

Marktdaten im Überblick	2
Unternehmenskommentare	3
Continental	3
Fielmann	9
General Electric	11
Infineon Technologies.....	12
Merck KGaA.....	18
Siemens.....	24
Zurich Insurance Group.....	30
Rechtliche Hinweise	32



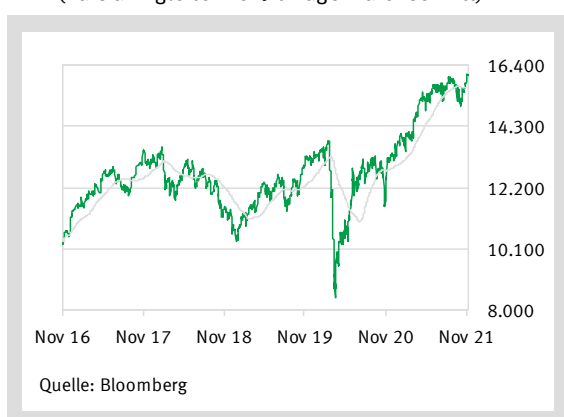
Marktdaten im Überblick

	11.11.2021	10.11.2021	Änderung
Deutschland			
DAX	16.083	16.068	0,1%
MDAX	35.956	35.991	-0,1%
TecDAX	3.884	3.875	0,2%
Bund-Future	170,42	170,69	-0,2%
10J Bund in %	-0,2310	-0,2470	0,0160 PP
3M Zins in %	-0,7940	-0,7850	-0,0090 PP
Europa			
Euro Stoxx 50	4.358	4.349	0,2%
FTSE 100	7.384	7.340	0,6%
SMI	12.421	12.401	0,2%
Welt			
DOW JONES	35.921	36.080	-0,4%
S&P 500	4.649	4.647	0,1%
NASDAQ COMPOSITE	15.704	15.623	0,5%
NIKKEI 225	29.278	29.107	0,6%
TOPIX	2.014	2.008	0,3%
Rohstoffe / Devisen			
EUR in USD	1,1451	1,1479	-0,2%
Gold (USD je Feinunze)	1.857,90	1.859,40	-0,1%
Brent-Öl (USD je Barrel)	82,87	82,64	0,3%

Quelle: Bloomberg

PP: Prozentpunkte

DAX (Kurs und gleitender 90 Tage-Durchschnitt)



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



Unternehmenskommentare

Continental

Halten (Halten)

Kurs am 11.11.21 um 17:35 h	103,88 EUR
Erstellung abgeschlossen	12.11.2021/ 11:30h
Erstmals weitergegeben	12.11.2021/ 13:00h
Kursziel	103,00 EUR
Marktkapitalisierung	20,78 Mrd. EUR
Branche	Automobile / Zulieferer
Land	Deutschland
WKN	543900
Reuters	CONG.DE

Kennzahlen	12/20	12/21e	12/22e
Ergebnis je Aktie (EUR)	-4,81	5,33	8,58
Kurs/Gewinn	neg.	19,5	12,1
Dividende je Aktie (EUR)	0,00	1,50	2,55
Div.-Rendite	0,0%	1,4%	2,5%
Kurs/Umsatz	0,5	0,6	0,6
Kurs/Op. Ergebnis	neg.	14,7	8,0
Kurs/Cashflow	6,9	9,2	6,6
Kurs/Buchwert	1,5	1,6	1,4



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

Erstempfehlung 26.09.2012

Historie der Umstufungen (12 Monate):

Anlass

Zahlen für das dritte Quartal 2021

Einschätzung

Der Bericht für das dritte Quartal (Q3) 2021 (operativ (teilweise deutliche) Rückgänge v.a. wegen Knappheit an elektronischen Bauteilen) bestätigte die Ende Oktober veröffentlichten Eckdaten (Umsatz, bereinigte EBIT-Marge, freier Cashflow). Das erstmals veröffentlichte berichtete EBIT und EpS übertrafen wegen geringerer Sonderbelastungen (inkl. PPA) sowie einer niedrigeren Steuerquote unsere Prognosen teilweise deutlich. Der Ende Oktober für die wichtigsten Kennzahlen gesenkte Ausblick für das Geschäftsjahr 2021 (betrifft Umsatz, bereinigte EBIT-Marge, freier Cashflow) wurde im Rahmen des Q3-Berichts nun wiederholt (impliziert umsatz- und margenseitig Verschlechterungen ggü. 2019, aber Verbesserungen ggü. Krisenjahr 2020). Zudem wurde nun die Guidance für die Steuerquote (rund 23% (bisher: rund 27%)) angepasst. Wir gehen nach wie vor davon aus, dass sich Conti kontinuierlich den im Dezember 2020 bekannt gegebenen Mittelfristzielen (organisches Umsatzwachstum: 5% bis 8% p.a.; bereinigte EBIT-Marge: rund 8% bis 11%; ROCE: rund 15% bis 20%) annähert. Unsere Prognosen haben wir mehrheitlich erhöht (u.a. EpS 2021e: 5,33 (alt: 4,54) Euro; EpS 2022e: 8,58 (alt: 8,48) Euro). In Erwartung eines positiven Gesamtertrags (12 Monate) von <10% lautet unser Votum für die Conti-Aktie nach wie vor Halten (Kursziel: 103,00 (alt: 100,00) Euro (Discounted-Cashflow-Modell; Prognoseerhöhung)).

Sven Diermeier (Senior Analyst)

Highlights

- Der Q3-Bericht hat die vorläufigen Daten von Ende Oktober bestätigt.
- Das Gearing belief sich per Ende Q3 2021 auf 32%.
- Der Ende Oktober für die wichtigsten Kennzahlen gesenkte Ausblick für das Geschäftsjahr 2021 wurde im Rahmen des Q3-Berichts wiederholt. Zudem geht das Unternehmen nun von einer niedrigen Steuerquote aus.

Geschäftsentwicklung

Der Umsatz sank im dritten Quartal (Q3) 2021 v.a. wegen der Knappheit an elektronischen Bauteilen um 7% auf 8,04 (Vj.: 8,68; vorläufig: 8,04) Mrd. Euro. Auf organischer Basis ergab sich ein Erlösminus von 9% y/y. Vier der fünf Divisionen zeigten Umsatzrückgänge, die in den beiden Automotive-Divisionen überdurchschnittlich stark ausfielen. Das bereinigte Konzern-EBIT brach um 42% auf 419 (Vj.: 727) Mio. Euro ein, was einer bereinigten EBIT-Marge von 5,2% (Vj.: 8,4%; vorläufig: 5,2%) entspricht. Auf Grund deutlich niedrigerer Sonderbelastungen (inkl. PPA) verbesserte sich das berichtete EBIT auf +419 (Vj.: -674; unsere Prognose: +299) Mio. Euro. Entsprechend zeigte auch das EpS eine Verbesserung (+1,55 (Vj.: -3,60; unsere Prognose: +0,88) Euro).

Continental	Umsatz (in Mio. EUR)			Umsatz (in Mio. EUR)		
	Q3 2020	Q3 2021	Veränderung gg. Vj.	9M 2020	9M 2021	Veränderung gg. Vj.
Autonomous Mobility & Safety	2.000	1.637	-18,1%	5.326	5.537	4,0%
Vehicle Networking and Information	2.148	1.860	-13,4%	5.653	5.923	4,8%
Reifen (Tires)	2.889	2.977	3,0%	7.284	8.608	18,2%
ContiTech	1.470	1.436	-2,3%	4.054	4.448	9,7%
Contract Manufacturing	254	203	-20,2%	686	693	1,0%
Sonstiges/Konsolidierung	-81	-72	-	-260	-238	-
Konzern	8.679	8.041	-7,4%	22.744	24.970	9,8%

Quelle: Continental, NATIONAL-BANK AG

In den ersten neun Monaten (9M) 2021 kletterte der Umsatz um 10% y/y. Das bereinigte EBIT legte auf 1.676 (Vj.: 721) Mio. Euro zu (bereinigte EBIT-Marge: 6,7% (Vj.: 3,2%)). Auf Grund der bereinigten Entwicklung sowie deutlich niedrigerer Sondereffekte verbesserten sich das berichtete EBIT auf +1.554 (Vj.: -780) Mio. Euro und das EpS auf +6,51 (Vj.: -5,84) Euro.

Der freie Cashflow (vor Akquisitionen und Carve-Out-Effekten) zeigte sich in Q3 2021 deutlich verschlechtert (+12 (Vj.: +1.783; vorläufig: +12) Mio. Euro; 9M 2021: +1.008 (Vj.: -197) Mio. Euro). Das Gearing hat sich im Quartalsverlauf verschlechtert und bezifferte sich per Ende September 2021 auf 32% (30.06.2021: 26%; 31.12.2020: 33%; 30.06.2020: 41%; 31.12.2019: 26%; 31.12.2018: 9%). Conti verfügt über niedrige Investmentgrade-Ratings (Moody's: „Baa2“ (Ausblick: „negativ“); S&P: „BBB“ (Ausblick: „negativ“)).

Continental	Bereinigtes EBIT (in Mio. EUR)		Veränderung gg. Vj.	Bereinigtes EBIT (in Mio. EUR)		Veränderung gg. Vj.
	Q3 2020	Q3 2021		9M 2020	9M 2021	
Autonomous Mobility & Safety	118	-27	-	-19	-11	-
EBIT-Marge	5,9%	-1,7%	-7,6 PP	-0,4%	-0,2%	0,2 PP
Vehicle Networking and Information	-41	-54	-	-311	-59	-
EBIT-Marge	-1,9%	-2,9%	-1,0 PP	-5,5%	-1,0%	4,5 PP
Reifen (Tires)	493	407	-17,5%	794	1.377	73,4%
EBIT-Marge	17,1%	13,7%	-3,4 PP	10,9%	16,0%	5,1 PP
ContiTech	157	89	-43,3%	274	371	35,4%
EBIT-Marge	10,7%	6,2%	-4,5 PP	6,8%	8,3%	1,6 PP
Contract Manufacturing	22	24	7,6%	66	97	46,9%
EBIT-Marge	-27,6%	-33,7%	-6,1 PP	-25,5%	-41,0%	-15,5 PP
Sonstiges/Konsolidierung	-23	-20	-	-83	-99	-
Konzern	727	419	-42,4%	721	1.676	>100%
EBIT-Marge	8,4%	5,2%	-3,2 PP	3,2%	6,7%	3,5 PP

Quelle: Continental, NATIONAL-BANK AG

PP: Prozentpunkte

Perspektiven

Conti hat im Rahmen mehrerer Kapitalmarkttag (Dezember 2020) die neue Strategie (Automotive: Produkte und Systeme für assistiertes und autonomes Fahren, Dienstleistungen für Automobilhersteller, End- und Flottenkunden sowie Architektur-, Vernetzungs- und Softwarelösungen; Reifen: Marktanteilsgewinne in Asien und Nordamerika; ContiTech: Lösungen jenseits von Kautschuk) vorgestellt. Diese trägt u.E. den Trends in der Automobilindustrie (u.a. Digitalisierung) sowie den Marktstellungen des Konzerns (u.a. bereits hoher Marktanteil bei Reifen in Europa im Gegensatz zu Nordamerika und Asien) Rechnung. Wir erachten die Strategie als schlüssig. Aus der neu vorgestellten Strategie leitet Conti u.E. optimistische Mittelfristziele ab (u.a. organisches Umsatzwachstum: rund 5% bis 8% p.a.; bereinigte EBIT-Marge: rund 8% bis 11%; ROCE: rund 15% bis 20%; Barmittel-Umwandlungsrate: >70%). Es wird ein niedrigeres Investmentgrade-Rating „BBB+“ bzw. „BBB“ angestrebt (Eigenkapitalquote (Ziel): >30%; Gearing (Ziel): <40%). Die Ausschüttungsquote soll sich auf 15% bis 30% belaufen.

Im Rahmen des Q3-Berichts (am 10.11.) hat Conti den Ende Oktober für die wichtigsten Kennzahlen gesenkten Ausblick für das Geschäftsjahr 2021 (betrifft Umsatz, bereinigte EBIT-Marge, freier Cashflow) wiederholt. Demnach sollen sich der Umsatz auf 32,5 bis 33,5 (Gj. 2020 exkl. Powertrain: 30,8; Gj. 2019 exkl. Powertrain: 36,7) Mrd. Euro und die bereinigte EBIT-Marge auf rund 5,2% bis 5,6% (Gj. 2020 exkl. Powertrain: 4,5%; Gj. 2019 exkl. Powertrain: 8,6%; 9M 2021: 6,7%) belaufen. Die Sonderbelastungen (Restrukturierung, Carve-Out) sollen sich weiterhin auf rund 300 Mio. Euro und die Kaufpreisallokation auf <200 Mio. Euro belaufen. Zudem sieht Conti Gegenwind (550 (bisher: 500) Mio. Euro) durch die Rohstoffpreise. Das Finanzergebnis wird bei rund -180 Mio. Euro und die Steuerquote neu bei rund 23% (bisher: rund 27%) erwartet. Bei einer Investitionsquote von rund 6% soll sich der freie Cashflow (vor Akquisitionen und Carve-Out-Effekten) auf 0,8 bis 1,2 Mrd. Euro belaufen.

Unsere Prognosen für die Geschäftsjahre 2021e (u.a. EpS: 5,33 (alt: 4,54) Euro; Dividende je Aktie: unverändert: 1,50 Euro) und für 2022e (u.a. EpS: 8,58 (alt: 8,48) Euro; Dividende je Aktie: unverändert 2,55 Euro) haben wir mehrheitlich erhöht. Auf Basis unseres Discounted-Cashflow-Modells (Prognoseerhöhung) haben wir für die Continental-Aktie ein neues Kursziel von 103,00 (alt: 100,00) Euro ermittelt. Zusammen mit unserer Dividendenerwartung (12 Monate: 1,50 Euro je Aktie) ergibt sich ein positiver Gesamtertrag (12 Monate) von <10%. Unser Halten-Votum für die Conti-Aktie hat daher Bestand.

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> - führende Marktpositionen bei den für das Unternehmen relevanten Produkten - Kundenbeziehungen zu jedem großen Autobauer - attraktives Produktportfolio - hohe technologische Kompetenz 	<ul style="list-style-type: none"> - vergleichsweise hoher Anteil des Automobilgeschäfts - noch zu geringe Präsenz in Wachstumsregionen (hohe Abhängigkeit von Deutschland/Europa) - konjunkturreaktives Geschäftsmodell - keine Dividendenkontinuität
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> - Produktinnovationen - zunehmende Wertschöpfung von Zulieferern an der Automobilproduktion ermöglicht überdurchschnittliches Wachstum im Vergleich zum Automobilproduktionswachstum - optimistischer Mittelfristausblick - dynamische Konjunkturerholung (Überwinden der Covid-19-Pandemie) 	<ul style="list-style-type: none"> - (globaler) Konjunkturabschwung (Covid-19-Pandemie) - automobiler Strukturwandel („begünstigt“ Fehlinvestitionen und Wertberichtigungen) - Marktmacht der Automobilhersteller - Ratingherabstufung

Quelle: NATIONAL-BANK AG

Continental: Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. EUR (außer Ergebnis je Aktie und Dividende je Aktie)	2018	2019	2020	2021e	2022e
Umsatz	44.404	44.478	37.722	33.175	35.912
Bruttoergebnis	11.105	10.585	8.589	8.227	9.588
EBITDA	6.236	4.977	3.034	3.837	4.853
Abschreibungen	2.208	5.246	3.752	2.424	2.240
EBIT	4.028	-268	-718	1.413	2.613
Finanzergebnis	-178	-320	-212	-175	-195
EBT	3.850	-589	-930	1.238	2.418
Steuern	-892	-582	11	-288	-653
Ergebnis nach Steuern	2.958	-1.171	-919	950	1.765
Minderheitenanteile	-61	-54	-43	-41	-50
Nettoergebnis	2.897	-1.225	-962	1.066	1.715
Anzahl Aktien (Mio. St.)	200	200	200	200	200
Ergebnis je Aktie	14,49	-6,13	-4,81	5,33	8,58
Dividende je Aktie	4,75	3,00	0,00	1,50	2,55
in % vom Umsatz					
Umsatz	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Bruttoergebnis	25,0%	23,8%	22,8%	24,8%	26,7%
EBITDA	14,0%	11,2%	8,0%	11,6%	13,5%
Abschreibungen	-5,0%	-11,8%	-9,9%	-7,3%	-6,2%
EBIT	9,1%	-0,6%	-1,9%	4,3%	7,3%
EBT	8,7%	-1,3%	-2,5%	3,7%	6,7%
Steuern	2,0%	1,3%	0,0%	0,9%	1,8%
Ergebnis nach Steuern	6,7%	-2,6%	-2,4%	2,9%	4,9%
Nettoergebnis	6,5%	-2,8%	-2,5%	3,2%	4,8%

Quelle: Continental, NATIONAL-BANK AG

Continental: Bilanz- und Kapitalflussdaten

in Mio. EUR	2018	2019	2020	2021e	2022e
Bilanzsumme	40.445	42.568	39.638	35.135	36.197
Anlagevermögen	23.659	24.725	23.118	19.192	19.376
Geschäfts- und Firmenwert	7.233	5.114	4.362	4.362	4.362
Vorräte	4.521	4.694	4.238	3.983	4.147
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	7.858	7.712	7.353	6.910	7.195
Liquide Mittel	2.761	3.342	2.939	3.180	3.580
Eigenkapital	18.333	15.876	12.639	13.296	14.761
Verzinsliches Fremdkapital	4.607	7.619	7.334	6.787	6.742
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	7.293	7.111	5.933	5.575	5.805
Summe Fremdkapital	22.112	26.693	26.999	21.839	21.436
Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit	4.977	4.414	2.714	2.260	3.169
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-3.626	-3.653	-1.835	-2.073	-2.424
Free Cashflow	1.351	762	879	186	745
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	-471	-220	-1.141	-48	-345
Summe der Cashflows	880	542	-262	139	401

Quelle: Continental, NATIONAL-BANK AG

Continental: Wichtige Kennzahlen

	2018	2019	2020	2021e	2022e
EV / Umsatz	0,9	0,7	0,6	0,8	0,7
EV / EBITDA	6,4	6,0	7,6	6,5	5,2
EV / EBIT	9,9	neg.	neg.	17,7	9,6
KBV	13,2	neg.	neg.	19,5	12,1
KBV	2,1	1,6	1,5	1,6	1,4
KCV	7,7	5,8	6,9	9,2	6,6
KUV	0,9	0,6	0,5	0,6	0,6
Dividendenrendite	2,5%	2,4%	0,0%	1,4%	2,5%
Eigenkapitalrendite (ROE)	15,8%	-7,7%	-7,6%	8,0%	11,6%
ROCE	14,0%	-0,9%	-2,5%	5,8%	10,5%
ROI	7,2%	-2,9%	-2,4%	3,0%	4,7%
Eigenkapitalquote	45,3%	37,3%	31,9%	37,8%	40,8%
Anlagendeckungsgrad	77,5%	64,2%	54,7%	69,3%	76,2%
Anlagenintensität	58,5%	58,1%	58,3%	54,6%	53,5%
Vorräte / Umsatz	10,2%	10,6%	11,2%	12,0%	11,5%
Forderungen / Umsatz	17,7%	17,3%	19,5%	20,8%	20,0%
Working Capital-Quote	11,5%	11,9%	15,0%	16,0%	15,4%
Nettofinanzverschuldung (in Mio. EUR)	1.846	4.277	4.396	3.607	3.162
Nettofinanzverschuldung / EBITDA	0,3	0,9	1,4	0,9	0,7
Capex / Umsatz	7,0%	6,7%	5,1%	6,3%	6,8%
Capex / Abschreibungen	141,5%	56,8%	51,8%	85,5%	108,2%
Free Cashflow / Umsatz	3,0%	1,7%	2,3%	0,6%	2,1%
Free Cash Flow / Aktie (EUR)	6,75	3,81	4,39	0,93	3,73
Nettofinanzverschuldung / Aktie (EUR)	9,23	21,39	21,98	18,03	15,81
Cash / Aktie (EUR)	13,81	16,71	14,69	15,90	17,90
Buchwert / Aktie (EUR)	91,66	79,38	63,19	66,48	73,80

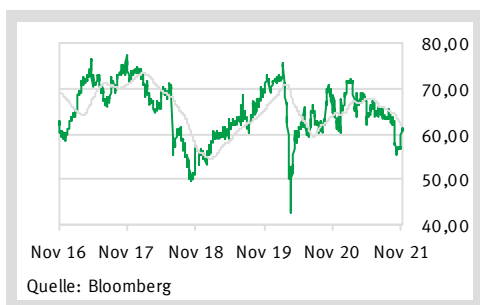
Quelle: Continental, NATIONAL-BANK AG

Fielmann

Kaufen (Kaufen)

Kurs am 11.11.21 um 17:35 h	61,45 EUR
Erstellung abgeschlossen	12.11.2021/ 11:30h
Erstmals weitergegeben	12.11.2021/ 13:00h
Kursziel	74,00 EUR
Marktkapitalisierung	5,16 Mrd. EUR
Branche	Einzelhandel
Land	Deutschland
WKN	577220
Reuters	FIEG.DE

Kennzahlen	12/20	12/21e	12/22e
Ergebnis je Aktie (EUR)	1,39	1,93	2,38
Kurs/Gewinn	46,0	31,8	25,8
Dividende je Aktie (EUR)	1,20	1,70	1,90
Div.-Rendite	1,9%	2,8%	3,1%
Kurs/Umsatz	3,7	3,0	2,7
Kurs/Op. Ergebnis	30,0	21,5	17,5
Kurs/Cashflow	19,2	19,1	14,1
Kurs/Buchwert	6,4	5,7	5,4



Performance	3 M	6 M	12 M
Absolut	-3,5%	-4,1%	-3,8%
Relativ z. SDAX	-5,6%	-14,5%	-33,9%

Erstempfehlung 01.03.2016

Historie der Umstufungen (12 Monate):

07.01.2021 Von Halten auf Kaufen

Anlass

Zahlen für das dritte Quartal 2021

Einschätzung

Die Zahlen für das dritte Quartal (Q3) 2021 lagen beim Konzernumsatz (+10% y/y auf 460,8 Mio. Euro) im Rahmen der Erwartungen und fielen ergebnisseitig (u.a. EBT: +5% y/y auf 85,4 Mio. Euro) besser als erwartet (unsere Prognose: 79,9 Mio. Euro; Marktkonsens: 82,0 Mio. Euro) aus. Ursächlich für die Anstiege war v.a. die Konsolidierung der spanischen Optikerkette Óptica & Audiología Universitaria (80%-Anteil). Der Ausblick für 2021 wurde bestätigt (u.a. Konzernumsatz: rund 1,7 (Gj.: 2020: 1,4) Mrd. Euro; EBT: mehr als 200 (Vj.: 176) Mio. Euro). Wir halten ihn für komfortabel erreichbar. Eine positive Überraschung stellt für uns der Ausblick für 2022 (prozentual zweistellige Anstiege beim Außenumsatz und beim Konzernumsatz (unsere bisherige Prognose: +5,0%); Erschließung von mindestens einem weiteren Markt) dar. Wir behalten unsere Prognosen für 2021e (u.a. EpS: 1,93 Euro) bei und heben sie für 2022e (u.a. EpS: 2,38 (alt: 2,34) Euro) an. Die Hauptwachstumstreiber (Demographie; Trend zu Kontaktlinsen) sehen wir als intakt an. Zudem sollte Fielmann angesichts der u.E. komfortablen finanziellen Situation (u.a. Nettoliquidität) von der durch die Pandemie befeuerten Branchenkonsolidierung sowie der regionalen Expansion profitieren. Auf Basis unseres DCF-Modells (teilweise Anhebung der Prognosen versus höheres Beta) haben wir ein neues Kursziel von 74,00 (alt: 76,00) Euro für die Fielmann-Aktie ermittelt und bestätigen bei einem Gesamtertrag (12 Monate) von über 10% unser Kaufen-Votum.

Lars Lusebrink (Analyst)

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none">- herausragende Marktposition im deutschsprachigen Raum- hohe Markenbekanntheit- komfortable Bilanzstruktur- gut ausgebildetes Personal- positiver Ausblick für 2022	<ul style="list-style-type: none">- relativ geringe Profitabilität in Österreich und Spanien- noch hohe Abhängigkeit vom deutschen Markt
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none">- alternde Bevölkerung (u.a. steigende Nachfrage nach margenstarken Gleitsichtbrillen)- Einstieg in neue Märkte in Kontinentaleuropa- Ausbau des Hörgeräte-Bereichs- Forcierung des Online-Geschäfts- Fielmann sollte von der durch die Pandemie befeuerten Branchenkonsolidierung profitieren	<ul style="list-style-type: none">- hohe Abhängigkeit von der Kundenzufriedenheit- hohe Preissensitivität der Verbraucher- Mangel an gut ausgebildeten Optikern- Markteintritt von neuen Konkurrenten

Quelle: NATIONAL-BANK AG

General Electric

Halten (Halten)

Kurs am 11.11.21 um 21:59 h	107,00 USD
Erstellung abgeschlossen	12.11.2021/ 11:30h
Erstmals weitergegeben	12.11.2021/ 13:00h
Kursziel	115,00 USD
Marktkapitalisierung	117,38 Mrd. USD
Branche	Industrie
Land	USA
WKN	A3CSML
Reuters	GEN

Kennzahlen	12/20	12/21e	12/22e
Ergebnis je Aktie (USD)	4,78	-0,63	2,31
Kurs/Gewinn	13,8	neg.	46,3
Dividende je Aktie (USD)	0,32	0,32	0,32
Div.-Rendite	0,5%	0,3%	0,3%
Kurs/Umsatz	0,9	1,6	1,5
Kurs/Op. Ergebnis	6,6	15,7	16,0
Kurs/Cashflow	20,0	neg.	20,4
Kurs/Buchwert	1,9	3,0	2,8



Performance	3M	6M	12M
Absolut	0,5%	4,3%	52,7%
Relativ z. S&P 500	-3,8%	-10,1%	21,2%

Erstempfehlung 11.04.2014

Historie der Umstufungen (12 Monate):

Anlass

Strategieupdate: Aufspaltung in drei Teilkonzerne

Einschätzung

GE beabsichtigt, die Healthcare- und Energieaktivitäten in eigenständige börsennotierte Gesellschaften zu überführen. Das Healthcare-Geschäft (Umsatz 2020: rund 17 Mrd. USD) soll dann Anfang 2023 abgespalten werden. Die Abspaltung der Energiesparte (Umsatz 2020 rund 33 Mrd. USD), in der die erneuerbaren Energien, das Kraftwerksgeschäft und die digitale Infrastruktur gebündelt werden sollen, soll Anfang 2024 folgen. Das Luftfahrtgeschäft (Umsatz 2020: rund 22 Mrd. USD), eine Beteiligung von 19,9% an den abgespaltenen Healthcare-Aktivitäten sowie ggf. noch bestehende sonstige Beteiligungen (bspw. AerCap, Baker Hughes) sollen bei GE bleiben. Der Konzern rechnet im Zuge der Aufspaltung mit Einmalkosten von 2 Mrd. USD und einer Steuerbelastung von weniger als 0,5 Mrd. USD. Die Vorteile einer Aufspaltung (u.a. stärkere Fokussierung der jeweiligen Gesellschaft, jeweils größere strategische Flexibilität sowie Optimierung der Kapitalausstattung) erhöhen aus unserer Sicht das langfristige Wachstumspotenzial. Wir haben unsere Ergebnisprognosen für 2021e (u.a. berichtetes EpS: -0,63 USD) unverändert belassen und für 2022e (u.a. berichtetes EpS: 2,31 (alt: 2,67) USD) gesenkt. Auf Basis unseres Discounted-Cashflow-Modells (u.a. Senkung der Prognosen vs. niedrigeres Beta) haben wir ein unverändertes Kursziel von 115,00 USD für die General Electric-Aktie ermittelt. Zusammen mit unserer Dividendenerwartung (12 Monate: 0,32 USD je Aktie) ergibt sich ein positiver Gesamtertrag von unter 10% (12 Monate). Daher lautet unser Votum weiterhin Halten.

Markus Armer (Analyst)

Infineon Technologies

Halten (Halten)

Kurs am 11.11.21 um 17:36 h	42,09 EUR
Erstellung abgeschlossen	12.11.2021/ 11:30h
Erstmals weitergegeben	12.11.2021/ 13:00h
Kursziel	44,00 EUR
Marktkapitalisierung	54,84 Mrd. EUR
Branche	Technologie
Land	Deutschland
WKN	623100
Reuters	IFXGn.DE

Kennzahlen	09/21(e)	09/22e	09/23e
Ergebnis je Aktie (EUR)	0,90	1,23	1,35
Kurs/Gewinn	36,3	34,1	31,1
Dividende je Aktie (EUR)	0,27	0,30	0,33
Div.-Rendite	0,8%	0,7%	0,8%
Kurs/Umsatz	3,8	4,3	3,9
Kurs/Op. Ergebnis	28,9	27,7	25,3
Kurs/Cashflow	13,9	19,3	16,0
Kurs/Buchwert	3,7	4,3	3,9



Performance	3 M	6 M	12 M
Absolut	20,8%	38,2%	61,0%
Relativ z. DAX40	20,0%	32,6%	40,7%

Erstempfehlung 16.09.2009

Historie der Umstufungen (12 Monate):

Anlass

Zahlen für das vierte Quartal 2020/21

Einschätzung

Der Umsatz stieg im vierten Quartal (Q4) 2020/21 (30.09.; untestiert) stärker als erwartet um 20,8% auf 3,01 (Vj.: 2,49; Q3 2020/21: 2,72; unsere Prognose: 2,92; Marktkonsens: 2,93) Mrd. Euro. Wachstumstreiber war dabei erneut das Automobilgeschäft (+21,2% y/y auf 1,27 Mrd. Euro). Aber auch in allen anderen Segmenten konnten prozentual zweistellige Umsatzzuwächse verzeichnet werden. Auch die Ergebnisentwicklung verlief besser als erwartet (bspw. Gesamtsegmentergebnis: +62,5% auf 616 (Vj.: 379; Q3 2020/21: 496; unsere Prognose: 554; Marktkonsens: 562) Mio. Euro (Gesamtsegmentergebnismarge: 20,5% (Vj.: 15,2%; Q3 2020/21: 18,2%))). Zudem zeigt sich der Konzern hinsichtlich der Margenentwicklung im laufenden Geschäftsjahr optimistischer und stellt nun eine Gesamtsegmentergebnismarge von etwa 21% in Aussicht. Noch Anfang Oktober ging der Konzern hier von ca. 20% aus. Wir haben unsere Prognosen für 2021/22 angehoben (u.a. EpS: 1,23 (alt: 1,11) Euro). Für 2022/23e prognostizieren wir erstmals ein EpS von 1,35 Euro sowie eine Dividende von 0,33 Euro je Aktie. In Erwartung eines positiven Gesamtertrags (12 Monate; unsere Dividendenerwartung: 0,27 Euro je Aktie) von <10% stufen wir die Infineon-Aktie weiterhin mit dem Votum Halten (Kursziel: 44,00 (alt: 36,50) Euro (Discounted-Cashflow-Modell; neues Startjahr 2021/22 (bisher: 2020/21))) ein.

Markus Jost (Analyst)

Highlights

- Mit den Zahlen für das Q4 2020/21 konnte Infineon sowohl auf der Umsatz- als auch auf der Ergebnisebene die Erwartungen übertreffen.
- Für das Geschäftsjahr 2021/22 stellt Infineon nun eine Marge von etwa 21% statt noch wie Anfang Oktober von ca. 20% in Aussicht.

Geschäftsentwicklung

Der Umsatz stieg in Q4 2020/21 stärker als erwartet um 20,8% auf 3,01 (Vj.: 2,49; Q3 2020/21: 2,72; unsere Prognose: 2,92; Marktkonsens: 2,93) Mrd. Euro. Wachstumstreiber war dabei erneut das Automobilgeschäft (+21,2% y/y auf 1,27 Mrd. Euro). Aber auch in allen anderen Segmenten konnten prozentual zweistellige Umsatzzuwächse im Bereich von +15% y/y bis +25% y/y verzeichnet werden. Im Geschäftsjahr 2020/21 stieg der Konzernumsatz um 29,1% auf 11,06 (Vj.: 8,57) Mrd. Euro.

Infineon Technologies	Umsatz (in Mio. EUR)			Umsatz (in Mio. EUR)		
	Q4 2019/20	Q4 2020/21	Veränderung gg. Vj.	Gj. 2019/20	Gj. 2020/21	Veränderung gg. Vj.
Automotive	1.045	1.267	21,2%	3.521	4.841	37,5%
Industrial Power Control	349	407	16,6%	1.406	1.542	9,7%
Power & Sensor Systems	759	945	24,5%	2.650	3.268	23,3%
Connected Secure Systems	333	386	15,9%	974	1.397	43,4%
Sonstige Bereiche	4	2	-50,0%	16	12	-25,0%
Konzern	2.490	3.007	20,8%	8.567	11.060	29,1%

Quelle: Infineon Technologies, NATIONAL-BANK AG

Das Gesamtsegmentergebnis verbesserte sich in Q4 2020/21 - vor allem infolge der deutlichen Erholung des Automobilgeschäfts (Segmentergebnis: 211 (Vj.: 59) Mio. Euro) - signifikant um 62,5% auf 616 (Vj.: 379; Q3 2020/21: 496; unsere Prognose: 554; Marktkonsens: 562) Mio. Euro (Gesamtsegmentergebnismarge: 20,5% (Vj.: 15,2%; Q3 2020/21: 18,2%)), womit die Erwartungen signifikant übertroffen werden konnten. Das Konzern-Nettoergebnis verzeichnete vor allem auf Grund der deutlich auf 41,2% (Vj.: 31,8%) gestiegenen Bruttomarge sowie positiver Steuer-effekte einen Sprung auf 464 (Vj.: 109; Q3 2020/21: 245; unsere Prognose: 296; Marktkonsens: 341) Mio. Euro und fiel damit ebenfalls deutlich besser als erwartet aus. Der freie Cashflow verschlechterte sich dagegen in Q4 2020/21 auf 378 (Vj.: 387; Q3 2020/21: 477) Mio. Euro. Im Geschäftsjahr 2020/21 verbesserte sich der Nettogewinn auf 1.169 (Vj.: 368) Mio. Euro und der freie Cashflow auf +1,57 (Vj.: -6,73) Mrd. Euro. Für das Geschäftsjahr 2020/21 will Infineon die Dividende erwartungsgemäß auf 0,27 (Vj.: 0,22) Euro je Aktie anheben.

Infineon Technologies	Segmentergebnis (in Mio. EUR)		Veränderung gg. Vj.	Segmentergebnis (in Mio. EUR)		Veränderung gg. Vj.
	Q4 2019/20	Q4 2020/21		Gj. 2019/20	Gj. 2020/21	
Automotive	59	211	>100%	147	792	>100%
Segmentergebnismarge	5,6%	16,7%	11,0 PP	4,2%	16,4%	12,2 PP
Industrial Power Control	69	72	4,3%	256	275	7,4%
Segmentergebnismarge	19,8%	17,7%	-2,1 PP	18,2%	17,8%	-0,4 PP
Power & Sensor Systems	209	276	32,1%	636	823	29,4%
Segmentergebnismarge	27,5%	29,2%	1,7 PP	24,0%	25,2%	1,2 PP
Connected Secure Systems	42	60	42,9%	130	182	40,0%
Segmentergebnismarge	12,6%	15,5%	2,9 PP	5,0%	13,0%	8,0 PP
Sonstige Bereiche	1	0	-	3	2	-33,3%
Konzern*	379	616	62,5%	1.170	2.072	77,1%
Marge	15,2%	20,5%	5,3 PP	13,7%	18,7%	5,1 PP

Quelle: Infineon Technologies, NATIONAL-BANK AG

*inklusive Konzernfunktionen und Eliminierungen; PP: Prozentpunkte

Perspektiven

Infineon hat bereits Anfang Oktober auf dem Kapitalmarkttag erstmals den Ausblick für das laufende Geschäftsjahr bekannt gegeben (siehe hierzu unsere Kommentierung vom 07.10.). Mit einer Ausnahme wurde dieser bestätigt. Das Konzernumsatz soll in 2021/22 (30.09.; unterstellter Wechselkurs EUR/USD: 1,20) zwischen 12,2 und 13,2 (Vj.: 11,06) Mrd. Euro liegen. Die Gesamtsegmentergebnismarge soll nun aber in der Mitte der Umsatzspanne etwa 21% (bisher: ca. 20%; Vj.: 18,7%) betragen. Der Umsatz in den Segmenten Automotive und Connected Secure Systems wird dabei voraussichtlich prozentual stärker als der Konzernumsatz steigen. Der Anstieg im Segment Power & Sensor Systems sollte in etwa dem prozentualen Umsatzwachstum des Konzerns entsprechen. Der Umsatz im Segment Industrial Power Control wird voraussichtlich um einen mittleren bis hohem einstelligen Prozentsatz ansteigen. Für die Investitionen in 2021/22 wird nach wie vor ein deutlicher Anstieg auf ca. 2,4 (Vj.: rund 1,5) Mrd. Euro in Aussicht gestellt und der freie Cashflow soll bei rund 1,0 (Vj.: 1,57) Mrd. Euro liegen. Umsatz, Marge und Investitionen würden damit Rekordwerte erreichen. Vertriebsvorstand Helmut Gassel zufolge ist der erwartete Umsatzanstieg in 2022 unter anderem von Preiserhöhungen für Kunden getrieben. Er sprach von einem dreistelligen Millionenbetrag, der darauf zurückzuführen sei. Konzernchef Ploss zufolge befindet sich der Markt seit drei Quartalen in einem Ungleichgewicht. Die Nachfrage übersteige das Angebot deutlich. Bis sich ein Gleichgewicht einstelle, werde es noch eine Weile dauern. Die Chipknappheit unter anderem im Bereich Automotive werde „bis weit in das Jahr 2022 anhalten“.

Für das laufende Quartal erwartet der Konzern, dass der Umsatz bei einem unterstellten EUR/USD-Wechselkurs von 1,20 bei rund 3,0 (Vj.: 2,63; Marktkonsens: 2,96) Mrd. Euro liegen wird. Die Gesamtsegmentergebnismarge soll bei etwa 21,0% (Vj.: 18,6%) liegen.

Die langfristigen Zielsetzungen (durchschnittliches jährliches Umsatzwachstum von mehr als 9% und eine Gesamtsegmentergebnismarge von 19%) wurden bestätigt.

Wir haben unsere Prognosen für 2021/22e angehoben (u.a. EpS: 1,23 (alt: 1,11) Euro). Für 2022/23e prognostizieren wir erstmals ein EpS von 1,35 Euro sowie eine Dividende von 0,33 Euro je Aktie. In Erwartung eines positiven Gesamtertrags (12 Monate; unsere Dividendenerwartung: 0,27 Euro je Aktie) von <10% stufen wir die Infineon-Aktie weiterhin mit dem Votum Halten (Kursziel: 44,00 (alt: 36,50) Euro (Discounted-Cashflow-Modell; neues Startjahr 2021/22 (bisher: 2020/21))) ein.

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> - weltweit einer der führenden Halbleiterhersteller mit guter Marktpositionierung im Kerngeschäft und einem breiten Produktportfolio - erfolgreiche Umstrukturierung des Kerngeschäfts - solide Bilanzkennzahlen (insbesondere relativ hohe Nettoliquidität) 	<ul style="list-style-type: none"> - sehr wettbewerbsintensiver Markt - starke Abhängigkeit von der Konjunktur und der Preisentwicklung bei Chips - da Infineon eigene Fertigungskapazitäten hat und dementsprechend sehr hohe Fixkosten für Fabriken, besteht die Gefahr erst nach einem Boom in einen Abschwung hinein die Investitionsausgaben hochzufahren
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> - stetig steigender Wert der in Fahrzeugen verbauten Halbleiter, vor allem bei den zukunftssträchtigen E-Fahrzeugen; ebenso eröffnet auch autonomes Fahren noch zusätzliches Wachstumspotenzial - zunehmendes Umweltbewusstsein führt zu steigenden Bedarf an Chips zur besseren Energieverwendung - Ausbau der Kerngeschäftsbereiche (unter anderem Spitzenposition bei Chips für die Autoindustrie) - als Weltmarktführer bei Leistungshalbleitern profitiert Infineon auch vom starken Wachstum des Smartphone-Marktes - Infineon profitiert von so ziemlich jedem aktuellen Langfristtrend, da Halbleiter in immer mehr Bereichen präsent werden oder ihre Präsenz ausbauen - verstärkte Investitionstätigkeit bzw. Ausbau der Fertigungskapazitäten 	<ul style="list-style-type: none"> - signifikante negative Auswirkungen durch die Coronavirus-Pandemie zu erwarten - Währungsrisiken (insbesondere EUR/USD) - sich signifikant abschwächender Halbleitermarkt - eventuelle Zahlung im Fall der ehemaligen Speichertochter Qimonda (aktuell geforderte Summe: 3,35 Mrd. Euro) - Konjunkturunbruch in China - Krise in der deutschen Automobilindustrie

Quelle: NATIONAL-BANK AG

Infineon Technologies: 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	8.029	8.567	11.060	12.700	14.097
Rohertrag/Bruttoergebnis	2.994	2.776	4.260	5.080	5.709
EBITDA	2.106	1.841	2.983	3.720	4.144
Abschreibungen	-945	-1.260	-1.513	-1.740	-1.974
EBIT	1.161	581	1.470	1.980	2.170
Finanzergebnis	-78	-157	-151	-120	-120
EBT	1.083	424	1.319	1.860	2.050
Steuern	-194	-52	-144	-253	-287
Ergebnis nach Steuern	889	372	1.175	1.607	1.763
Minderheitenanteile	0	0	0	0	0
Nettoergebnis	870	368	1.169	1.607	1.763
Anzahl Aktien (Mio. St.)	1.163	1.265	1.304	1.303	1.303
Ergebnis je Aktie	0,75	0,29	0,90	1,23	1,35
Dividende je Aktie	0,27	0,22	0,27	0,30	0,33
in % vom Umsatz					
Umsatz	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Rohertrag/Bruttoergebnis	37,3%	32,4%	38,5%	40,0%	40,5%
EBITDA	26,2%	21,5%	27,0%	29,3%	29,4%
Abschreibungen	11,8%	14,7%	13,7%	13,7%	14,0%
EBIT	14,5%	6,8%	13,3%	15,6%	15,4%
EBT	13,5%	4,9%	11,9%	14,6%	14,5%
Steuern	2,4%	0,6%	1,3%	2,0%	2,0%
Ergebnis nach Steuern	11,1%	4,3%	10,6%	12,7%	12,5%
Nettoergebnis	10,8%	4,3%	10,6%	12,7%	12,5%

Quelle: Infineon Technologies, NATIONAL-BANK AG

Infineon Technologies: Bilanz- und Kapitalflussdaten

in Mio. EUR	2018/19	2019/20	2020/21(e)	2021/22e	2022/23e
Bilanzsumme	13.581	21.999	23.334	24.661	26.116
Anlagevermögen	6.088	14.820	15.082	15.374	15.656
Geschäfts- und Firmenwert	909	5.897	5.962	5.962	5.962
Vorräte	1.701	2.052	2.181	2.667	2.960
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	1.057	1.196	1.483	1.557	1.635
Liquide Mittel	3.791	3.227	3.922	4.377	5.158
Eigenkapital	8.633	10.219	11.401	12.656	14.028
Verzinsliches Fremdkapital	1.556	7.033	6.585	6.585	6.585
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	1.089	1.160	1.569	1.647	1.730
Summe Fremdkapital	4.948	11.780	11.933	12.005	12.089
Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit	1.603	1.811	3.065	2.845	3.427
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-2.488	-7.172	-2.284	-2.032	-2.256
Free Cashflow	-885	-5.361	781	813	1.172
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	1.167	6.274	-885	-352	-391
Summe der Cashflows	282	913	-104	461	781

Quelle: Infineon Technologies, NATIONAL-BANK AG

Infineon Technologies: Wichtige Kennzahlen

	2018/19	2019/20	2020/21(e)	2021/22e	2022/23e
EV / Umsatz	2,3	3,3	4,1	4,5	4,1
EV / EBITDA	8,8	15,5	15,1	15,5	13,9
EV / EBIT	15,9	49,2	30,7	29,0	26,5
KGV	23,8	67,4	36,3	34,1	31,1
KBV	2,4	2,4	3,7	4,3	3,9
KCV	12,9	13,7	13,9	19,3	16,0
KUV	2,6	2,9	3,8	4,3	3,9
Dividendenrendite	1,5%	1,1%	0,8%	0,7%	0,8%
Eigenkapitalrendite (ROE)	10,1%	3,6%	10,3%	12,7%	12,6%
ROCE	15,0%	3,4%	8,6%	11,0%	11,7%
ROI	6,4%	1,7%	5,0%	6,5%	6,8%
Eigenkapitalquote	63,6%	46,5%	48,9%	51,3%	53,7%
Anlagendeckungsgrad	141,8%	69,0%	75,6%	82,3%	89,6%
Anlagenintensität	44,8%	67,4%	64,6%	62,3%	59,9%
Vorräte / Umsatz	21,2%	24,0%	19,7%	21,0%	21,0%
Forderungen / Umsatz	13,2%	14,0%	13,4%	12,3%	11,6%
Working Capital-Quote	20,8%	24,4%	18,9%	20,3%	20,3%
Nettofinanzverschuldung (in Mio. EUR)	-2.235	3.806	2.663	2.208	1.427
Nettofinanzverschuldung / EBITDA	-1,1	2,1	0,9	0,6	0,3
Capex / Umsatz	16,1%	10,7%	11,5%	16,0%	16,0%
Capex / Abschreibungen	137,0%	72,6%	83,8%	116,8%	114,3%
Free Cashflow / Umsatz	-11,0%	-62,6%	7,1%	6,4%	8,3%
Free Cash Flow / Aktie (EUR)	-0,76	-4,24	0,60	0,62	0,90
Nettofinanzverschuldung / Aktie (EUR)	-1,92	3,01	2,04	1,69	1,09
Cash / Aktie (EUR)	3,26	2,55	3,01	3,36	3,96
Buchwert / Aktie (EUR)	7,42	8,08	8,74	9,71	10,77

Quelle: Infineon Technologies, NATIONAL-BANK AG

Merck KGaA

Halten (Halten)

Kurs am 11.11.21 um 17:35 h	205,00 EUR
Erstellung abgeschlossen	12.11.2021/ 11:30h
Erstmals weitergegeben	12.11.2021/ 13:00h
Kursziel	220,00 EUR
Marktkapitalisierung	89,13 Mrd. EUR
Branche	Gesundheit
Land	Deutschland
WKN	659990
Reuters	MRCG.DE

Kennzahlen	12/20	12/21e	12/22e
Ergebnis je Aktie (EUR)	4,57	6,57	6,75
Kurs/Gewinn	25,2	31,2	30,4
Dividende je Aktie (EUR)	1,40	1,50	1,60
Div.-Rendite	1,2%	0,7%	0,8%
Kurs/Umsatz	5,1	4,6	4,3
Kurs/Op. Ergebnis	29,9	22,0	20,7
Kurs/Cashflow	25,6	24,1	18,8
Kurs/Buchwert	2,9	4,6	4,1



Performance	3 M	6 M	12 M
Absolut	7,0%	51,0%	56,4%
Relativ z. DAX40	6,1%	45,5%	36,1%

Erstempfehlung 29.10.2008

Historie der Umstufungen (12 Monate):

13.11.2020 Von Kaufen auf Halten

Anlass

Zahlen für das dritte Quartal 2021

Einschätzung

Das Zahlenwerk für das dritte Quartal (Q3) 2021 entsprach den Anfang November vorgelegten Eckdaten (Umsatz, bereinigtes EBITDA, bereinigtes EpS). Das organische Umsatzwachstum profitierte von einer höheren Nachfrage nach Produkten und Dienstleistungen für die Arzneimittelherstellung sowie von der Erholung der Nachfrage von den Auswirkungen der COVID-19-Pandemie. Das bereinigte EBITDA wurde durch einen Basiseffekt im Zusammenhang mit der Auflösung von Rückstellungen im Vorjahresquartal belastet. Merck hat die im Rahmen der Veröffentlichung der Q3-Eckdaten erhöhte Guidance für das Geschäftsjahr 2021 wiederholt. Vor dem Hintergrund der nach wie vor hohen globalen Nachfrage nach COVID-19-Impfstoffen wird das Segment Life Science u.E. weiterhin von einer hohen Nachfrage nach Produkten für die Arzneimittelherstellung profitieren. Die Geschäftsentwicklung in den Segmenten Healthcare und Electronics wird sich u.E. durch die steigenden Impfquoten weiter sukzessiv erholen. Diese Faktoren sehen wir auf dem aktuellen Kursniveau (12M: +56,4%) bereits eingepreist. Bei unveränderten Prognosen und in Erwartung eines positiven Gesamtertrags (12 Monate) von <10% lautet unser Votum für die Merck KGaA-Aktie weiterhin Halten (Kursziel: unverändert 220,00 Euro (Discounted-Cashflow-Modell)).

Tobias Gottschalt (Analyst)

Highlights

- Das organische Umsatzwachstum profitierte von einer höheren Nachfrage nach Produkten und Dienstleistungen für die Arzneimittelherstellung sowie von der Erholung der Nachfrage von den Auswirkungen der COVID-19-Pandemie.
- Das bereinigte EBITDA wurde durch einen Basiseffekt im Zusammenhang mit der Auflösung von Rückstellungen im Vorjahresquartal belastet.
- Merck hat die im Rahmen der Veröffentlichung der Q3-Eckdaten erhöhte Guidance für das Geschäftsjahr 2021 wiederholt.

Geschäftsentwicklung

Das finale Zahlenwerk für das dritte Quartal (Q3) 2021 entsprach den Anfang November vorgelegten Eckdaten. Demnach kletterte der Umsatz um 11,8% auf 4,97 (Vj.: 4,45; vorläufig: 4,97) Mrd. Euro. Organisch konnte der Umsatz um 23,0% (Q2 2021: +23,0%; Q1 2021: +12,2%; Q4 2020: 11,0; Q3 2020: +7,2%; Q2 2020: -2,5%) y/y zulegen. Der Erlösanstieg wurde von allen Segmenten getragen. Im Segment Life Science (organisch: +17,1% y/y) wirkte sich eine höhere Nachfrage nach Produkten und Dienstleistungen für die Wertschöpfungskette der Arzneimittelherstellung umsatzsteigernd aus. Das Segment Healthcare (organisch: +4,1% y/y) konnte die Erlöse vorwiegend durch Medikamente der Therapiebereiche Onkologie und Fertilität steigern. Der Umsatzanstieg bei Electronics (organisch: +10,3% y/y) war auf eine erhöhte Nachfrage nach Halbleitern (organisch: +20,9% y/y) sowie bei Surface Solutions (organisch: +9,8% y/y) auf die Erholung der Nachfrage von den Auswirkungen der COVID-19-Pandemie zurückzuführen. Das bereinigte Konzern-EBITDA verschlechterte sich hingegen um 8,7% auf 1,55 (Vj.: 1,70; vorläufig: 1,55) Mrd. Euro, infolge eines Basiseffekts. Im Vorjahresquartal profitierte das bereinigte EBITDA zusätzlich von der Auflösung von Rückstellungen in Höhe von 365 Mio. Euro. Das bereinigte EpS verschlechterte sich infolge eines besseren Finanzergebnisses (-54 (Vj.: -102) Mio. Euro) sowie einer niedrigeren Steuerquote (23,1% (Vj.: 24,2%)) weniger stark um 4,3% auf 2,24 (Vj.: 2,34; vorläufig: 2,24) Euro. Das berichtete EpS verschlechterte sich in nahezu gleichem Umfang auf 1,75 (Vj.: 1,85) Euro.

Merck KGaA	Umsatz (in Mio. EUR)			Umsatz (in Mio. EUR)		
	Q3 2020	Q3 2021	Veränderung gg. Vj.	9M 2020	9M 2021	Veränderung gg. Vj.
Healthcare	1.702	1.788	5%	4.901	5.214	6%
Life Science	1.910	2.248	18%	5.485	6.604	20%
Electronics	836	937	12%	2.550	2.655	4%
Konzern	4.447	4.973	12%	12.936	14.474	12%

Quelle: Merck KGaA, NATIONAL-BANK AG

In den ersten neun Monaten (9M) 2021 kletterte der Umsatz um 11,9% (organisch: +15,2% y/y) auf 14,47 (Vj.: 12,94) Mrd. Euro. Das bereinigte EBITDA legte um 17,3% auf 4,64 (Vj.: 3,96) Mrd. Euro zu (bereinigte EBITDA-Marge: 32,0% (Vj.: 30,6%)). Das bereinigte EpS verbesserte sich um 29,6% auf 6,66 (Vj.: 5,14) Euro. Auf berichteter Basis legte das EpS um 45,1% auf 5,18 (Vj.: 3,57) Euro zu.

Der operative Cashflow (gemäß Unternehmensdefinition) konnte sich in Q3 2021 infolge einer geringeren Mittelbindung (Working Capital) auf 1,47 (Vj.: 1,17) Mrd. Euro (9M 2021: 3,57 (Vj.: 2,19) Mrd. Euro) verbessern. Die Nettofinanzverschuldung belief sich zum 30.09.2021 auf 9,32 (30.06.2021: 10,14; 31.12.2020: 10,76; 30.09.2020: 12,08) Mrd. Euro. Merck verfügt über solide Investmentgrade-Ratings (S&P: „A“; Moody's: „A3“) mit jeweils „stabilem“ Ausblick.

Merck KGaA	Bereinigtes EBITDA (in Mio. EUR)		Veränderung gg. Vj.	Bereinigtes EBITDA (in Mio. EUR)		Veränderung gg. Vj.
	Q3 2020	Q3 2021		9M 2020	9M 2021	
Healthcare	896	541	-40%	1.742	1.655	-5%
Life Science	630	824	31%	1.752	2.446	40%
Electronics	254	297	17%	778	829	7%
Corporate / Sonstiges	-80	-109	-	-316	-290	-
Konzern	1.701	1.552	-9%	3.956	4.639	17%
Bereinigte EBITDA-Marge	27,4%	31,1%	3,7 PP	30,6%	32,0%	1,5 PP

Quelle: Merck KGaA, NATIONAL-BANK AG

PP: Prozentpunkte

Perspektiven

Merck hat im Rahmen des letzten Kapitalmarkttags (09.09.2021) erstmals für die Konzernebene einen Ausblick bis 2025 ausgegeben. Demnach soll das durchschnittliche organische Umsatzwachstum von 2021 bis 2025 über 6% y/y betragen. Der Konzernumsatz soll sich bis 2025 auf rund 25 (Gj. 2020: 17,53) Mrd. Euro belaufen. Außerdem plant Merck im Zeitraum 2021 bis 2025, das Investitionsvolumen im Vergleich zur vorangegangenen Fünfjahresperiode (2016 bis 2020: 21 Mrd. Euro) um über 50% zu steigern. Zudem soll ab Ende 2022 ein Betrag im hohen einstelligen Milliarden-Euro-Bereich für kleinere bis mittlere Übernahmen verwendet werden.

Merck hat die im Rahmen der Veröffentlichung der Q3-Eckdaten erhöhte Guidance für das Geschäftsjahr 2021 wiederholt. Das Unternehmen erwartet demnach den Umsatz innerhalb der Spanne von 19,30 bis 19,85 Mrd. Euro. Das bereinigte EBITDA veranschlagt das Unternehmen bei 6,3 bis 6,3 Mrd. Euro. Das bereinigte EpS erwartet das Unternehmen innerhalb der Spanne von 8,50 bis 9,00 Euro.

Unsere Ergebnisprognosen für die Geschäftsjahre 2021e (u.a. berichtetes EpS: 6,57 Euro; bereinigtes EpS: 8,75 Euro) und 2022e (u.a. berichtetes EpS: 6,75 Euro; bereinigtes EpS: 8,92 Euro) haben Bestand. Auf Basis unseres Discounted-Cashflow-Modells haben wir ein unverändertes Kursziel von 220,00 Euro für die Merck KGaA-Aktie ermittelt. Zusammen mit unserer Dividendenerwartung (1,50 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"> - diversifiziertes Geschäftsmodell (Gesundheit und Chemie) - Eigentümerstruktur bedingt konservatives Management - in einzelnen Geschäftsbereichen führende Marktpositionen 	<ul style="list-style-type: none"> - historisch dürtiger Track-Record in der Medikamenten-Entwicklung - Marktanteilsverluste und Margendruck bei Flüssigkristallen - Gewisser Konglomeratscharakter
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> - neue Technologien bei Electronics (ehemals: Performance Materials) - verstärkte Präsenz in Wachstumsmärkten - anziehende Dynamik im Healthcare-Bereich (Zulassung von Bavencio und Mavenclad) - Realisierung von Synergiepotentialen und Effizienzsteigerungen - stärkere globale Nachfrage nach Halbleitern - Arzneimittelherstellung (u.a. Lipide) für COVID-19-Impfstoffe - Postpandemische Erholung 	<ul style="list-style-type: none"> - Fehlschläge in der Forschung und Entwicklung - politische und regulatorische Eingriffe - steigender Preisdruck in den Gesundheitssystemen - zunehmender Wettbewerb

Quelle: NATIONAL-BANK AG

Merck KGaA: Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. EUR (außer Ergebnis je Aktie und Dividende je Aktie)	2018	2019	2020	2021e	2022e
Umsatz	14.836	16.152	17.534	19.577	20.673
Rohertrag/Bruttoergebnis	9.454	10.145	10.669	12.087	12.893
EBITDA	3.528	4.066	4.923	5.906	6.511
Abschreibungen	-1.801	-1.946	-1.938	-1.860	-2.212
EBIT	1.727	2.120	2.985	4.047	4.299
Finanzergebnis	-266	-385	-354	-274	-372
EBT	1.461	1.735	2.631	3.773	3.927
Steuern	-368	-440	-637	-924	-994
Ergebnis nach Steuern	1.093	1.295	1.994	2.848	2.933
Minderheitenanteile	-22	-5	6	9	9
Nettoergebnis	3.374	1.318	2.000	2.857	2.943
Anzahl Aktien (Mio. St.)	435	435	435	435	436
Ergebnis je Aktie	7,76	3,04	4,57	6,57	6,75
Dividende je Aktie	1,25	1,30	1,40	1,50	1,60
in % vom Umsatz					
Umsatz	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Rohertrag/Bruttoergebnis	63,7%	62,8%	60,8%	61,7%	62,4%
EBITDA	23,8%	25,2%	28,1%	30,2%	31,5%
Abschreibungen	12,1%	12,0%	11,1%	9,5%	10,7%
EBIT	11,6%	13,1%	17,0%	20,7%	20,8%
EBT	9,8%	10,7%	15,0%	19,3%	19,0%
Steuern	2,5%	2,7%	3,6%	4,7%	4,8%
Ergebnis nach Steuern	7,4%	8,0%	11,4%	14,5%	14,2%
Nettoergebnis	22,7%	8,2%	11,4%	14,6%	14,2%

Quelle: Merck KGaA, NATIONAL-BANK AG

Merck KGaA: Bilanz- und Kapitalflussdaten

in Mio. EUR	2018	2019	2020	2021e	2022e
Bilanzsumme	36.888	43.811	41.796	43.056	44.429
Anlagevermögen	27.652	34.808	32.516	31.929	31.060
Geschäfts- und Firmenwert	13.764	17.141	15.959	15.959	15.959
Vorräte	2.764	3.342	3.294	3.622	3.825
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	3.226	3.488	3.221	3.915	4.135
Liquide Mittel	2.170	781	1.354	2.109	3.854
Eigenkapital	17.233	17.914	17.017	19.292	21.573
Verzinsliches Fremdkapital	8.896	13.194	12.142	11.046	10.053
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	1.766	2.054	1.768	2.349	2.481
Summe Fremdkapital	19.655	25.897	24.779	23.764	22.855
Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit	2.219	2.856	3.477	3.697	4.733
Cashflow aus Investitionstätigkeit	2.191	-6.153	-1.340	-1.272	-1.344
Free Cashflow	4.410	-3.297	2.137	2.424	3.390
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	-2.825	1.902	-1.522	-1.705	-1.645
Summe der Cashflows	1.585	-1.395	615	719	1.745

Quelle: Merck KGaA, NATIONAL-BANK AG

Merck KGaA: Wichtige Kennzahlen

	2018	2019	2020	2021e	2022e
EV / Umsatz	3,0	3,4	5,7	5,1	4,8
EV / EBITDA	12,7	13,5	20,3	16,9	15,3
EV / EBIT	25,8	25,8	33,5	24,7	23,2
KGV	11,2	32,0	25,2	31,2	30,4
KBV	2,2	2,4	2,9	4,6	4,1
KCV	17,1	14,8	25,6	24,1	18,8
KUV	2,6	2,6	5,1	4,6	4,3
Dividendenrendite	1,4%	1,3%	1,2%	0,7%	0,8%
Eigenkapitalrendite (ROE)	19,6%	7,4%	11,8%	14,8%	13,6%
ROCE	5,4%	5,4%	8,0%	10,9%	11,8%
ROI	9,1%	3,0%	4,8%	6,6%	6,6%
Eigenkapitalquote	46,7%	40,9%	40,7%	44,8%	48,6%
Anlagendeckungsgrad	62,3%	51,5%	52,3%	60,4%	69,5%
Anlagenintensität	75,0%	79,5%	77,8%	74,2%	69,9%
Vorräte / Umsatz	18,6%	20,7%	18,8%	18,5%	18,5%
Forderungen / Umsatz	21,7%	21,6%	18,4%	20,0%	20,0%
Working Capital-Quote	28,5%	29,6%	27,1%	26,5%	26,5%
Nettofinanzverschuldung (in Mio. EUR)	6.726	12.413	10.788	8.937	6.199
Nettofinanzverschuldung / EBITDA	1,9	3,1	2,2	1,5	1,0
Capex / Umsatz	6,1%	5,0%	8,1%	6,5%	6,5%
Capex / Abschreibungen	50,5%	41,8%	72,9%	68,4%	60,7%
Free Cashflow / Umsatz	29,7%	-20,4%	12,2%	12,4%	16,4%
Free Cash Flow / Aktie (EUR)	10,14	-7,58	4,92	5,58	7,78
Nettofinanzverschuldung / Aktie (EUR)	15,47	28,55	24,81	20,56	14,23
Cash / Aktie (EUR)	4,99	1,80	3,11	4,85	8,84
Buchwert / Aktie (EUR)	39,64	41,20	39,14	44,37	49,51

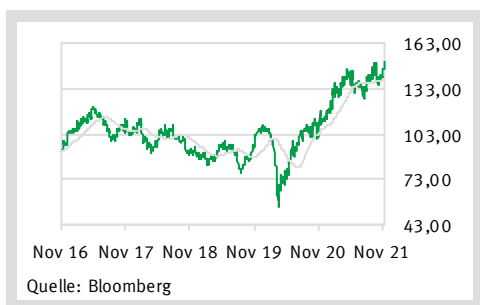
Quelle: Merck KGaA, NATIONAL-BANK AG

Siemens

Halten (Halten)

Kurs am 11.11.21 um 17:39 h	151,16 EUR
Erstellung abgeschlossen	12.11.2021/ 11:30h
Erstmals weitergegeben	12.11.2021/ 13:00h
Kursziel	153,00 EUR
Marktkapitalisierung	120,82 Mrd. EUR
Branche	Industrie
Land	Deutschland
WKN	723610
Reuters	SIEGn.DE

Kennzahlen	09/21(e)	09/22e	09/23e
Ergebnis je Aktie (EUR)	7,68	8,25	8,48
Kurs/Gewinn	16,9	18,3	17,8
Dividende je Aktie (EUR)	4,00	4,10	4,20
Div.-Rendite	3,1%	2,7%	2,8%
Kurs/Umsatz	1,7	1,8	1,7
Kurs/Op. Ergebnis	17,3	14,8	14,3
Kurs/Cashflow	10,3	15,6	13,9
Kurs/Buchwert	2,1	2,3	2,1



Performance	3 M	6 M	12 M
Absolut	6,0%	8,5%	32,9%
Relativ z. DAX40	5,1%	3,0%	12,6%

Erstempfehlung 03.03.2009

Historie der Umstufungen (12 Monate):

Anlass

Zahlen für das vierte Quartal 2020/21

Einschätzung

Das Zahlenwerk für das vierte Quartal (Q4) 2020/21 (30.09.; untestiert) lag beim EpS im Rahmen unserer Prognose, kam aber über dem Marktkonsens heraus. Positiv stachen u.E. vor allem der Cashflow sowie die Auftragsentwicklung heraus. Die Ziele für das Gesamtjahr 2020/21 wurden erreicht (u.a. organisches Umsatzwachstum) bzw. übertroffen (Nachsteuerergebnis (trotz viermaliger Guidance-Erhöhung)). Der Dividendenvorschlag für das abelaufene Geschäftsjahr (4,00 (Vj.: 3,60) Euro je Aktie) lag über den Erwartungen. Der Ausblick für das Geschäftsjahr 2021/22, der beim EpS keine Kaufpreisallokation (PPA) berücksichtigt (+5% bis +9% y/y), bewegt sich im Rahmen der im Juni 2021 auf einem Kapitalmarkttag vorgestellten Mittelfristziele (u.a. CAGR des EpS vor PPA: hoher einstelliger Prozentbereich). Er kam ergebnisseitig über unserer bisherigen Erwartungen heraus, weil wir nicht mit einer Wiederholung von hohen Buchgewinnen (Gj. 2020/21: 1,5 Mrd. Euro) gerechnet hatten. Wir haben unsere Prognosen für 2021/22 erhöht (u.a. EpS: 8,25 (alt: 7,14) Euro; DpS: 4,10 (alt: 3,70) Euro). In Erwartung eines positiven Gesamtertrags (12 Monate) von <10% lautet unser Votum für die Siemens-Aktie (am Berichtstag (11.11.) neues Allzeithoch markiert) nach wie vor Halten (Kursziel: 153,00 (alt: 145,00) Euro (Discounted-Cashflow-Modell; Startjahr: 2021/22 (bisher: 2020/21); Prognoseerhöhung)).

Sven Diermeier (Senior Analyst)

Highlights

- Die Ziele für das Geschäftsjahr 2020/21 wurden erreicht bzw. übertroffen.
- Der Dividendenvorschlag für das abgelaufene Geschäftsjahr beläuft sich auf 4,00 Euro je Aktie.
- Der Ausblick für das Geschäftsjahr 2021/22 bewegt sich im Rahmen der Mittelfristziele.

Geschäftsentwicklung

Der Umsatz stieg im vierten Quartal (Q4) 2020/21 (30.09.) u.a. konsolidierungsbedingt um 18% auf 17,44 (Vj.: 14,82; unsere Prognose: 15,73; Marktkonsens: 16,82) Mrd. Euro (Q3 2020/21: +24% y/y; Q2 2020/21: +6% y/y; Q1 2020/21: +3% y/y). Auf vergleichbarer Basis (lfl. bzw. organisch), d.h. bereinigt um Währungs- und Konsolidierungseffekte, ergab sich ein Erlösplus von 10% (Q3 2020/21: +21%; Q2 2020/21: +9%; Q1 2020/21: +7%) y/y. Alle vier Industrie-Bereiche zeigten einen lfl.-Umsatzanstieg (allerdings Mobility nur leicht (+1% y/y)). Das Angepasste EBITA des Industriegeschäfts sank dagegen wegen hoher Einmalträge im Vorjahr (ca. 0,7 Mrd. Euro) um 14% auf 2,27 (Vj.: 2,64) Mrd. Euro. Die Angepasste EBITA-Marge des Industriegeschäfts verschlechterte sich folglich auf 13,8% (Vj.: 18,7%; bereinigt um Aufwendungen für Personalrestrukturierung: 14,2% (Vj.: 19,6%)). Drei der vier Industrie-Bereiche zeigten Ergebnisergebnisrückgänge. Das unverwässerte EpS verringerte sich um 34% auf 1,45 (Vj.: 2,20; unsere Prognose: 1,46; Marktkonsens: 1,36) Euro.

Siemens	Umsatz (in Mio. EUR)			Umsatz (in Mio. EUR)		
	Q4 2019/20	Q4 2020/21	Veränderung gg. Vj.	Gj. 2019/20	Gj. 2020/21	Veränderung gg. Vj.
Digital Industries	3.881	4.542	17,0%	14.997	16.514	10,1%
Smart Infrastructure	3.905	4.207	7,7%	14.323	15.015	4,8%
Mobility	2.446	2.510	2,6%	9.052	9.232	2,0%
Siemens Healthineers	3.876	5.164	33,2%	14.460	17.997	24,5%
Industrielles Geschäft	14.109	16.423	16,4%	52.832	58.759	11,2%
Financial Services	173	179	3,5%	716	697	-2,7%
Portfolio Companies	894	939	5,0%	3.209	3.058	-4,7%
Überleitung	-361	-96	-	-1.502	-249	-
Konzern	14.816	17.444	17,7%	55.254	62.265	12,7%

Quelle: Siemens, NATIONAL-BANK AG

Im Gesamtjahr (Gj.) 2020/21 stieg der Umsatz um 13% (organisch: +11% (Guidance: +11 bis +12%)) y/y. Das Angepasste EBITA des Industriegeschäfts legte um 17% auf 8,81 (Vj.: 7,56) Mrd. Euro zu (Angepasste EBITA-Marge: 15,0% (Vj.: 14,3%)). Das Nachsteuerergebnis wurde auf 6,70 (Vj.: 4,20; Guidance: 6,1 bis 6,4) Mrd. Euro und das EpS um 54% auf 7,68 (Vj.: 5,00) Euro gesteigert (dabei fortgeführte Aktivitäten: +33% auf 6,36 (Vj.: 4,77) Euro; nicht-fortgeführte Aktivitäten: 1,32 (Vj.: 0,32) Euro). Für das abgelaufene Geschäftsjahr lautet der Dividendenvorschlag auf 4,00 (Vj.: 3,50; unsere Prognose: 3,60; Marktkonsens: 3,59) Mrd. Euro.

Der freie Cashflow (gemäß Unternehmensdefinition) stagnierte in Q4 2020/21 und blieb damit positiv (+3,78 (Vj.: +3,76) Mrd. Euro; Gj. 2020/21: +8,24 (Vj.: +6,40) Mrd. Euro). Die Kennzahl industrielle Nettoverschuldung/EBITDA ist im Quartalsverlauf gesunken und lag per Ende September 2021 bei 1,5 (30.06.2021: 1,9; 31.12.2020: 1,1; 30.09.2020: 1,3; 30.09.2019: 0,6). Siemens verfügt über solide Investmentgrade-Ratings (Moody's: „A1“ (Ausblick: „stabil“); S&P: „A+“ (Ausblick: „stabil“)).

Siemens	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	
Digital Industries	1.227	856	-30,2%	3.252	3.362	3,4%
Smart Infrastructure	586	505	-13,8%	1.302	1.743	33,9%
Mobility	241	227	-5,8%	822	857	4,3%
Siemens Healthineers	590	686	16,3%	2.184	2.847	30,4%
Industrielles Geschäft	2.644	2.274	-14,0%	7.560	8.808	16,5%
Angepasste EBITA-Marge	18,7%	13,8%	-4,9 PP	14,3%	15,0%	0,7 PP
Financial Services	4	120	>100%	345	512	48,4%
Portfolio Companies	-572	3	-	-673	-85	-
Überleitung	-665	-555	-	-1.731	-1.739	-
Konzern-EBT	1.411	1.841	30,5%	5.502	7.496	36,2%
EBT-Marge	9,5%	10,6%	1,0 PP	10,0%	12,0%	2,1 PP

Quelle: Siemens, NATIONAL-BANK AG

PP: Prozentpunkte

Perspektiven

Auf dem jüngsten Kapitalmarkttag (am 24.06.2021) hat Siemens eine CAGR des organischen Umsatzes (Konzernebene) von 5% bis 7% in Aussicht gestellt. Die CAGR des EpS (vor Kaufpreisallokation (PPA)) soll im hohen einstelligen Prozentbereich liegen. Das seit längerem gültige ROCE-Ziel (15% bis 20%) soll in Gj. 2022/23 erreicht werden (Gj. 2020/21: 13,1%; Gj. 2019/20: 7,8%). Zudem wurde ein Aktienrückkaufprogramm (Gj. 2021/22 bis Gj. 2025/26: bis zu 3 Mrd. Euro) angekündigt (zum Vergleich Gj. 2017/18 bis Gj. 2020/21: 3 Mrd. Euro). Die progressive Dividendenpolitik wurde wiederholt.

Der Auftragseingang stieg in Q4 2020/21 um 26% (lfl.: +16%) y/y und in Gj. 2020/21 um 23% (lfl.: +21%) y/y. Das Book-to-Bill-Ratio lag über der wichtigen Marke von 1 (Q3 2020/21: 1,27 (Vj.: 1,07); 9M 2020/21: 1,17 (Vj.: 1,06)). Im Rahmen des Q4-Berichts (am 11.11.) hat Siemens einen Ausblick für das Geschäftsjahr 2021/22 (30.09.) veröffentlicht. Demnach soll der Umsatz (organisch) im mittleren einstelligen Prozentbereich wachsen. Das EpS vor PPA sieht der Konzern bei 8,70 bis 9,10 (Gj. 2020/21: 8,32) Euro (impliziert: +5% bis +9% y/y; Gj. 2020/21 inkl. PPA: 7,68 Euro). Dabei will Siemens etwa im gleichen Umfang wie in 2020/21 von Buchgewinnen (nach Steuern: 1,5 Mrd. Euro) profitieren. Die PPA-Belastung (Netto) soll rund 0,1 Mrd. Euro höher ausfallen als in 2020/21 (0,51 Mrd. Euro bzw. 0,64 Euro je Aktie).

Wir haben unsere Prognosen für das Geschäftsjahr 2021/22e erhöht (u.a. EpS: 8,25 (alt: 7,14) Euro; Dividende je Aktie: 4,10 (alt: 3,70) Euro). Für das kommende Geschäftsjahr (2022/23e) prognostizieren wir (erstmal) ein EpS von 8,48 Euro sowie eine Dividende je Aktie von 4,20 Euro. Auf Basis unseres Discounted-Cashflow-Modells (Startjahr: 2021/22 (bisher: 2020/21); Prognoseerhöhung) haben wir für die Siemens-Aktie ein neues Kursziel von 153,00 (alt: 145,00) Euro ermittelt. Zusammen mit unserer Dividendenerwartung (12 Monate: 4,00 Euro je Aktie) ergibt sich ein positiver Gesamtertrag (12 Monate) von <10%. Daher lautet unser Votum für die Siemens-Aktie nach wie vor Halten.

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> - breite Produkt- und Länderdiversifizierung - solide Kreditratings - eines der weltweit führenden Unternehmen in den einzelnen Branchen mit guten Wettbewerbspositionen - Aktienrückkäufe 	<ul style="list-style-type: none"> - konjunkturresistentes Geschäftsmodell (Covid-19-Pandemie) - hoher Goodwill - häufige Belastungen des Ergebnisses durch Sonderbelastungen machen Prognose der Geschäftsentwicklung schwierig
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> - umfangreiche Aktivitäten mit Bezug zu aussichtsreichen Zukunftstrends (Urbanisierung, demografischer Wandel) - erfolgreiche Umsetzung der Strategie (Umsatzbeschleunigung und Margenverbesserungen) - Kooperationen/Partnerschaften (Salesforce, SAP) 	<ul style="list-style-type: none"> - politische Risiken (Auftragsvergabe) - permanent hohe Restrukturierungskosten - Gefahr von überbewerteten Übernahmen

Quelle: NATIONAL-BANK AG

Siemens: Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. EUR (außer Ergebnis je Aktie und Dividende je Aktie)	2018/19	2019/20	2020/21(e)	2021/22e	2022/26e
Umsatz	58.483	55.254	62.265	66.615	70.112
Bruttoergebnis	21.634	19.888	22.737	24.714	25.871
EBITDA	8.683	7.373	9.091	11.291	11.568
Abschreibungen	-2.280	-3.098	-3.075	-3.100	-3.120
EBIT	6.403	4.275	6.016	8.191	8.448
Finanzergebnis	530	1.227	1.480	1.500	1.525
EBT	6.933	5.502	7.496	9.691	9.973
Steuern	-1.775	-1.346	-1.861	-2.617	-2.693
Ergebnis nach Steuern	5.158	4.156	5.635	7.075	7.281
Minderheitenanteile	-474	-170	-536	-475	-500
Nettoergebnis	5.174	4.030	6.161	6.600	6.781
Anzahl Aktien (Mio. St.)	807	806	802	800	800
Ergebnis je Aktie	6,41	5,00	7,68	8,25	8,48
Dividende je Aktie	3,90	3,50	4,00	4,10	4,20

in % vom Umsatz					
Umsatz	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Bruttoergebnis	37,0%	36,0%	36,5%	37,1%	36,9%
EBITDA	14,8%	13,3%	14,6%	17,0%	16,5%
Abschreibungen	3,9%	5,6%	4,9%	4,7%	4,5%
EBIT	10,9%	7,7%	9,7%	12,3%	12,0%
EBT	11,9%	10,0%	12,0%	14,5%	14,2%
Steuern	3,0%	2,4%	3,0%	3,9%	3,8%
Ergebnis nach Steuern	8,8%	7,5%	9,1%	10,6%	10,4%
Nettoergebnis	8,8%	7,3%	9,9%	9,9%	9,7%

Quelle: Siemens, NATIONAL-BANK AG

Siemens: Bilanz- und Kapitalflussdaten

in Mio. EUR	2018/19	2019/20	2020/21(e)	2021/22e	2022/26e
Bilanzsumme	150.248	123.897	139.608	139.314	139.989
Anlagevermögen	79.878	70.928	87.267	86.065	84.942
Geschäfts- und Firmenwert	30.160	20.449	29.729	29.729	29.729
Vorräte	14.806	7.795	8.836	9.160	9.640
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	18.894	14.074	15.518	16.487	17.353
Liquide Mittel	12.391	14.041	9.545	9.068	9.427
Eigenkapital	50.984	39.823	49.274	53.141	57.141
Verzinsliches Fremdkapital	36.448	44.567	48.700	45.596	42.525
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	11.409	7.873	8.832	8.493	8.939
Summe Fremdkapital	99.264	84.074	90.334	86.173	82.848
Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit	6.947	7.851	10.109	7.733	8.707
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-4.207	-4.050	-17.192	-1.898	-1.997
Free Cashflow	2.740	3.801	-7.083	5.836	6.709
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	-1.214	4.267	785	-6.312	-6.350
Summe der Cashflows	1.526	8.068	-6.298	-477	359

Quelle: Siemens, NATIONAL-BANK AG

Siemens: Wichtige Kennzahlen

	2018/19	2019/20	2020/21(e)	2021/22e	2022/26e
EV / Umsatz	1,8	1,9	2,3	2,4	2,3
EV / EBITDA	12,0	14,4	15,8	14,2	13,8
EV / EBIT	16,3	24,9	23,8	19,5	18,9
KGV	15,5	18,8	16,9	18,3	17,8
KBV	1,6	1,9	2,1	2,3	2,1
KCV	11,5	9,7	10,3	15,6	13,9
KUV	1,4	1,4	1,7	1,8	1,7
Dividendenrendite	3,9%	3,7%	3,1%	2,7%	2,8%
Eigenkapitalrendite (ROE)	10,1%	10,1%	12,5%	12,4%	11,9%
ROCE	6,3%	5,0%	5,9%	7,9%	8,2%
ROI	3,4%	3,3%	4,4%	4,7%	4,8%
Eigenkapitalquote	33,9%	32,1%	35,3%	38,1%	40,8%
Anlagendeckungsgrad	63,8%	56,1%	56,5%	61,7%	67,3%
Anlagenintensität	53,2%	57,2%	62,5%	61,8%	60,7%
Vorräte / Umsatz	25,3%	14,1%	14,2%	13,8%	13,8%
Forderungen / Umsatz	32,3%	25,5%	24,9%	24,8%	24,8%
Working Capital-Quote	38,1%	25,3%	24,9%	25,8%	25,8%
Nettofinanzverschuldung (in Mio. EUR)	24.057	30.526	39.155	36.527	33.098
Nettofinanzverschuldung / EBITDA	2,8	4,1	4,3	3,2	2,9
Capex / Umsatz	3,0%	2,7%	2,8%	2,8%	2,8%
Capex / Abschreibungen	78,1%	48,4%	56,3%	61,2%	64,0%
Free Cashflow / Umsatz	4,7%	6,9%	-11,4%	8,8%	9,6%
Free Cash Flow / Aktie (EUR)	3,39	4,71	-8,83	7,29	8,39
Nettofinanzverschuldung / Aktie (EUR)	29,80	37,86	48,82	45,66	41,37
Cash / Aktie (EUR)	15,35	17,41	11,90	11,34	11,78
Buchwert / Aktie (EUR)	63,16	49,39	61,44	66,43	71,43

Quelle: Siemens, NATIONAL-BANK AG

Zurich Insurance Group

Kaufen (Kaufen)

Kurs am 11.11.21 um 17:30 h	401,50 CHF
Erstellung abgeschlossen	12.11.2021/ 11:30h
Erstmals weitergegeben	12.11.2021/ 13:00h
Kursziel	430,00 CHF
Marktkapitalisierung	60,41Mrd. CHF
Branche	Versicherungen
Land	Schweiz
WKN	579919
Reuters	ZURN.S

Kennzahlen	12/20	12/21e	12/22e
Ergebnis je Aktie (USD)	25,48	29,41	33,98
Kurs/Gewinn	14,7	14,8	12,8
Dividende je Aktie (USD)	21,72	23,89	24,97
Div.-Rendite	5,8%	5,5%	5,7%
Kurs/Umsatz	1,0	1,1	1,1
Kurs/Op. Ergebnis	12,3	10,1	9,3
Combined Ratio	98,4%	95,8%	95,8%
Kurs/Buchwert	1,4	1,6	1,5



Performance	3 M	6 M	12 M
Absolut	-0,8%	5,9%	16,0%
Relativ z. Stoxx Europe 50	-4,0%	-4,7%	-7,3%

Erstempfehlung 22.05.2014

Historie der Umstufungen (12 Monate):

19.05.2021	Von Halten auf Kaufen
31.03.2021	Von Kaufen auf Halten

Anlass

Zahlen für die ersten neun Monaten 2021

Einschätzung

In den ersten neun Monaten (9M) 2021 legte die Zurich Insurance Group (Zurich) – wie üblich – nur Eckzahlen vor. Diese zeigten eine teilweise deutliche Verbesserung in allen drei Segmenten und fielen teilweise moderat besser als von uns erwartet aus. Im Rahmen der Eckdaten für 9M 2021 hat Zurich die Guidance für 2020-2022 bestätigt. Eine Einschätzung über die operative Entwicklung ist anhand der Eckdaten schwierig, wir sind jedoch weiterhin der Ansicht, dass Zurich bezogen auf die Kapitalausstattung und die allgemeine Entwicklung der Geschäftstätigkeiten stabil ist. Dennoch hat auch Zurich, wie auch andere Versicherer und Rückversicherer, eine deutliche Schadensbelastung durch den Hurricane Ida sowie die Überflutungen in Europa verzeichnet. Laut Angaben des Unternehmens beliefen sich diese auf einen mittleren dreistelligen Millionenbetrag. Wir erhöhen teilweise unsere Prognosen (u.a. EpS 2021e: 29,41 (alt: 28,99) USD; DpS 2021e: unverändert 22,00 CHF; EpS 2022e: 33,98 (alt: 32,77) USD; DpS 2022e: unverändert 23,00 CHF). Bei einem von uns erwarteten Gesamtertrag (12 Monate) von >10% lautet unser Votum für die Zurich Insurance Group-Aktie weiterhin Kaufen (Kursziel: unverändert 430,00 CHF (mod. Gordon-Growth-Modell; Prognoseerhöhung vs leicht gestiegenes Beta)).

Jan Lennertz (Analyst)

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> - Ratensteigerungen in der Schaden- und Unfallversicherung - Präsenz in Wachstumsregionen (u.a. Lateinamerika) - attraktive Dividendenpolitik - gute Kapitalisierung 	<ul style="list-style-type: none"> - negative Währungseffekte - anhaltend niedriges Zinsniveau gefährdet Erreichen der Unternehmensziele - hohe Abhängigkeit von Naturkatastrophen - strukturell hohe Kostenbasis im Segment Property and Casualty
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> - Ausbau der Marktposition in Wachstumsmärkten - abnehmende Schadenbelastungen (betrifft insbesondere Property and Casualty) - ansteigendes Zinsniveau - Umbau im Segment Property and Casualty 	<ul style="list-style-type: none"> - Verschärfung der regulatorischen Anforderungen - weiterhin ungünstiges Zinsumfeld - Verfehlen der Unternehmenszielsetzung - Sondereffekte verzerren Ergebnis - überdurchschnittliches Schadenaufkommen

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.