

| | |
|--------------------------------------|-----------|
| Marktdaten im Überblick | 2 |
| Unternehmenskommentare | 3 |
| Amgen | 3 |
| BT Group | 5 |
| Delivery Hero | 7 |
| Deutsche Telekom | 13 |
| ENGIE..... | 19 |
| K+S..... | 21 |
| Rechtliche Hinweise | 23 |



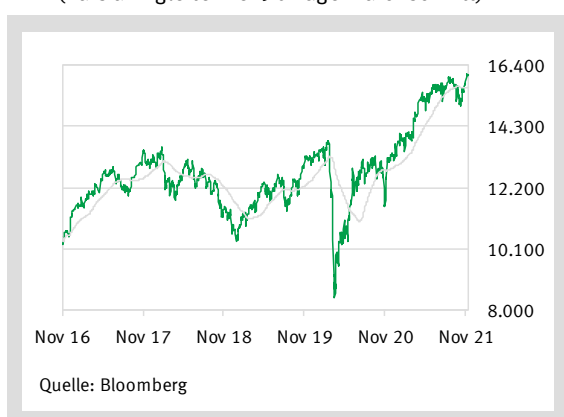
Marktdaten im Überblick

| | 12.11.2021 | 11.11.2021 | Änderung |
|----------------------------|------------|------------|------------|
| Deutschland | | | |
| DAX | 16.094 | 16.083 | 0,1% |
| MDAX | 35.869 | 35.956 | -0,2% |
| TecDAX | 3.900 | 3.884 | 0,4% |
| Bund-Future | 170,85 | 170,42 | 0,3% |
| 10J Bund in % | -0,2590 | -0,2310 | -0,0280 PP |
| 3M Zins in % | -0,8630 | -0,7940 | -0,0690 PP |
| Europa | | | |
| Euro Stoxx 50 | 4.370 | 4.358 | 0,3% |
| FTSE 100 | 7.348 | 7.384 | -0,5% |
| SMI | 12.516 | 12.421 | 0,8% |
| Welt | | | |
| DOW JONES | 36.100 | 35.921 | 0,5% |
| S&P 500 | 4.683 | 4.649 | 0,7% |
| NASDAQ COMPOSITE | 15.861 | 15.704 | 1,0% |
| NIKKEI 225 | 29.610 | 29.278 | 1,1% |
| TOPIX | 2.041 | 2.014 | 1,3% |
| Rohstoffe / Devisen | | | |
| EUR in USD | 1,1445 | 1,1451 | -0,1% |
| Gold (USD je Feinunze) | 1.860,55 | 1.857,90 | 0,1% |
| Brent-Öl (USD je Barrel) | 82,17 | 82,87 | -0,8% |

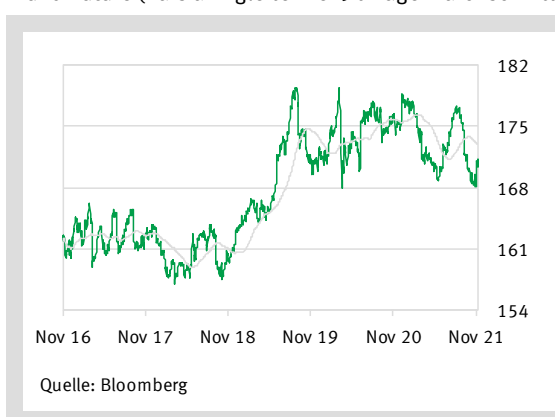
Quelle: Bloomberg

PP: Prozentpunkte

DAX (Kurs und gleitender 90 Tage-Durchschnitt)



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



Unternehmenskommentare

Amgen

Halten (Halten)

| | |
|-------------------------------------|--------------------|
| Kurs am 12. 11. 21 um 21:59h | 211,39 USD |
| Erstellung abgeschlossen | 15.11.2021/ 10:50h |
| Erstmals weitergegeben | 15.11.2021/ 12:20h |
| Kursziel | 220,00 USD |
| Marktkapitalisierung | 124,66 Mrd. USD |
| Branche | Gesundheit |
| Land | USA |
| WKN | 867900 |
| Reuters | AMGN.O |

| Kennzahlen | 12/20 | 12/21e | 12/22e |
|--------------------------|-------|--------|--------|
| Ergebnis je Aktie (USD) | 12,31 | 9,79 | 12,87 |
| Kurs/Gewinn | 18,8 | 21,6 | 16,4 |
| Dividende je Aktie (USD) | 6,40 | 7,04 | 7,64 |
| Div.-Rendite | 2,8% | 3,3% | 3,6% |
| Kurs/Umsatz | 5,4 | 4,8 | 4,6 |
| Kurs/Op. Ergebnis | 14,9 | 16,6 | 13,1 |
| Kurs/Cashflow | 12,8 | 10,2 | 7,8 |
| Kurs/Buchwert | 14,5 | 10,7 | 8,2 |



| Performance | 3 M | 6 M | 12 M |
|------------------------------|-------|--------|--------|
| Absolut | -8,0% | -15,9% | -10,9% |
| Relativ z. DJ Industrial Avg | -9,6% | -20,9% | -33,4% |

Erstempfehlung 23.04.2014

Historie der Umstufungen (12 Monate):

Anlass

Zahlen für das dritte Quartal 2021

Einschätzung

Das Zahlenwerk für das dritte Quartal (Q3) 2021 lag beim Umsatz im Rahmen unserer Prognose und des Marktkonsenses. Ergebnisseitig wurden die Erwartungen hingegen übertroffen. Die Umsatzentwicklung profitierte von der Erholung von der COVID-19-Pandemie und den damit verbundenen vermehrten Patientenbehandlungen. Das bereinigte EBIT verbesserte sich infolge gesunkener operativer Kosten überproportional. Auf berichteter Basis wirkten sich lizenzierungsbezogene Sonderaufwendungen belastend auf das EBIT aus. Amgen hat die Guidance 2021 beim Umsatz präzisiert und gesenkt, aber beim EpS (berichtet/bereinigt) erhöht. Wir werten die vollzogene Übernahme von Teneobio (Antikörpertechnologie) zu 900 Mio. USD in bar als strategisch sinnvoll, da wir darin für Amgen das Potenzial sehen, Wirkstoffe schneller zu entwickeln. Vor dem Hintergrund steigender COVID-19-Infektionen und damit verbundener Hospitalisierungen, die u.E. Patientenbehandlungen erneut beeinträchtigen können, haben wir unsere Ergebnisprognosen für 2021e (u.a. berichtetes EpS: 9,79 (alt: 9,38) USD; bereinigtes EpS: 16,60 (alt: 16,14) USD) und für 2022e (u.a. berichtetes EpS: 12,87 (alt: 13,52) USD; bereinigtes EpS: 17,50 (alt: 17,88) USD) angepasst. In Erwartung eines positiven Gesamtertrags (12 Monate) von <10% lautet unser Votum für die Amgen-Aktie weiterhin Halten (Kursziel: 220,00 (alt: 240,00) USD (Discounted-Cashflow-Modell; Prognoseanpassung 2021ff, höheres Beta)).

Tobias Gottschalt (Analyst)

SWOT-Analyse

| Stärken | Schwächen |
|---|--|
| <ul style="list-style-type: none"> - weltweit führendes Biotech-Unternehmen - attraktives Produktportfolio - Expertise bei schwerwiegenden Krankheiten - breite Produktpalette mit mehreren Blockbuster-Medikamenten | <ul style="list-style-type: none"> - starke Abhängigkeit vom US-Markt - Geschäftsmodell bedingt hohe F&E-Ausgaben - hoher Umsatzeinfluss weniger Medikamente - Abhängigkeit von Erfolgen aus der Pipeline |
| Chancen | Risiken |
| <ul style="list-style-type: none"> - hohe Forschungsexpertise und Innovationsstärke - Forschungsk Kooperationen - Fokus auf Indikationen in attraktiven Märkten - stärkere regionale Diversifikation - Zutritt zum chinesischen Markt (Beteiligung an BeiGene) - Gewonnener Patentstreit gegen Novartis (Sandoz) - Aktienrückkäufe - Postpandemische Erholung im Pharmasektor | <ul style="list-style-type: none"> - Umsatzrückgänge nach Patentverlust - zunehmende Konkurrenz durch Biosimilars - Forschungsfehlschläge - Zulassungsrisiken - steigender Kostendruck in den Gesundheitssystemen |

Quelle: NATIONAL-BANK AG

BT Group

Halten (Halten)

| | |
|-------------------------------------|--------------------|
| Kurs am 12. 11. 21 um 17:35h | 167,15 GBP |
| Erstellung abgeschlossen | 15.11.2021/ 10:50h |
| Erstmals weitergegeben | 15.11.2021/ 12:20h |
| Kursziel | 170,00 GBP |
| Marktkapitalisierung | 16,66 Mrd. GBP |
| Branche | Telekommunikation |
| Land | Großbritannien |
| WKN | 794796 |
| Reuters | BT.L |

| Kennzahlen | 03/21 | 03/22e | 03/23e |
|--------------------------|-------|--------|--------|
| Ergebnis je Aktie (GBP) | 14,86 | 12,15 | 19,10 |
| Kurs/Gewinn | 8,0 | 13,8 | 8,7 |
| Dividende je Aktie (GBP) | 0,00 | 7,70 | 7,70 |
| Div.-Rendite | 0,0% | 4,6% | 4,6% |
| Kurs/Umsatz | 0,6 | 0,8 | 0,8 |
| Kurs/Op. Ergebnis | 4,6 | 5,9 | 5,2 |
| Kurs/Cashflow | 2,0 | 3,6 | 2,8 |
| Kurs/Buchwert | 1,0 | 1,3 | 1,2 |



| Performance | 3 M | 6 M | 12 M |
|---------------------|-------|-------|-------|
| Absolut | -6,1% | 3,4% | 35,9% |
| Relativ z. FTSE 100 | -7,9% | -0,9% | 19,6% |

Erstempfehlung 03.12.2015

Historie der Umstufungen (12 Monate):

Anlass

Zahlen für das zweite Quartal 2021/22

Einschätzung

Der bereinigte Umsatz sank im zweiten Quartal (Q2) 2021/22 (30.09.) erwartungsgemäß um 2,2% y/y. Dabei konnte nun nur das Breitband- und Festnetzgeschäft ein Umsatzwachstum verzeichnen. Das bereinigte Konzern-EBITDA reduzierte sich ebenfalls erwartungsgemäß um 1,4% y/y. Das berichtete Konzern-Nettoergebnis erhöhte sich dagegen um 5,1% auf 429 (Vj.: 408; Marktconsens: 413) Mio. GBP. Der Ausblick für 2021/22 sowie für 2022/23 wurde bestätigt. Ferner will BT für das Geschäftsjahr 2021/22, wie bereits schon im Mai 2021 angekündigt, eine Dividende von insgesamt 7,70 GBP je Aktie ausschütten. Die nun bekannt gegebene Zwischendividende beläuft sich auf 2,31 GBP je Aktie (Auszahlung: 07.02.2022). Des Weiteren gab BT bekannt, dass das eigentlich für das Geschäftsjahr 2024/25 in Aussicht gestellte Sparziel (Senkung der jährlichen Bruttokosten um rund 1 Mrd. GBP) bereits 18 Monate früher erreicht wurde. Zudem soll das Sparziel von 2 Mrd. GBP bereits im Geschäftsjahr 2023/24 anstatt in 2024/25 erreicht werden. Wir haben unsere Prognosen angepasst (u.a. EpS 2021/22e: 12,15 (alt: 16,39) GBP (berichtet); EpS 2022/23e: 19,10 (alt: 17,88) GBP (berichtet)). In Erwartung eines positiven Gesamtertrags (12 Monate; unsere Dividendenerwartung: 7,70 GBP je Aktie) von <10% votieren wir für die Aktie der BT Group weiterhin mit Halten (Kursziel: 170,00 (alt: 175,00) GBP (Discounted Cashflow-Modell)).

Markus Jost (Analyst)

SWOT-Analyse

| Stärken | Schwächen |
|---|---|
| <ul style="list-style-type: none"> - Marktführer im Breitbandgeschäft in Großbritannien - breites Angebot an Produkten und Dienstleistungen - breite regionale Diversifikation im Firmenkundengeschäft - hohe Akzeptanz bei Firmenkunden | <ul style="list-style-type: none"> - nicht transparente Berichterstattung - hoher Regulierungsdruck und hohe Wettbewerbsintensität in Europa bzw. Großbritannien - sehr hohe Pensionsverpflichtungen - schwache Bilanzkennzahlen - auf das Gesamtgeschäft bezogen sehr hohe Abhängigkeit vom Heimatmarkt |
| Chancen | Risiken |
| <ul style="list-style-type: none"> - Wachstumspotenziale durch Bündelangebote, Internet der Dinge (neue Dienste, stark steigende Anzahl von vernetzten Geräten), neuer Mobilfunkstandard 5G - steigende Nachfrage der Kunden nach mehr Datenvolumen und besserer Netzqualität - Marktanteilsausbau im TV-Geschäft - sich abschwächender Regulierungsdruck in Europa | <ul style="list-style-type: none"> - ständige Bedrohung des Geschäftsmodells durch Technologiekonzerne wie Google oder Facebook - Ausweitung des Defizits in der Pensionskasse - Notwendigkeit signifikant höherer Investitionen - Integrationsrisiken / überbeuerte Übernahmen - unsichere Folgen durch Brexit - Bilanzskandal im Italien-Geschäft |

Quelle: NATIONAL-BANK AG

Delivery Hero

Halten (Halten)

Kurs am 12.11.21 um 17:35h 118,75 EUR

Erstellung abgeschlossen 15.11.2021/ 10:50h

Erstmals weitergegeben 15.11.2021/ 12:20h

Kursziel 130,00 EUR

Marktkapitalisierung 29,65 Mrd. EUR

Branche Konsumgüter/ -dienstleistungen

Land Deutschland

WKN A2E4K4

Reuters DHER.DE

| Kennzahlen | 12/20 | 12/21e | 12/22e |
|--------------------------|-------|--------|--------|
| Ergebnis je Aktie (EUR) | -7,00 | -6,10 | -4,63 |
| Kurs/Gewinn | neg. | neg. | neg. |
| Dividende je Aktie (EUR) | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Div.-Rendite | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Kurs/Umsatz | 7,1 | 5,0 | 3,4 |
| Kurs/Op. Ergebnis | neg. | neg. | neg. |
| Kurs/Cashflow | -33,1 | -70,4 | -376,0 |
| Kurs/Buchwert | 15,0 | 32,8 | 32,6 |



| Performance | 3 M | 6 M | 12 M |
|------------------|------|-------|-------|
| Absolut | 2,4% | 13,4% | 19,9% |
| Relativ z. DAX40 | 1,7% | 9,3% | -0,2% |

Erstempfehlung 31.08.2020

Historie der Umstufungen (12 Monate):

30.08.2021 Von Kaufen auf Halten

02.06.2021 Von Halten auf Kaufen

Anlass

Veröffentlichung von Leistungsindikatoren für das dritte Quartal 2021

Einschätzung

Delivery Hero hat für das dritte Quartal (Q3) 2021, wie üblich, nur sogenannte Leistungsindikatoren (Zahl der Bestellungen, Bruttowarenwert (GMV), Gesamtumsatz der Segmente) vorgelegt, was die Aussagekraft begrenzt. Diese übertrafen mehrheitlich (GMV, Gesamtumsatz der Segmente) unsere Erwartungen sowie den Marktkonsens, während die Zahl der Bestellungen im Rahmen der Erwartungen lag. Segmentseitig war erneut das starke Wachstum der Integrated Verticals (Umsatz: +184% auf 289,9 Mio. Euro) auffällig. Der Ausblick für 2021 (auf pro-forma-Basis: beinhaltet Woowa ab dem 01.01.2021 und schließt Delivery Hero Korea ab dem gleichen Zeitpunkt aus) wurde angehoben (u.a. GMV am oberen Ende der bisherigen Bandbreite von 33 bis 35 (Gj. 2020 pro-forma: 21,8) Mrd. Euro) bzw. bestätigt (bereinigte EBITDA-Marge (bezogen auf den GMV) bei rund -2,0% (Gj. 2020 pro-forma: -2,7%). Wir passen unsere Prognosen für 2021e (u.a. EpS: -6,10 (alt: -5,89) Euro) und 2022e (u.a. EpS 2022e: -4,63 (alt: -4,49) Euro) an. Für uns ist angesichts zunehmender Konkurrenz sowie hoher Investitionen v.a. in den Quick Commerce weiterhin schwer absehbar, wann Delivery Hero den Break-even erreicht und wie hoch das langfristige Margenniveau sein wird. Auf Basis unseres DCF-Modells (Anpassung der Prognosen, höheres Beta, niedrigerer WACC) haben wir ein neues Kursziel von 130,00 (alt: 136,00) Euro für die Delivery Hero-Aktie ermittelt und bestätigen bei einem positiven Gesamtertrag (12 Monate) von unter 10% unser Votum Halten.

Lars Lusebrink (Analyst)

Highlights

- Die Q3-Leistungsindikatoren (Zahl der Bestellungen, GMV, Gesamtumsatz der Segmente) übertrafen unsere Erwartungen sowie den Marktkonsens mehrheitlich.
- Der Ausblick für das Geschäftsjahr 2021 (auf pro-forma-Basis: beinhaltet Woowa ab dem 01.01.2021 und schließt Delivery Hero Korea ab dem gleichen Zeitpunkt aus) wurde mehrheitlich angehoben.

Geschäftsentwicklung

Delivery Hero veröffentlichte in Q3 2021 nur Leistungsindikatoren und keine Ergebniskennziffern. Demnach stieg im Berichtszeitraum (auf pro-forma-Basis: beinhaltet Woowa ab dem 01.01.2021 und schließt Delivery Hero ab dem gleichen Zeitpunkt aus) die Zahl der Bestellungen um 52% (Q2 2021: +79% y/y) auf 791,4 (Vj.: 520,5; unsere Prognose: 784,1; Marktkonsens: 786,2) Millionen. Das größte Segment Asien verzeichnete dabei einen Zuwachs von 55% y/y auf 540,0 Millionen. Der Bruttowarenwert (GMV, Gesamtwert der an die Restaurants übermittelten Bestellungen (einschließlich MwSt.)) legte um 65% y/y auf 9,56 (Vj.: 5,80; unsere Prognose: 8,84; Marktkonsens: 9,01) Mrd. Euro zu, wobei auch hier vom Segment Asien mit einem Anstieg von 72% auf 6,66 (Vj.: 3,87) Mrd. Euro die größten Impulse ausgingen.

| Delivery Hero | Umsatz (in Mio. EUR) | | Veränderung gg. Vj. |
|-------------------------------|----------------------|---------|------------------------|
| | Q3 2020 | Q3 2021 | |
| MENA (Nahe Osten, Nordafrika) | 246,2 | 418,5 | 70,0% |
| Asien | 450,1 | 853,7 | 89,7% |
| Europa | 80,4 | 132,7 | 65,0% |
| Nord- und Südamerika | 72,5 | 131,9 | 81,9% |
| Integrated Verticals | 102,1 | 289,8 | >100% |
| Konzerninterne Verrechnungen | -4,9 | -38,0 | - |
| Konzern | 946,3 | 1.788,7 | 89,0% |

Quelle: Delivery Hero, NATIONAL-BANK AG

Der Gesamtumsatz der Segmente erhöhte sich um 89% (Q2 2021: +105% y/y) auf 1,79 (Vj.: 0,95; unsere Prognose: 1,65; Marktkonsens: 1,72) Mrd. Euro. Auch hier entwickelte sich das Segment Asien (+90% y/y auf 853,7 Mio. Euro) weiterhin sehr dynamisch. Ein dynamisches Umsatzwachstum verzeichnete auch das zweitgrößte Segment MENA (+70% y/y auf 418,5 Mio. Euro). Zudem macht sich der Ausbau des Quick-Commerce-Geschäfts (Umsatz des Segments Integrated Verticals: +184% y/y auf 289,8 Mio. Euro) immer stärker bemerkbar. Die Zahl der Dmarts (Lagerhäuser) erhöhte sich in Q3 2021 um weitere 174 (Q2 2021: +84) und stieg damit per Ende September auf 861 (30.06.2021: 687; 31.03.2021: 603).

Perspektiven

Für das Geschäftsjahr 2021 hat Delivery Hero den Ausblick (auf pro-forma-Basis: beinhaltet Woowa ab dem 01.01.2021 und schließt Delivery Hero Korea ab dem gleichen Zeitpunkt aus) mehrheitlich angehoben und erwartet nun den GMV am oberen Ende der bisherigen Bandbreite von 33 bis 35 (Gj. 2020: 12,4; Gj. 2020 pro-forma: 21,8; 9M 2021: 22,9) Mrd. Euro und den Gesamtumsatz der Segmente am oberen Ende der bisherigen Bandbreite von 6,4 bis 6,7 (Gj. 2020: 2,84; Gj.: 2020 pro-forma: 3,5; 9M 2021: 4,5) Mrd. Euro. Der Margenausblick (bereinigte EBITDA-Marge (bezogen auf den GMV) bei rund -2,0% (Gj.: 2020: -4,6%; Gj. 2020 pro-forma: -2,7%; erstes Halbjahr 2021 (-2,6%) wurde bestätigt. Wir halten ihn für erreichbar.

In einer Q3-Telefonkonferenz äußerte sich CEO Östberg auch zur Übernahme des finnischen Essenslieferanten Wolt durch den US-Konkurrenten Doordash. Er bezeichnete den Kaufpreis von 7 Mrd. Euro als „faszinierend“. Delivery Hero hatte Östberg zufolge auch einen Kauf von Wolt geprüft, auf Grund zu hoher Preisvorstellungen aber darauf verzichtet. Die deutliche Ausweitung der Präsenz von Doordash in Europa durch den Kauf von Wolt und den dadurch zunehmenden Wettbewerb sieht Östberg gelassen und erwartet keinen größeren Einfluss auf das Geschäft von Delivery Hero (rund 5% des GMV). Die größten Überschneidungen mit Doordash sieht Östberg aktuell in Griechenland und Schweden. Wir halten diese Einschätzung für nachvollziehbar, da sich der Fokus von Delivery Hero v.a. auf Asien und den Nahen Osten richtet, während Europa mit einem Umsatzanteil in Q3 2021 von nur rund 7%, trotz der Ausweitung der Geschäftstätigkeit in Deutschland, nur von untergeordneter Bedeutung für das operative Geschäft von Delivery Hero ist. Der Start in das Q4 verlief nach Unternehmensangaben positiv. Für das gesamte Q4 rechnet Östberg aber mit einem negativen Basiseffekt, da das Vorjahresquartal stark von den coronabedingt geschlossenen Gastronomiebetrieben, insbesondere in Südkorea, profitierte.

Wir passen unsere Prognosen für 2021 (u.a. EpS: -6,10 (alt: -5,89) Euro) und 2022e (u.a. EpS 2022e: -4,63 (alt: -4,49) Euro) an. Auf Basis unseres Discounted-Cashflow-Modells (Anpassung der Prognosen, höheres Beta, niedrigerer WACC) haben wir ein neues Kursziel von 130,00 (alt: 136,00) Euro für die Delivery Hero-Aktie ermittelt. Eine Dividendenzahlung (12 Monate) erwarten wir nach wie vor nicht. Bei einem positiven Gesamtertrag (12 Monate) von unter 10% bestätigen wir unser Votum Halten.

SWOT-Analyse

| Stärken | Schwächen |
|--|--|
| <ul style="list-style-type: none"> - sehr dynamische Topline-Entwicklung - führende Marktposition in über 90% der Märkte, in denen Delivery Hero präsent ist - hohe Innovationsfähigkeit - hohe Präsenz in Wachstumsmärkten - starker Profiteur der Covid-19-Pandemie - schwache Margen-Guidance (bereinigtes EBITDA) für 2021 - Anhebung des Ausblicks für den GMV und Umsatz der Segmente | <ul style="list-style-type: none"> - derzeit ist noch nicht absehbar, wann auf Konzernebene der Break-even erreicht wird - derzeit noch hohe Abhängigkeit von Provisionen - in zahlreichen großen Märkten (u.a. Deutschland, EU, Brasilien, China, USA) kaum bzw. gar nicht präsent - weiterhin kein Erreichen der Gewinnzone absehbar - zahlreiche Beteiligungen an Konkurrenten, die u.E. nicht immer strategisch plausibel sind |
| Chancen | Risiken |
| <ul style="list-style-type: none"> - sehr dynamisches Marktwachstum - Liefersdienste für weitere Produkte (Blumen, Haushaltswaren, Pharmazeutika etc.) - Reduzierung der hohen Abhängigkeit von Provisionen - Übernahme von Konkurrenten - Skaleneffekte | <ul style="list-style-type: none"> - Aufbau weiterer Dmarts (lokaler Lagerhäuser) erfordert hohe Investitionen - Geschäftsmodell ist auf absehbare Zeit noch nicht profitabel – daher erfordert die Finanzierung der Geschäftstätigkeit auch zukünftig weitere Kapitalmaßnahmen (u.a. Kapitalerhöhungen und entsprechende Verwässerungseffekte) - hoher und noch steigender Konkurrenzdruck (u.a. Uber, Grubhub, Rapp, amazon, Doordash) - politischer Druck auf Grund teilweise prekärer Beschäftigungsverhältnisse (z.B. Fahrradboten) - Übernahmen: Integrationsrisiken und überhöhte Preise - ein deutliches Abflauen der Covid-19-Pandemie könnte das Marktwachstum signifikant abbremsen - Wechselkursabhängigkeit (Kurs-/Bilanzwährung in Euro vs. Großteil der Geschäftsentwicklung außerhalb der Eurozone) |

Quelle: NATIONAL-BANK AG

Delivery Hero: Gewinn- und Verlustrechnung

| in Mio. EUR (außer Ergebnis je Aktie und Dividende je Aktie) | 2018 | 2019 | 2020 | 2021e | 2022e |
|--|--------|--------|--------|--------|--------|
| Umsatz | 665 | 1.238 | 2.460 | 5.904 | 8.738 |
| Bruttoergebnis | 347 | 311 | 494 | 1.092 | 1.660 |
| EBITDA | -184 | -548 | -744 | -750 | -280 |
| Abschreibungen | -58 | -100 | -151 | -337 | -524 |
| EBIT berichtet | -242 | -648 | -894 | -1.086 | -804 |
| Finanzergebnis | -17 | -15 | -494 | -400 | -380 |
| EBT | -259 | -663 | -1.389 | -1.486 | -1.184 |
| Steuern | -18 | -27 | -14 | -30 | -20 |
| Ergebnis nach Steuern | -277 | -690 | -1.403 | -1.516 | -1.204 |
| Minderheitenanteile | 4 | 1 | -2 | -2 | -2 |
| Nettoergebnis | -38 | 231 | -1.405 | -1.518 | -1.206 |
| Anzahl Aktien (Mio. St.) | 186 | 190 | 201 | 249 | 261 |
| Ergebnis je Aktie | -0,21 | 1,22 | -7,00 | -6,10 | -4,63 |
| Dividende je Aktie | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| in % vom Umsatz | | | | | |
| Umsatz | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% |
| Bruttoergebnis | 52,2% | 25,1% | 20,1% | 18,5% | 19,0% |
| EBITDA | -27,6% | -44,2% | -30,2% | -12,7% | -3,2% |
| Abschreibungen | 8,7% | 8,1% | 6,1% | 5,7% | 6,0% |
| EBIT berichtet | -36,3% | -52,4% | -36,3% | -18,4% | -9,2% |
| EBT | -38,9% | -53,6% | -56,4% | -25,2% | -13,5% |
| Steuern | 2,8% | 2,1% | 0,6% | 0,5% | 0,2% |
| Ergebnis nach Steuern | -41,6% | -55,7% | -57,0% | -25,7% | -13,8% |
| Nettoergebnis | -5,7% | 18,7% | -57,1% | -25,7% | -13,8% |

Quelle: Delivery Hero, NATIONAL-BANK AG

Delivery Hero: Bilanz- und Kapitalflussdaten

| in Mio. EUR | 2018 | 2019 | 2020 | 2021e | 2022e |
|--|-------|-------|--------|-------|-------|
| Bilanzsumme | 2.005 | 2.673 | 5.774 | 6.164 | 6.721 |
| Anlagevermögen | 1.129 | 1.723 | 2.435 | 2.664 | 2.980 |
| Geschäfts- und Firmenwert | 570 | 767 | 1.106 | 1.106 | 1.106 |
| Vorräte | 3 | 8 | 36 | 36 | 37 |
| Forderungen aus Lieferungen und Leistungen | 85 | 129 | 138 | 330 | 510 |
| Liquide Mittel | 364 | 699 | 2.922 | 2.896 | 2.962 |
| Eigenkapital | 1.615 | 1.870 | 1.169 | 902 | 949 |
| Verzinsliches Fremdkapital | 72 | 82 | 3.074 | 2.783 | 2.521 |
| Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen | 172 | 473 | 656 | 1.594 | 2.333 |
| Summe Fremdkapital | 390 | 803 | 4.606 | 5.261 | 5.773 |
| Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit | -165 | -365 | -530 | -420 | -82 |
| Cashflow aus Investitionstätigkeit | -37 | 627 | -905 | -565 | -840 |
| Free Cashflow | -202 | 263 | -1.435 | -985 | -922 |
| Cashflow aus Finanzierungstätigkeit | 11 | 0 | 3.764 | 959 | 988 |
| Summe der Cashflows | -191 | 262 | 2.329 | -26 | 66 |

Quelle: Delivery Hero, NATIONAL-BANK AG

Delivery Hero: Wichtige Kennzahlen

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021e | 2022e |
|---------------------------------------|--------|--------|---------|---------|---------|
| EV / Umsatz | 10,5 | 5,8 | 7,2 | 5,2 | 3,5 |
| EV / EBITDA | neg. | neg. | neg. | neg. | neg. |
| EV / EBIT | neg. | neg. | neg. | neg. | neg. |
| KGV | neg. | 33,5 | neg. | neg. | neg. |
| KBV | 4,5 | 4,1 | 15,0 | 32,8 | 32,6 |
| KCV | -44,4 | -21,2 | -33,1 | -70,4 | -376,0 |
| KUV | 11,0 | 6,3 | 7,1 | 5,0 | 3,4 |
| Dividendenrendite | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Eigenkapitalrendite (ROE) | -2,4% | 12,4% | -120,2% | -168,2% | -127,1% |
| ROCE | -23,1% | -46,7% | -45,8% | -75,6% | -67,4% |
| ROI | -1,9% | 8,7% | -24,3% | -24,6% | -17,9% |
| Eigenkapitalquote | 80,5% | 70,0% | 20,2% | 14,6% | 14,1% |
| Anlagendeckungsgrad | 143,0% | 108,5% | 48,0% | 33,9% | 31,8% |
| Anlagenintensität | 56,3% | 64,5% | 42,2% | 43,2% | 44,3% |
| Vorräte / Umsatz | 0,5% | 0,7% | 1,5% | 0,6% | 0,4% |
| Forderungen / Umsatz | 12,8% | 10,5% | 5,6% | 5,6% | 5,8% |
| Working Capital-Quote | -12,6% | -27,1% | -19,6% | -20,8% | -20,4% |
| Nettofinanzverschuldung (in Mio. EUR) | -293 | -618 | 152 | -113 | -440 |
| Nettofinanzverschuldung / EBITDA | 1,6 | 1,1 | -0,2 | 0,2 | 1,6 |
| Capex / Umsatz | 7,4% | 7,7% | 6,9% | 9,6% | 9,6% |
| Capex / Abschreibungen | 85,1% | 94,7% | 112,1% | 167,9% | 160,2% |
| Free Cashflow / Umsatz | -30,3% | 21,2% | -58,3% | -16,7% | -10,6% |
| Free Cash Flow / Aktie (EUR) | -1,08 | 1,38 | -7,16 | -3,96 | -3,54 |
| Nettofinanzverschuldung / Aktie (EUR) | -1,57 | -3,25 | 0,76 | -0,45 | -1,69 |
| Cash / Aktie (EUR) | 1,96 | 3,67 | 14,57 | 11,63 | 11,37 |
| Buchwert / Aktie (EUR) | 8,67 | 9,82 | 5,83 | 3,62 | 3,64 |

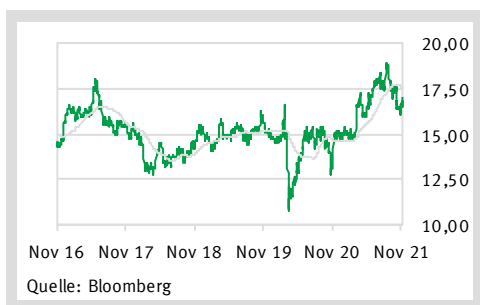
Quelle: Delivery Hero, NATIONAL-BANK AG

Deutsche Telekom

Kaufen (Kaufen)

| | |
|-------------------------------------|--------------------|
| Kurs am 12. 11. 21 um 17:35h | 17,04 EUR |
| Erstellung abgeschlossen | 15.11.2021/ 10:50h |
| Erstmals weitergegeben | 15.11.2021/ 12:20h |
| Kursziel | 20,00 EUR |
| Marktkapitalisierung | 81,77 Mrd. EUR |
| Branche | Telekommunikation |
| Land | Deutschland |
| WKN | 555750 |
| Reuters | DTEGn.DE |

| Kennzahlen | 12/20 | 12/21e | 12/22e |
|--------------------------|-------|--------|--------|
| Ergebnis je Aktie (EUR) | 0,88 | 1,02 | 1,12 |
| Kurs/Gewinn | 16,4 | 16,7 | 15,2 |
| Dividende je Aktie (EUR) | 0,60 | 0,64 | 0,68 |
| Div.-Rendite | 4,2% | 3,8% | 4,0% |
| Kurs/Umsatz | 0,7 | 0,8 | 0,7 |
| Kurs/Op. Ergebnis | 5,3 | 5,7 | 5,6 |
| Kurs/Cashflow | 2,9 | 2,5 | 2,3 |
| Kurs/Buchwert | 0,9 | 1,1 | 1,0 |



| Performance | 3 M | 6 M | 12 M |
|------------------|-------|-------|-------|
| Absolut | -8,2% | 1,3% | 14,2% |
| Relativ z. DAX40 | -8,9% | -2,7% | -5,9% |

Erstempfehlung 06.03.2009

Historie der Umstufungen (12 Monate):

Anlass

Zahlen für das dritte Quartal 2021

Einschätzung

Die Zahlen für das dritte Quartal (Q3) 2021 fielen aus unserer Sicht durchweg besser als erwartet aus. Die Markterwartungen wurden jedoch größtenteils verfehlt. Die Zielsetzung für das bereinigte EBITDA AL in 2021 hat der Konzern zum dritten Mal in diesem Jahr angehoben – und zwar dieses Mal sogar recht deutlich. Zudem wurde die Zielsetzung für den freien Cashflow AL dank des starken Anstiegs in Q3 zum zweiten Mal angehoben. Ferner hat die Deutsche Telekom überraschend angekündigt, für das Geschäftsjahr 2021 die Dividende auf 0,64 (Vj.: 0,60; unsere bisherige Prognose: 0,65; Marktkonsens: 0,60) Euro je Aktie anheben zu wollen. Wir haben unsere EpS-Prognosen für 2021e (berichtet: 1,02 Euro; bereinigt: 1,21 Euro) und für 2022e (berichtet: 1,12 Euro; bereinigt: 1,28 Euro) beibehalten. Unsere Dividendenprognosen haben wir dagegen leicht angepasst (DpS 2021e: 0,64 (alt: 0,65) Euro; DpS 2022e: 0,68 (alt: 0,65) Euro). In Erwartung eines Gesamtertrags (12 Monate; unsere Dividendenerwartung: 0,64 Euro je Aktie) von >10% votieren wir weiterhin mit Kaufen für die Aktie der Deutschen Telekom (Kursziel: unverändert 20,00 Euro (Discounted Cashflow-Modell)). Das Geschäftsmodell der Deutschen Telekom ist u.E. vergleichsweise krisenresistent bzw. in Teilen kann der Konzern u.E. sogar von der derzeit verstärkten Digitalisierung profitieren. Die hohe Verschuldung sowie der hohe Firmenwert stellen in der aktuellen Krise allerdings u.E. auch ein signifikantes Risiko dar.

Markus Jost (Analyst)

Highlights

- Die Q3-Zahlen fielen aus unserer Sicht durchweg besser als erwartet aus.
- Die Deutsche Telekom hat die Zielsetzungen für das bereinigte EBITDA AL und den freien Cashflow AL in 2021 erneut angehoben. Darüber hinaus hat der Konzern überraschend angekündigt, für das Geschäftsjahr 2021 die Dividende auf 0,64 (Vj.: 0,60) Euro je Aktie anheben zu wollen.

Geschäftsentwicklung

Der Konzernumsatz stieg nach dem Rückgang im Vorquartal (-1,7% y/y) in Q3 2021 entgegen unserer Erwartung um 1,8% (organisch: +2,1% y/y) auf 26,88 (Vj.: 26,39; unsere Prognose: 26,13; Marktkonsens: 27,15) Mrd. Euro. Getragen wurde diese Entwicklung von nahezu allen Geschäftsbereichen. Hierbei vor allem das US-Geschäft (+1,4% y/y auf 16,81 Mrd. Euro; Q2 2021: -3,8% y/y) und Deutschland (+2,5% y/y auf 5,99 Mrd. Euro; Q2 2021: +0,9% y/y; Serviceumsatz (gesamt; organisch): +1,6% (Q2 2021: +1,8%; Q1 2021: +1,7%; Q4 2020: -0,1%; Q3 2020: +0,9%) y/y). Auch das Europageschäft (+0,9% y/y auf 2,91 Mrd. Euro) konnte erneut zulegen. Da das Q1 noch von der Übernahme von Sprint profitiert hatte, stieg in den ersten neun Monaten (9M) 2021 der Konzernumsatz um 8,8% (organisch: +5,3% y/y) auf 79,86 (Vj.: 73,38) Mrd. Euro.

| Deutsche Telekom | Umsatz (in Mio. EUR) | | | Umsatz (in Mio. EUR) | | |
|-------------------------------------|----------------------|---------|---------------------|----------------------|---------|---------------------|
| | Q3 2020 | Q3 2021 | Veränderung gg. Vj. | 9M 2020 | 9M 2021 | Veränderung gg. Vj. |
| Deutschland | 5.842 | 5.990 | 2,5% | 17.525 | 17.835 | 1,8% |
| USA | 16.569 | 16.807 | 1,4% | 44.024 | 49.933 | 13,4% |
| Europa | 2.880 | 2.905 | 0,9% | 8.344 | 8.456 | 1,3% |
| Systemgeschäft | 955 | 971 | 1,7% | 3.082 | 2.992 | -2,9% |
| Group Development | 719 | 787 | 9,5% | 2.142 | 2.349 | 9,7% |
| Group Headquarters & Group Services | 625 | 617 | -1,3% | 1.910 | 1.913 | 0,2% |
| Konzern** | 26.393 | 26.877 | 1,8% | 73.377 | 79.860 | 8,8% |

Quelle: Deutsche Telekom, NATIONAL-BANK AG

** inklusive Konsolidierung

Das bereinigte Konzern-EBITDA AL reduzierte sich in Q3 2021 leicht um 0,3% (organisch: +0,2% y/y) auf 9,66 (Vj.: 9,69; unsere Prognose: 9,41; Marktkonsens: 9,35) Mrd. Euro, womit die Erwartungen übertroffen werden konnten. Die Entwicklung ist dabei u.a. einer neuen Bilanzierungsmethode der US-Tochter T-Mobile für die Vermarktung von Endgeräten geschuldet: Statt diese zu vermieten, sollen Kunden ihre Smartphones per Ratenzahlung begleichen. Um diesen Effekt bereinigt wäre das EBITDA AL um (organisch) 6,7% y/y gestiegen. Zudem belasteten weiterhin Kosten bei T-Mobile US infolge des Erwerbs und der Integration von Sprint, weshalb das EBITDA AL in den USA um 3,7% y/y auf 5,77 Mrd. Euro gesunken war. Alle anderen Segmente konnten dagegen Ergebniszuwächse verzeichnen. Das bereinigte Konzern-Nettoergebnis sank um 13,0% auf 1,31 (Vj.: 1,51; unsere Prognose: 0,89; Marktkonsens: 1,46) Mrd. Euro und das berichtete Nettoergebnis verzeichnete einen Anstieg um 8,8% auf 889 (Vj.: 817; unsere Prognose: 685; Marktkonsens: 1.106) Mio. Euro, womit jeweils unsere Prognose deutlich übertroffen, der Marktkonsens aber verfehlt wurde. Diese Entwicklung ist vor allem auf die Bewertung der Kaufoptionen zurückzuführen, welche die Deutsche Telekom zum Erwerb weiterer Anteile an der Tochter T-Mobile US bei Softbank hat. Diese Kaufoption muss jedes Quartal neu bewertet werden. In 9M 2021 stieg das bereinigte EBITDA AL um 8,7% (organisch: +3,0% y/y) auf 28,32 (Vj.: 26,07) Mrd. Euro, das bereinigte Nettoergebnis um 13,6% auf 4,63 (Vj.: 4,07) Mrd. Euro und das berichtete Nettoergebnis um 49,0% auf 3,71 (Vj.: 2,49) Mrd. Euro. Der freie Cashflow AL konnte sich in Q3 2021 deutlich um 79,9% auf 2,94 (Vj.: 1,63; Marktkonsens: 1,90) Mrd. Euro verbessern und in 9M 2021 um 55,0% auf 8,29 (Vj.: 5,35) Mrd. Euro.

Laut Unternehmensangaben ist der überraschend deutliche Zuwachs in Q3 fast ausschließlich auf das operative Geschäft zurückzuführen. Darüber hinaus hat die Deutsche Telekom überraschend angekündigt, für das Geschäftsjahr 2021 die Dividende auf 0,64 (Vj.: 0,60; unsere bisherige Prognose: 0,65; Marktkonsens: 0,60) Euro je Aktie anheben zu wollen.

Die wichtigsten Kundenkennziffern entwickelten sich in Q3 2021 u.E. erneut überwiegend erfreulich. So legte die Zahl der Mobilfunkvertragskunden in den USA in Q3 erneut deutlich um 2,07 Mio. (Q2 2021: +1,28 Mio.) q/q (+7,8% y/y) auf 85,91 Mio. zu. In Deutschland stieg die Zahl der Mobilfunkvertragskunden um 232 (Q2 2021: +173) Tsd. q/q (-10,8% y/y) auf 22,91 Millionen. Auch die Zahl der Mobilfunkvertragskunden in Europa legte erneut um 258 (Q2 2021: +177) Tsd. q/q (+3,0% y/y) auf 27,43 Mio. zu.

Perspektiven

Das bereinigte Konzern-EBITDA AL soll in 2021 nun auf ca. 38,0 (bisher: >37,2; Vj.: 35,0) Mrd. Euro steigen und in 2022 unverändert „ansteigen“. Für den Umsatz wird in 2021 weiterhin ein „leichter Anstieg“ und in 2022 ein „stabiler Verlauf“ in Aussicht gestellt. Die Investitionen (ohne Spektrum) sollen in 2021 auf 18,4 (Vj.: 17,0) Mrd. Euro deutlich zulegen, aber in 2022 „stabil“ bleiben. Ferner wird für den freien Cashflow AL (vor Ausschüttung und Investitionen in Spektrum) nun ein Anstieg auf rund 8,5 (bisher: >8,0; Vj.: 6,3) Mrd. Euro und in 2022 ein erneut „starker Anstieg“ in Aussicht gestellt. Für das bereinigte EpS werden in 2021 ein „leichter Rückgang“ und für 2022 ein „starker Anstieg“ erwartet.

Die Deutsche Telekom hat sich auf dem Kapitalmarkttag Ende Mai 2021 neue langfristige Zielsetzungen gesetzt. Der Konzernumsatz (jeweils alle Wachstumsraten auf organischer Basis) soll demnach im Zeitraum 2020-2024 um durchschnittlich +1% bis +2% p.a. wachsen und die Serviceerlöse um +3% bis +4% p.a. Für das bereinigte EBITDA AL wird ein Wachstum von 3%-5% (ohne T-Mobile US: 2%-3%) p.a. in Aussicht gestellt. Des Weiteren sollen der freie Cashflow AL bis 2024 auf über 18 (Zielsetzung 2021: >8; USA dabei - wie auch bei den anderen Zielsetzungen - Hauptwachstumstreiber) Mrd. Euro, das bereinigte EPS auf über 1,75 (Zielsetzung 2021: >1,10) Euro und die Investitionen (ohne USA) auf ca. 8,2 Mrd. Euro steigen. Das starke EpS-Wachstum lässt dabei auch einen signifikanten Dividendenanstieg erwarten, da 40%-60% des bereinigten EpS als Dividende ausgeschüttet werden sollen (Minstdividende: 0,60 Euro je Aktie). Maximal wären dies 1,05 (2020: 0,60) Euro je Aktie in 2024. Ferner will die Deutsche Telekom auch nach 2024 die Kontrolle über T-Mobile US behalten. Dazu soll der Anteil von derzeit 43,2% auf über 50% steigen. Dies soll über ein Aktienrückkaufprogramm von T-Mobile US sowie über Call-Optionen über insgesamt 101 Mio. T-Mobile US-Aktien erreicht werden. Für den Schuldenabbau gibt sich die Deutsche Telekom dafür ein Jahr mehr Zeit. Statt in 2023 soll daher nun in 2024 eine Verschuldungsquote (Nettofinanzschulden/bereinigtes EBITDA) von 2,25-2,75 (31.03.2021: 2,98) erreicht werden.

Wir haben unsere EpS-Prognosen für 2021e (berichtet: 1,02 Euro; bereinigt: 1,21 Euro) und für 2022e (berichtet: 1,12 Euro; bereinigt: 1,28 Euro) beibehalten. Unsere Dividendenprognosen haben wir dagegen leicht angepasst (DpS 2021e: 0,64 (alt: 0,65) Euro; DpS 2022e: 0,68 (alt: 0,65) Euro). In Erwartung eines Gesamtertrags (12 Monate; unsere Dividendenerwartung: 0,64 Euro je Aktie) von >10% votieren wir weiterhin mit Kaufen für die Aktie der Deutschen Telekom (Kursziel: unverändert 20,00 Euro (Discounted Cashflow-Modell)).

SWOT-Analyse

| Stärken | Schwächen |
|---|--|
| <ul style="list-style-type: none"> - hoher Marktanteil und hohe Akzeptanz in Deutschland und Europa - erfolgreiche Kostensoptimierungsprogramme, vor allem im Festnetz- und Geschäftskundensegment - langfristige Dividendenkontinuität - wachstumsstarkes US-Geschäft (T-Mobile US) | <ul style="list-style-type: none"> - Belastungen durch Regulierung - hohe Abhängigkeit vom US-Geschäft - hoher Wettbewerb und Preisdruck sowie zum Teil sinkende Marktanteile - keine Mobilfunkaktivitäten in den Emerging Markets mit Ausnahme Osteuropas - dauerkriselndes Systemgeschäft |
| Chancen | Risiken |
| <ul style="list-style-type: none"> - Wachstumspotenziale durch Glasfasernetze, Telekom Entertain, Bündelangebote („Magenta“-Tarife), Internet der Dinge (neue Dienste, stark steigende Anzahl von vernetzten Geräten), neuer Mobilfunkstandard 5G - steigende Tarifpreise - steigende Nachfrage der Kunden nach mehr Datenvolumen und besserer Netzqualität - sich abschwächender Regulierungsdruck in Europa - Ausstieg aus Märkten ohne marktbeherrschende Stellung - Synergien von 43 Mrd. USD aus der Fusion von T-Mobile US mit Sprint erwartet <p>Verkäufe von Geschäftsteilen zur Reduzierung der Verschuldung</p> | <ul style="list-style-type: none"> - hohe Verschuldung sowie hoher Firmenwert - ständige Bedrohung des Geschäftsmodells durch Technologiekonzerne wie Google oder Facebook - Vorgaben der Regulierungsbehörden - Wettbewerbsverschärfung im Breitbandmarkt insbesondere durch Kabelkonzerne - hohe Investitionen für den Netzerkausbau (5G und Glasfaser) hauptsächlich in Deutschland und den USA - hohe Integrationskosten von rund 15 Mrd. USD sowie steigende Verschuldung durch Fusion von T-Mobile US mit Sprint |

Quelle: NATIONAL-BANK AG

Deutsche Telekom: Gewinn- und Verlustrechnung

| in Mio. EUR (außer Ergebnis je Aktie und Dividende je Aktie) | 2018 | 2019 | 2020 | 2021e | 2022e |
|--|---------|---------|---------|---------|---------|
| Umsatz | 75.656 | 80.531 | 100.999 | 107.758 | 109.913 |
| Rohertrag/Bruttoergebnis | 37.496 | 43.575 | 56.325 | 60.462 | 61.551 |
| EBITDA | 23.074 | 24.731 | 35.017 | 38.088 | 39.239 |
| Abschreibungen | -13.836 | -17.663 | -25.829 | -27.600 | -27.478 |
| EBIT | 8.001 | 9.457 | 12.804 | 14.244 | 14.509 |
| Finanzergebnis | -2.848 | -2.197 | -4.128 | -4.777 | -4.177 |
| EBT | 5.153 | 7.260 | 8.676 | 9.467 | 10.332 |
| Steuern | -1.824 | -1.993 | -1.929 | -2.415 | -2.686 |
| Ergebnis nach Steuern | 3.329 | 5.267 | 6.747 | 7.052 | 7.646 |
| Minderheitenanteile | -1.163 | -1.401 | -2.589 | -2.178 | -2.300 |
| Nettoergebnis | 2.166 | 3.866 | 4.158 | 4.874 | 5.346 |
| Anzahl Aktien (Mio. St.) | 4.742 | 4.743 | 4.743 | 4.772 | 4.772 |
| Ergebnis je Aktie | 0,46 | 0,82 | 0,88 | 1,02 | 1,12 |
| Dividende je Aktie | 0,70 | 0,60 | 0,60 | 0,64 | 0,68 |
| in % vom Umsatz | | | | | |
| Umsatz | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% |
| Rohertrag/Bruttoergebnis | 49,6% | 54,1% | 55,8% | 56,1% | 56,0% |
| EBITDA | 30,5% | 30,7% | 34,7% | 35,3% | 35,7% |
| Abschreibungen | 18,3% | 21,9% | 25,6% | 25,6% | 25,0% |
| EBIT | 10,6% | 11,7% | 12,7% | 13,2% | 13,2% |
| EBT | 6,8% | 9,0% | 8,6% | 8,8% | 9,4% |
| Steuern | 2,4% | 2,5% | 1,9% | 2,2% | 2,4% |
| Ergebnis nach Steuern | 4,4% | 6,5% | 6,7% | 6,5% | 7,0% |
| Nettoergebnis | 2,9% | 4,8% | 4,1% | 4,5% | 4,9% |

Quelle: Deutsche Telekom, NATIONAL-BANK AG

Deutsche Telekom: Bilanz- und Kapitalflussdaten

| in Mio. EUR | 2018 | 2019 | 2020 | 2021e | 2022e |
|--|---------|---------|---------|---------|---------|
| Bilanzsumme | 145.375 | 170.672 | 264.917 | 271.965 | 277.074 |
| Anlagevermögen | 123.505 | 145.983 | 227.624 | 226.964 | 221.468 |
| Geschäfts- und Firmenwert | 64.950 | 68.202 | 118.066 | 129.873 | 129.873 |
| Vorräte | 1.790 | 1.568 | 2.695 | 2.586 | 2.638 |
| Forderungen aus Lieferungen und Leistungen | 9.988 | 10.846 | 13.523 | 14.332 | 14.618 |
| Liquide Mittel | 3.679 | 5.393 | 12.939 | 19.134 | 29.400 |
| Eigenkapital | 43.437 | 46.231 | 72.550 | 76.756 | 81.347 |
| Verzinsliches Fremdkapital | 62.275 | 66.349 | 107.108 | 110.566 | 110.566 |
| Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen | 10.735 | 9.431 | 9.760 | 9.159 | 9.343 |
| Summe Fremdkapital | 101.938 | 124.441 | 192.367 | 195.210 | 195.272 |
| Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit | 17.948 | 23.074 | 23.743 | 32.523 | 35.303 |
| Cashflow aus Investitionstätigkeit | -14.297 | -14.230 | -22.649 | -26.940 | -21.983 |
| Free Cashflow | 3.651 | 8.844 | 1.094 | 5.583 | 13.320 |
| Cashflow aus Finanzierungstätigkeit | -3.259 | -7.141 | 7.561 | 612 | -3.054 |
| Summe der Cashflows | 392 | 1.703 | 8.655 | 6.195 | 10.266 |

Quelle: Deutsche Telekom, NATIONAL-BANK AG

Deutsche Telekom: Wichtige Kennzahlen

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021e | 2022e |
|---------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| EV / Umsatz | 1,7 | 1,6 | 1,6 | 1,7 | 1,7 |
| EV / EBITDA | 5,4 | 5,3 | 4,6 | 4,8 | 4,7 |
| EV / EBIT | 15,6 | 14,0 | 12,7 | 12,9 | 12,7 |
| KGV | 30,7 | 18,4 | 16,4 | 16,7 | 15,2 |
| KBV | 1,5 | 1,5 | 0,9 | 1,1 | 1,0 |
| KCV | 3,7 | 3,1 | 2,9 | 2,5 | 2,3 |
| KUV | 0,9 | 0,9 | 0,7 | 0,8 | 0,7 |
| Dividendenrendite | 5,0% | 4,0% | 4,2% | 3,8% | 4,0% |
| Eigenkapitalrendite (ROE) | 5,0% | 8,4% | 5,7% | 6,3% | 6,6% |
| ROCE | 6,4% | 6,3% | 5,5% | 6,1% | 6,3% |
| ROI | 1,5% | 2,3% | 1,6% | 1,8% | 1,9% |
| Eigenkapitalquote | 29,9% | 27,1% | 27,4% | 28,2% | 29,4% |
| Anlagendeckungsgrad | 35,2% | 31,7% | 31,9% | 33,8% | 36,7% |
| Anlagenintensität | 85,0% | 85,5% | 85,9% | 83,5% | 79,9% |
| Vorräte / Umsatz | 2,4% | 1,9% | 2,7% | 2,4% | 2,4% |
| Forderungen / Umsatz | 13,2% | 13,5% | 13,4% | 13,3% | 13,3% |
| Working Capital-Quote | 1,4% | 3,7% | 6,4% | 7,2% | 7,2% |
| Nettofinanzverschuldung (in Mio. EUR) | 58.596 | 60.956 | 94.169 | 91.432 | 81.166 |
| Nettofinanzverschuldung / EBITDA | 2,5 | 2,5 | 2,7 | 2,4 | 2,1 |
| Capex / Umsatz | 16,5% | 17,8% | 18,5% | 25,0% | 20,0% |
| Capex / Abschreibungen | 90,3% | 81,3% | 72,4% | 97,6% | 80,0% |
| Free Cashflow / Umsatz | 4,8% | 11,0% | 1,1% | 5,2% | 12,1% |
| Free Cash Flow / Aktie (EUR) | 0,77 | 1,86 | 0,23 | 1,17 | 2,79 |
| Nettofinanzverschuldung / Aktie (EUR) | 12,36 | 12,85 | 19,85 | 19,16 | 17,01 |
| Cash / Aktie (EUR) | 0,78 | 1,14 | 2,73 | 4,01 | 6,16 |
| Buchwert / Aktie (EUR) | 9,16 | 9,75 | 15,30 | 16,09 | 17,05 |

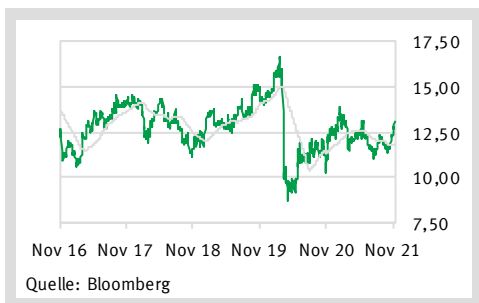
Quelle: Deutsche Telekom, NATIONAL-BANK AG

ENGIE

Kaufen (Kaufen)

| | |
|-------------------------------------|--------------------|
| Kurs am 12. 11. 21 um 17:35h | 13,16 EUR |
| Erstellung abgeschlossen | 15.11.2021/ 10:50h |
| Erstmals weitergegeben | 15.11.2021/ 12:20h |
| Kursziel | 14,80 EUR |
| Marktkapitalisierung | 31,81Mrd. EUR |
| Branche | Versorger |
| Land | Frankreich |
| WKN | A0ER6Q |
| Reuters | ENGIE.PA |

| Kennzahlen | 12/20 | 12/21e | 12/22e |
|--------------------------|-------|--------|--------|
| Ergebnis je Aktie (EUR) | -0,71 | 1,55 | 1,16 |
| Kurs/Gewinn | neg. | 8,5 | 11,4 |
| Dividende je Aktie (EUR) | 0,53 | 0,80 | 0,80 |
| Div.-Rendite | 4,4% | 6,1% | 6,1% |
| Kurs/Umsatz | 0,5 | 0,5 | 0,5 |
| Kurs/Op. Ergebnis | 19,3 | 4,4 | 5,3 |
| Kurs/Cashflow | 3,8 | 4,0 | 4,4 |
| Kurs/Buchwert | 0,9 | 0,9 | 0,8 |



| Performance | 3 M | 6 M | 12 M |
|------------------|-------|-------|--------|
| Absolut | 10,4% | 3,8% | 7,0% |
| Relativ z. CAC40 | 7,6% | -7,3% | -24,8% |

Erstempfehlung 26.03.2014

Historie der Umstufungen (12 Monate):

Anlass

Eckdaten für das dritte Quartal 2021

Einschätzung

Die Eckdaten für das dritte Quartal (Q3) 2021 (nur Daten zu Umsatz, EBITDA und bereinigtem EBIT veröffentlicht) fielen deutlich besser als von uns erwartet aus. Die Kennzahl Nettoverschuldung zu EBITDA bewegte sich per Ende Q3 2021 (3,6) im Rahmen des Unternehmensziels ($\leq 4,0$). Der Ausblick für das Geschäftsjahr 2021 wurde erneut erhöht. Er impliziert nun nicht nur gegenüber 2020 sondern auch gegenüber 2019 Ergebnisverbesserungen. Mit den exklusiven Verkaufsverhandlungen bezüglich „EQUANS“ (Transaktionswert: 7,1 Mrd. Euro) steht ENGIE vor der Umsetzung einer der Kernpunkte der im Mai präsentierten Strategie 2021-2023. Mitte Februar 2022 will der Energiekonzern ein Strategie-Update (2022-2024) präsentieren. Die Ausschüttungspolitik (Ausschüttungsquote: 65% bis 75%; Mindestdividende 2021e-2023e: 0,65 Euro je Aktie) erfuhr eine Bestätigung. Wir haben unsere Prognosen erhöht (u.a. bereinigtes EpS 2021e: 1,15 (alt: 0,98) Euro; berichtetes EpS 2021e: 1,55 (alt: 1,38) Euro; DpS 2021e: 0,80 (alt: 0,70) Euro; bereinigtes/berichtetes EpS 2022e: 1,16 (alt: 1,05) Euro; DpS 2022e: 0,80 (alt: 0,75) Euro). In Erwartung eines Gesamtertrags (12 Monate) von $>10\%$ lautet unser Votum für die ENGIE-Aktie nach wie vor Kaufen (Kursziel: 14,80 (alt: 14,00) Euro (Discounted-Cashflow-Modell; Prognoseerhöhung)).

Sven Diermeier (Senior Analyst)

SWOT-Analyse

| Stärken | Schwächen |
|--|--|
| <ul style="list-style-type: none"> - Geschäftsmodell ist unterdurchschnittlich konjunkturtauglich (defensiver Charakter) - geringe CO2-Intensität der Stromerzeugung - attraktive Dividendenrendite | <ul style="list-style-type: none"> - starker Einfluss des französischen Staates - hohe Abhängigkeit von Frankreich und Belgien - hohe Firmenwerte |
| Chancen | Risiken |
| <ul style="list-style-type: none"> - erfolgreicher Konzernumbau - Desinvestitionen (eventuell Buchgewinne) - Effizienzsteigerungsprogramm | <ul style="list-style-type: none"> - regulatorische Veränderungen können erheblichen Einfluss auf die Ertragslage des Konzerns haben - Gasabsatz ist stark witterungsabhängig - weitere Wertberichtigungen - Störfälle bei belgischen Kernkraftwerken - steigende Marktzinsen mindern die Attraktivität der Dividende |

Quelle: NATIONAL-BANK AG

K+S

Halten (Halten)

| | |
|-------------------------------------|--------------------|
| Kurs am 12. 11. 21 um 17:35h | 14,48 EUR |
| Erstellung abgeschlossen | 15.11.2021/ 10:50h |
| Erstmals weitergegeben | 15.11.2021/ 12:20h |
| Kursziel | 15,50 EUR |
| Marktkapitalisierung | 2,77 Mrd. EUR |
| Branche | Chemie |
| Land | Deutschland |
| WKN | KSAG88 |
| Reuters | SDFGn.DE |

| Kennzahlen | 12/20 | 12/21e | 12/22e |
|--------------------------|--------------|---------------|---------------|
| Ergebnis je Aktie (EUR) | -8,96 | 13,40 | 2,33 |
| Kurs/Gewinn | neg. | 1,1 | 6,2 |
| Dividende je Aktie (EUR) | 0,00 | 0,15 | 0,15 |
| Div.-Rendite | 0,0% | 1,0% | 1,0% |
| Kurs/Umsatz | 0,5 | 0,9 | 0,8 |
| Kurs/Op. Ergebnis | neg. | 1,4 | 4,0 |
| Kurs/Cashflow | 3,0 | 9,6 | 5,7 |
| Kurs/Buchwert | 0,6 | 0,6 | 0,5 |



| Performance | 3 M | 6 M | 12 M |
|--------------------|------------|------------|-------------|
| Absolut | 22,5% | 46,1% | 131,4% |
| Relativ z. MDAX | 22,7% | 35,3% | 107,2% |

Erstempfehlung 17.03.2009**Historie der Umstufungen (12 Monate):**

| | |
|------------|---------------------------|
| 12.03.2021 | Von Verkauften auf Halten |
| 18.02.2021 | Von Halten auf Verkauften |

Anlass

Zahlen für das dritte Quartal 2021 / Kapitalmarkttag

Einschätzung

Das Zahlenwerk für das dritte Quartal (Q3) 2021, das v.a. durch massive Zuschreibungen (Wertaufholung der in Q3 2020 vorgenommenen massiven Wertberichtigungen) sowie einem gestiegenen Kalipreis positiv beeinflusst war, fiel u.E. gemischt aus (Umsatz inline, EBITDA unter unserer Prognose, bereinigtes/berichtetes EpS signifikant über unseren Erwartungen). Der Ende Oktober angepasste 2021er Ausblick für das EBITDA und bereinigten freien Cashflow (jeweils fortgeführte Aktivitäten) wurde nun wiederholt. Die erstmals veröffentlichten Indikationen für 2022 (implizierten deutliche Verbesserungen beim EBITDA und bereinigtem freien Cashflow) fielen besser als von uns erwartet aus. Zudem besteht nun durch den abgehaltenen Kapitalmarkttag mehr Klarheit hinsichtlich der Strategie nach dem Ende April vollzogenen Verkauf des nord- und südamerikanischen Salzgeschäfts. Es wurden u.E. ambitionierte Mittelfristziele aufgestellt. Negativ stach v.a. heraus, dass die DPR nach wie vor den Konzernabschluss 2019 und den Halbjahrbericht 2020 wegen potenziell unterlassener bzw. zu später Wertberichtigungen prüft (Hinweis: Geschäftsbericht 2020 (Wertberichtigungen vorgenommen) ist allerdings testiert). Wir haben unsere Prognosen mehrheitlich erhöht (u.a. bereinigtes EpS 2021e: 13,87 (alt: 6,14) Euro; berichtetes EpS 2021e: 13,40 (alt: 5,75) Euro; bereinigtes/berichtetes EpS 2022e: 2,33 (alt: 1,57) Euro). In Erwartung eines positiven Gesamtertrags (12 Monate) von <10% lautet unser Votum für die K+S-Aktie weiterhin Halten (Kursziel: 15,50 (alt: 14,10) Euro (Discounted-Cashflow-Modell; Prognoseerhöhung)).

Sven Diermeier (Senior Analyst)

SWOT-Analyse

| Stärken | Schwächen |
|--|--|
| <ul style="list-style-type: none">- führende Marktposition im Bereich Kali und Magnesium- vergleichsweise breite Produktpalette | <ul style="list-style-type: none">- hohe Abhängigkeit von der Agrarwirtschaft- starker Einfluss von Witterungsbedingungen- Abhängigkeit von Preisentwicklungen |
| Chancen | Risiken |
| <ul style="list-style-type: none">- stetig wachsende Weltbevölkerung- Fokus auf höhermarginige und weniger zyklische Spezialitäten- Erschließung neuer Geschäftsfelder- Effizienzsteigerungen | <ul style="list-style-type: none">- Überkapazitäten im Markt- Entsorgungsproblematik bei Abwässern, Verschärfung von Umweltauflagen- Wechselkursentwicklung |

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.