebnisseitig erneut angehoben. Ende Oktober erhielt der COVID-19-Impfstoff von BioNTech/Pfizer, als bislang einziger, in den USA die Notfallzulassung für die Altersgruppe 5 bis 11 Jahre. Zudem konnte Pfizers Medikamentenkandidat PAXLOVID bei COVID-19 infizierten Erwachsenen das Risiko einer Krankenhauseinweisung oder Todesfalls um 89% reduzieren, weshalb wir eine Notfallzulassung für wahrscheinlich halten. Beide Zulassungen werden, vor dem Hintergrund einer global anhaltend hohen Nachfrage nach COVID-19-Impfstoff und erneut ansteigenden Infektionen und Hospitalisierungen, u.E. deutlich positive Impulse für die Geschäftsentwicklung setzen. Wir haben unsere Ergebnisprognosen für die Geschäftsjahre 2021e (u.a. bereinigtes EpS: 4,17 (alt: 4,03) USD; berichtetes EpS: 3,94 (alt: 3,83) USD) und 2022e (u.a. bereinigtes EpS: 4,12 (alt: 3,59) USD; berichtetes EpS: 3,58 (alt: 3,05) USD) erhöht. In Erwartung eines Gesamtertrags (12 Monate) von >10% lautet unser Votum für die Pfizer-Aktie neu Kaufen (alt: Halten; Kursziel: 54,00 (alt: 51,00) USD (Discounted-Cashflow-Modell; Prognoseerhöhung vs höheres Beta)).

Tobias Gottschalt (Analyst)

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> - global führende Marktpositionen - wenig konjunktursensitives Geschäftsmodell - Kooperationen bei innovativen Therapieansätzen - hohe, stabile Cashflows und große finanzielle Schlagkraft 	<ul style="list-style-type: none"> - hoher Umsatzanteil einzelner Medikamente - Umsatzrückgänge bei wichtigen Produkten - starke Abhängigkeit von regulatorischen Entscheidungen - Nachholbedarf bei eigener Forschung und Entwicklung
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> - Ausbau des Engagements in der Onkologie - Ausbau der Präsenz in Wachstumsmärkten - Impulse durch Akquisitionen - Stärkere Konzentration auf Biopharma - COVID-19-Impfstoff mit BioNTech - Postpandemische Erholung im Pharmasektor - Corona-Medikamente 	<ul style="list-style-type: none"> - zunehmender Wettbewerb durch Nachahmerprodukte - wachsender Kostendruck in den Gesundheitssystemen - Fehlschläge in der Forschung und Entwicklung - Integrations- und Restrukturierungsrisiken infolge von Zukäufen - politischer Druck in den USA auf Medikamentenpreisen

Quelle: NATIONAL-BANK AG

Siemens Energy

Halten (Halten)

Kurs am 10.11.21 um 17:39h	25,45 EUR
Erstellung abgeschlossen	11.11.2021/ 11:45h
Erstmals weitergegeben	11.11.2021/ 13:15h
Kursziel	27,00 EUR
Marktkapitalisierung	18,06 Mrd. EUR
Branche	Energie
Land	Deutschland
WKN	ENER6Y
Reuters	ENR1n.DE

Kennzahlen	09/21(e)	09/22e	09/23e
Ergebnis je Aktie (EUR)	-0,63	0,16	1,25
Kurs/Gewinn	neg.	161,8	20,4
Dividende je Aktie (EUR)	0,10	0,20	0,40
Div.-Rendite	0,4%	0,8%	1,6%
Kurs/Umsatz	0,7	0,6	0,6
Kurs/Op. Ergebnis	neg.	99,2	13,3
Kurs/Cashflow	9,7	13,2	10,8
Kurs/Buchwert	1,2	1,2	1,1



Performance	3 M	6 M	12 M
Absolut	8,2%	1,7%	18,5%
Relativ z. DAX40	6,7%	-3,9%	-0,2%

Erstempfehlung 12.04.2021

Historie der Umstufungen (12 Monate):

15.07.2021	Von Kaufen auf Halten
06.05.2021	Von Halten auf Kaufen

Anlass

Zahlen für das vierte Quartal 2020/21

Einschätzung

Das Zahlenwerk für das vierte Quartal (Q4) 2020/21 (30.09. (untestiert)) fiel durchweg schwächer als von uns erwartet aus (Ausnahme: Cashflow, Auftragsentwicklung). Die Ziele für das Gesamtjahr 2020/21 wurden dennoch erreicht bzw. übertroffen (freier Cashflow vor Steuern). Siemens Energy nimmt die Dividendenausschüttung (Gj. 2020/21: 0,10 (Vj.: 0,00; unsere Prognose: 0,00) Euro je Aktie) ein Jahr früher, als von uns erwartet, auf. Der Ausblick für das Geschäftsjahr 2021/22 ist mehrheitlich schwächer als von uns erwartet ausgefallen. Er impliziert Umsatzsteigerungen und Ergebnisverbesserungen, aber einen rückläufigen Cashflow. Die Ziele für das Geschäftsjahr 2022/23 (Angepasste EBITA-Marge vor Sondereffekten: 6,5% bis 8,5% (Guidance Gj. 2021/22e: 3% bis 5%; Gj. 2020/21: 2,3%; Gj. 2019/20: -0,1%)) sowie mittelfristig (u.a. Angepasste EBITA-Marge: $\geq 8\%$) wurden abermals wiederholt. Insgesamt ist die Geschäftsentwicklung verbesserungswürdig (nach wie vor Verluste), sie zeigt aber u.E. in die „richtige“ Richtung (Verbesserungen). In Erwartung eines positiven Gesamtertrags (12 Monate) von $<10\%$ lautet unser Votum für die Siemens Energy-Aktie weiterhin Halten (Kursziel: 27,00 (alt: 25,00) Euro (Discounted-Cashflow-Modell; Startjahr: 2021/22 (bisher: 2020/21), Prognoseanpassung, niedrigeres Beta)).

Sven Diermeier (Senior Analyst)

Highlights

- Die Ziele für das Geschäftsjahr 2020/21 wurden erreicht bzw. übertroffen.
- Für das abgelaufene Geschäftsjahr will Siemens Energy eine Dividende von 0,10 Euro je Aktie ausschütten.
- Der Ausblick für das Geschäftsjahr 2021/22 impliziert ein Umsatzwachstum und Ergebnisverbesserungen, aber einen Rückgang des Cashflows.

Geschäftsentwicklung

Der Umsatz kletterte im vierten Quartal (Q4) 2020/21 (30.09.) um 7% auf 8,20 (Vj.: 7,63; unsere Prognose: 8,48; Marktkonsens: 8,25) Mrd. Euro. Auf vergleichbarer Basis (lfl. bzw. organisch), d.h. bereinigt um Währungs- und Konsolidierungseffekte, ergab sich eine Erlössteigerung von 5% (Q3 2020/21: +11% y/y; Q2 2020/21: +/-0% y/y; Q1 2020/21: +8%) y/y. Dies wurde nur vom Bereich Gas and Power (+10% y/y) getragen (SGRE: -4% y/y). Das Angepasste EBITA vor Sondereffekten verschlechterte sich auf -46 (Vj.: +70; unsere Prognose: +40; Marktkonsens: -10) Mio. Euro (Angepasste EBITA-Marge vor Sondereffekten: -0,6% (Vj.: +0,9%)). Beide Bereiche zeigten eine unterschiedliche Entwicklung (Anstieg bei Gas and Power vs. Verschlechterung und Verlust bei SGRE). Eine Umkehr bei den Sondereffekten sowie deutlich niedrigere Anteile Dritter führten zu einer Verbesserung des EpS auf -0,43 (Vj.: -0,51; unsere Prognose: -0,23; Marktkonsens: -0,70) Euro.

Siemens Energy	Umsatz (in Mio. EUR)		Veränderung gg. Vj.	Umsatz (in Mio. EUR)		Veränderung gg. Vj.
	Q4 2019/20	Q4 2020/21		Gj. 2019/20	Gj. 2020/21	
Gas and Power	4.794	5.350	11,6%	18.120	18.386	1,5%
SGRE	2.868	2.863	-0,2%	9.483	10.198	7,5%
Überleitung	-33	-17	-	-147	-101	-
Konzern	7.629	8.196	7,4%	27.457	28.482	3,7%

Quelle: Siemens Energy, NATIONAL-BANK AG

SGRE: Siemens Gamesa Renewable Energy

Im Gesamtjahr 2020/21 stiegen die Erlöse um 4% (Guidance: +3% bis 8%; organisch: +6%) y/y. Das Angepasste EBITA vor Sondereffekten verbesserte sich deutlich auf +661 (Vj.: -17) Mio. Euro (Angepasste EBITA-Marge vor Sondereffekten: +2,3% (Vj.: -0,1%; Guidance: +2% bis +3%)). Das EpS bezifferte sich auf -0,63 (Vj.: -2,21) Euro (Guidance: „Verbesserung“). Der Dividendenvorschlag für das abgelaufene Geschäftsjahr beläuft sich auf 0,10 (Vj.: 0,00; unsere Prognose: 0,00) Euro je Aktie.

Der freie Cashflow (vor Steuern) zeigte sich in Q4 2020/21 verbessert und blieb positiv (+985 (Vj.: +704) Mio. Euro; Gj. 2020/21: +1.358 (Vj.: +977) Mio. Euro; Guidance: „deutliche Verschlechterung“). Die Nettoliquidität ist entsprechend im Quartalsverlauf gestiegen und bezifferte sich per Ende September 2021 auf 2,52 (30.06.2021: 1,85; 31.12.2020: 1,71; 30.09.2020: 2,36) Mrd. Euro. Siemens Energy verfügt über ein niedriges Investmentgrade-Rating (S&P: „BBB“) mit „stabilem“ Ausblick.

Siemens Energy	Angepasstes EBITA* (in Mio. EUR)		Veränderung gg. Vj.	Angepasstes EBITA* (in Mio. EUR)		Veränderung gg. Vj.
	Q4 2019/20	Q4 2020/21		Gj. 2019/20	Gj. 2020/21	
Gas and Power	43	165	>100%	254	849	>100%
SGRE	30	-176	-	-249	-99	-
Überleitung	-3	-35	-	-22	-89	-
Konzern-EBITA	70	-46	-	-17	661	-
Angepasste EBITA-Marge	0,9%	-0,6%	-1,5 PP	-0,1%	2,3%	2,4 PP

Quelle: Siemens Energy, NATIONAL-BANK AG

SGRE: Siemens Gamesa Renewable Energy; * vor Sondereffekten; PP: Prozentpunkte

Perspektiven

Beide Bereiche von Siemens Energy (Gas and Power sowie SGRE) durchlaufen gerade ein Restrukturierungs- und Effizienzsteigerungsprogramm (Restrukturierungskosten des Bereichs Gas and Power in den Geschäftsjahren 2019/20 bis 2022/23: im mittleren bis hohen dreistelligen Mio.-Euro-Bereich; Gj. 2019/20: 133 Mio. Euro; Gj. 2020/21: 360 Mio. Euro). Ziel ist es dabei, bis zum Geschäftsjahr 2022/23 (30.09.) eine Angepasste EBITA-Marge vor Sondereffekten von 6,5% bis 8,5% (Gj. 2020/21: +2,3%; Gj. 2019/20: -0,1%; Gj. 2018/19: 5,3%; Gj. 2017/18: 5,2%; Gj. 2016/17: 7,2%) zu erreichen. Mittelfristig soll die Angepasste EBITA-Marge bei $\geq 8\%$ herauskommen. Um ein solides Investmentgrade-Rating zu verteidigen, soll die Kennzahl Nettoverschuldung (= Nettofinanzverschuldung zzgl. Pensionsrückstellungen) zu EBITDA 1,5 (30.09.2021: -1,4; 30.09.2020: -21,7; 30.09.2019: 1,2) nicht übersteigen. Die Ausschüttungsquote (bezogen auf den Nettogewinn, bereinigt um nicht zahlungswirksame Sondereffekte) soll sich auf 40% bis 60% belaufen.

Der Auftragseingang ist in Q4 2020/21 deutlich um 30% (lfl.: +29%) y/y gestiegen (aber Gj. 2020/21: -3% (lfl.: -1%) y/y). Das Book-to-Bill-Ratio lag bei über 1,0 (Q4 2020/21: 1,11 (Vj.: 0,92); Gj. 2020/21: 1,16 (Vj.: 1,24)). Der Auftragsbestand bezifferte sich per 30.09.2021 auf 84 (30.06.2021: 83; 31.12.2020: 79; 30.09.2020: 79; 30.09.2019: 77) Mrd. Euro. Im Rahmen des Q4-Berichts (am 10.11.) hat Siemens Energy einen Ausblick für das Geschäftsjahr 2021/22 veröffentlicht (organischer Umsatz: -1% bis +3% y/y; Angepasste EBITA-Marge vor Sondereffekten: 3% bis 5% (Gj. 2020/21: 2,3%); deutliche Verbesserung des Nachsteuerergebnisses (Gj. 2020/21: -560 Mio. Euro); freier Cashflow vor Steuern: positiv und im mittleren dreistelligen Mio.-Euro-Bereich (Gj. 2020/21: +1.358 Mio. Euro)).

Wir haben unsere Prognosen für das Geschäftsjahr 2021/22e teilweise angepasst (u.a. EpS: +0,16 (alt: +0,61) Euro; DpS: unverändert 0,20 Euro). Für das kommende Geschäftsjahr prognostizieren wir (erstmal) ein EpS von 1,25 Euro sowie eine Dividende je Aktie von 0,40 Euro. Auf Basis unseres Discounted-Cashflow-Modells (Startjahr: 2021/22 (bisher: 2020/21); Prognoseanpassung, niedrigeres Beta) haben wir für die Siemens Energy-Aktie ein neues Kursziel von 27,00 (alt: 25,00) Euro ermittelt. Zusammen mit unserer Dividendenerwartung (12 Monate: 0,10 Euro je Aktie) ergibt sich ein positiver Gesamtertrag (12 Monate) von $< 10\%$. Unser Votum für die Siemens Energy-Aktie lautet daher weiterhin Halten.

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> - breites Produkt- und Service-Portfolio - führende Marktpositionen - Siemens als bekannter Markenname - erfahrenes Management - Mittelfristziele erhöhen die Visibilität der zukünftigen Geschäftsentwicklung - hoher Auftragsbestand 	<ul style="list-style-type: none"> - kurze eigenständige Unternehmenshistorie - konjunkturreaktives Geschäftsmodell - volatile Geschäftsentwicklung wegen Projektgeschäft - hoher Goodwill - begrenzter Einfluss auf SGRE - häufige Belastungen des Ergebnisses durch Sonderbelastungen machen Prognose der Geschäftsentwicklung schwierig
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> - Dekarbonisierung/Elektrifizierung: steigende Nachfragen nach Anlagen für die Wasserstoffwirtschaft, SGRE ist einer der größten Windkraftanlagenhersteller, steigende Nachfrage nach Stromübertragungsprodukten - erfolgreiche Restrukturierungs- und Effizienzsteigerungsprogramme - Kooperationen/Partnerschaften (z.B. mit Linde, Air Liquide, Uniper, Wacker Chemie, BASF) - Ausbau des Geschäfts in Asien 	<ul style="list-style-type: none"> - Dekarbonisierung/Elektrifizierung: sinkende Nachfrage nach Produkten/Dienstleistungen der „alten“ Energiewelt - politische Risiken (Auftragsvergabe) - Projektverzögerungen (u.a. Strafzahlung, etc.) - Wertberichtigungen - Anteilsreduzierung von Siemens (temporärer Angebotsüberhang bei Siemens Energy-Aktien)

Quelle: NATIONAL-BANK AG

Siemens Energy: Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. EUR (außer Ergebnis je Aktie und Dividende je Aktie)	2018/19	2019/20	2020/21(e)	2021/22e	2022/23e
Umsatz	28.797	27.457	28.482	29.052	30.083
Bruttoergebnis	4.181	2.139	3.417	4.212	4.663
EBITDA	1.806	60	1.106	1.635	2.831
Abschreibungen	-1.209	-2.051	-1.463	-1.453	-1.474
EBIT	597	-1.991	-357	182	1.357
Finanzergebnis	-280	-144	-108	-105	-100
EBT	317	-2.135	-465	77	1.257
Steuern	-35	276	-95	-15	-346
Ergebnis nach Steuern	282	-1.859	-560	62	911
Minderheitenanteile	-123	253	107	50	-25
Nettoergebnis	159	-1.606	-453	112	886
Anzahl Aktien (Mio. St.)	727	726	717	710	710
Ergebnis je Aktie	0,22	-2,21	-0,63	0,16	1,25
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,10	0,20	0,40
in % vom Umsatz					
Umsatz	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Bruttoergebnis	14,5%	7,8%	12,0%	14,5%	15,5%
EBITDA	6,3%	0,2%	3,9%	5,6%	9,4%
Abschreibungen	4,2%	7,5%	5,1%	5,0%	4,9%
EBIT	2,1%	-7,3%	-1,3%	0,6%	4,5%
EBT	1,1%	-7,8%	-1,6%	0,3%	4,2%
Steuern	0,1%	-1,0%	0,3%	0,1%	1,1%
Ergebnis nach Steuern	1,0%	-6,8%	-2,0%	0,2%	3,0%
Nettoergebnis	0,6%	-5,8%	-1,6%	0,4%	2,9%

Quelle: Siemens Energy, NATIONAL-BANK AG

Siemens Energy: Bilanz- und Kapitalflussdaten

in Mio. EUR	2018/19	2019/20	2020/21(e)	2021/22e	2022/23e
Bilanzsumme	45.041	43.032	44.141	44.153	44.712
Anlagevermögen	20.124	20.484	20.744	20.279	19.798
Geschäfts- und Firmenwert	9.815	9.376	9.538	9.538	9.538
Vorräte	7.148	6.527	6.146	6.238	6.515
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	5.097	4.963	5.110	5.187	5.417
Liquide Mittel	1.871	4.630	5.333	5.606	6.106
Eigenkapital	13.089	15.390	15.220	15.210	15.979
Verzinsliches Fremdkapital	906	2.390	2.728	2.692	2.657
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	4.698	5.127	5.764	5.908	6.170
Summe Fremdkapital	31.952	27.642	28.921	28.943	28.732
Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit	1.694	1.601	1.946	1.369	1.669
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-797	-1.036	-958	-988	-993
Free Cashflow	897	565	988	381	676
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	-1.597	2.353	-340	-107	-177
Summe der Cashflows	-700	2.918	648	273	499

Quelle: Siemens Energy, NATIONAL-BANK AG

Siemens Energy: Wichtige Kennzahlen

	2018/19	2019/20	2020/21(e)	2021/22e	2022/23e
EV / Umsatz	-	0,5	0,6	0,5	0,5
EV / EBITDA	-	229,8	14,7	9,5	5,5
EV / EBIT	-	neg.	neg.	84,9	11,4
KGV	-	neg.	neg.	161,8	20,4
KBV	-	1,0	1,2	1,2	1,1
KCV	-	10,0	9,7	13,2	10,8
KUV	-	0,6	0,7	0,6	0,6
Dividendenrendite	-	0,0%	0,4%	0,8%	1,6%
Eigenkapitalrendite (ROE)	1,2%	-10,4%	-3,0%	0,7%	5,5%
ROCE	2,2%	-7,4%	-1,4%	0,7%	5,3%
ROI	0,4%	-3,7%	-1,0%	0,3%	2,0%
Eigenkapitalquote	29,1%	35,8%	34,5%	34,4%	35,7%
Anlagendeckungsgrad	65,0%	75,1%	73,4%	75,0%	80,7%
Anlagenintensität	44,7%	47,6%	47,0%	45,9%	44,3%
Vorräte / Umsatz	24,8%	23,8%	21,6%	21,5%	21,7%
Forderungen / Umsatz	17,7%	18,1%	17,9%	17,9%	18,0%
Working Capital-Quote	26,2%	23,2%	19,3%	19,0%	19,2%
Nettofinanzverschuldung (in Mio. EUR)	-965	-2.240	-2.605	-2.914	-3.448
Nettofinanzverschuldung / EBITDA	-0,5	-37,3	-2,4	-1,8	-1,2
Capex / Umsatz	2,8%	3,4%	3,5%	3,4%	3,3%
Capex / Abschreibungen	67,7%	45,2%	67,5%	68,0%	67,3%
Free Cashflow / Umsatz	3,1%	2,1%	3,5%	1,3%	2,2%
Free Cash Flow / Aktie (EUR)	1,23	0,78	1,38	0,54	0,95
Nettofinanzverschuldung / Aktie (EUR)	-1,33	-3,08	-3,63	-4,10	-4,86
Cash / Aktie (EUR)	2,57	6,38	7,43	7,90	8,60
Buchwert / Aktie (EUR)	18,01	21,19	21,22	21,42	22,51

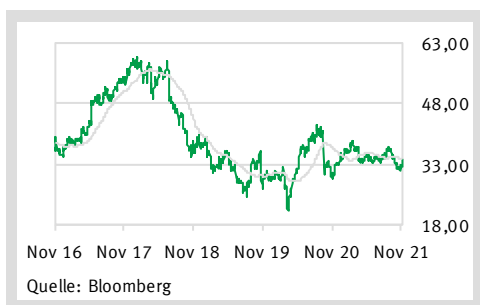
Quelle: Siemens Energy, NATIONAL-BANK AG

United Internet

Kaufen (Kaufen)

Kurs am 10.11.21 um 17:35h	34,26 EUR
Erstellung abgeschlossen	11.11.2021/ 11:45h
Erstmals weitergegeben	11.11.2021/ 13:15h
Kursziel	45,00 EUR
Marktkapitalisierung	6,65 Mrd. EUR
Branche	Technologie
Land	Deutschland
WKN	508903
Reuters	UTDI.DE

Kennzahlen	12/20	12/21e	12/22e
Ergebnis je Aktie (EUR)	1,55	2,16	2,27
Kurs/Gewinn	21,6	15,9	15,1
Dividende je Aktie (EUR)	0,50	0,50	0,50
Div.-Rendite	1,5%	1,5%	1,5%
Kurs/Umsatz	1,2	1,2	1,2
Kurs/Op. Ergebnis	10,9	8,4	8,2
Kurs/Cashflow	6,8	6,9	6,6
Kurs/Buchwert	1,3	1,2	1,1



Performance	3 M	6 M	12 M
Absolut	-2,5%	-0,7%	11,9%
Relativ z. MDAX	-3,1%	-13,0%	-13,1%

Erstempfehlung 31.03.2014

Historie der Umstufungen (12 Monate):

Anlass

Zahlen für das dritte Quartal 2021

Einschätzung

Der Umsatz stieg im dritten Quartal (Q3) 2021 erwartungsgemäß um 4,9% y/y. Die Ergebniskennzahlen haben zwar unsere Erwartungen verfehlt, die Markterwartungen aber übertroffen (bspw. EBITDA: +16,5% auf 321,3 (Vj.: 275,9; unsere Prognose: 347,6; Marktkonsens: 310,6) Mio. Euro). Der Ausblick für 2021 wurde bestätigt. Im Vorfeld der Q3-Zahlenbekanntgabe ließ Konzernchef und Unternehmensgründer Dommermuth verlauten, seinen Anteilsbesitz an United Internet erhöhen zu wollen. Dommermuth will demnach seinen derzeitigen Anteilsbesitz von 42,3% auf 51% erhöhen. Den außenstehenden Aktionären soll noch im Dezember ein Angebot über 35,00 Euro je Aktie gemacht werden. Eine finale Entscheidung ist aber noch nicht getroffen. Dommermuth betonte aber, dass dieser Schritt keinen Rückzug von der Börse darstellen soll. Vielmehr will er damit sein Vertrauen in die Strategie des Konzerns signalisieren. Wir haben unsere Prognose für das berichtete EpS in 2021e (2,16 Euro) beibehalten und für das bereinigte EpS auf 2,22 (alt: 2,15) Euro angehoben. Unsere EpS-Prognosen für 2022e (berichtet und bereinigt: 2,27 Euro) bleiben unverändert. In Erwartung eines positiven Gesamtertrags (12 Monate; unsere Dividendenerwartung: 0,50 Euro je Aktie) von >10% votieren wir weiterhin mit Kaufen für die United Internet-Aktie (Kursziel: unverändert 45,00 Euro (Discounted Cashflow-Modell)).

Markus Jost (Analyst)

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> - überdurchschnittlich starkes Kundenwachstum in allen wesentlichen Geschäftsfeldern - breite Produktpalette sowie bekannte Marken (bspw. GMX und 1&1) in Deutschland - große Kundenbasis (insbesondere bei DSL und E-Mail), die auch für weitere Dienstleistungen gewonnen werden kann 	<ul style="list-style-type: none"> - hoher Wettbewerb im Mobilfunkmarkt - Expansion in neue Geschäftsfelder belastet die Margen - Abhängigkeit von Netzbetreibern (insbesondere Vodafone und Deutsche Telekom) - hohe Verschuldung und hoher Goodwill
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> - Partnerschaft mit Rakuten im Netzaufbau bzw. Verwendung des Open-RAN-Ansatzes dabei - zahlreiche neue Möglichkeiten und Wachstumspotenzial als vierter Mobilfunknetzbetreiber in Deutschland (hierbei auch eigenes Glasfasernetz der Konzernsparte 1&1 Versatel strategisch wichtig) - neue Geschäftsfelder bieten hohes Wachstumspotenzial und erhöhen die Diversifikation - United Internet profitiert vom zunehmenden Interesse in Bezug auf IT-Sicherheit (vor allem in Deutschland) 	<ul style="list-style-type: none"> - sehr hohe Investitionen für den Aufbau eines eigenen 5G-Mobilfunknetzes - Integrations- und Abschreibungsrisiken - Konkurrenz durch Kabelnetzbetreiber im Festnetzbereich

Quelle: NATIONAL-BANK AG

Rechtliche Hinweise: WICHTIGE INFORMATION: BITTE LESEN !

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

Aufsichtsbehörde:

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

Mögliche Interessenkonflikte:

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

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

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

Zusammenfassung der Bewertungsgrundlagen

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

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

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

sowie eine Übersicht der Empfehlungen unter

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

Sensitivität der Bewertungsparameter

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

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

Zeitliche Bedingungen vorgesehener Aktualisierungen:

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

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

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

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