

<b>Marktdaten im Überblick .....</b>	<b>2</b>
<b>Unternehmenskommentare .....</b>	<b>3</b>
Amadeus IT Group .....	3
AstraZeneca .....	5
Bilfinger .....	7
Deutsche Wohnen .....	9
Nordex .....	11
Philips .....	13
RWE .....	14
SMA Solar Technology .....	20
Société Générale .....	22
<b>Rechtliche Hinweise .....</b>	<b>24</b>



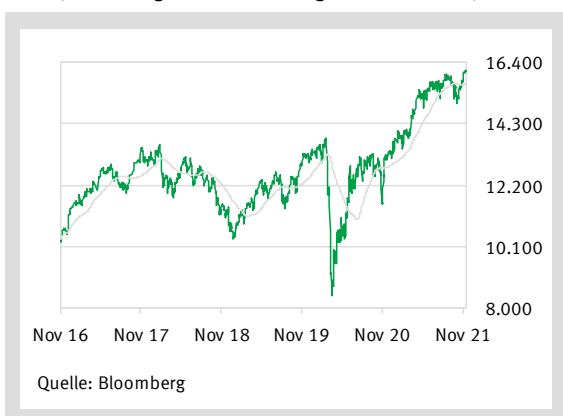
## Marktdaten im Überblick

	15.11.2021	12.11.2021	Änderung
<b>Deutschland</b>			
DAX	16.149	16.094	0,3%
MDAX	36.111	35.869	0,7%
TecDAX	3.895	3.900	-0,1%
Bund-Future	170,75	170,85	-0,1%
10J Bund in %	-0,2290	-0,2590	0,0300 PP
3M Zins in %	-0,9180	-0,8630	-0,0550 PP
<b>Europa</b>			
Euro Stoxx 50	4.386	4.370	0,4%
FTSE 100	7.352	7.348	0,1%
SMI	12.517	12.516	0,0%
<b>Welt</b>			
DOW JONES	36.087	36.100	0,0%
S&P 500	4.683	4.683	0,0%
NASDAQ COMPOSITE	15.854	15.861	0,0%
NIKKEI 225	29.777	29.610	0,6%
TOPIX	2.049	2.041	0,4%
<b>Rohstoffe / Devisen</b>			
EUR in USD	1,1368	1,1445	-0,7%
Gold (USD je Feinunze)	1.859,90	1.860,55	0,0%
Brent-Öl (USD je Barrel)	82,05	82,17	-0,1%

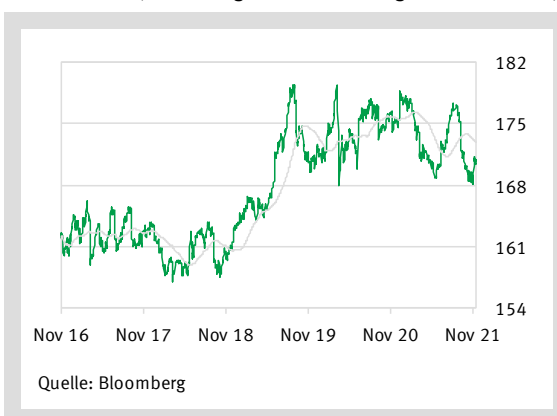
Quelle: Bloomberg

PP: Prozentpunkte

**DAX** (Kurs und gleitender 90 Tage-Durchschnitt)



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



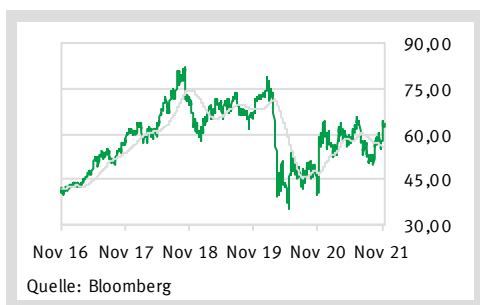
## Unternehmenskommentare

### Amadeus IT Group

**Verkaufen** (Verkaufen)

<b>Kurs am 15. 11. 21 um 17:35h</b>	63,52 EUR
<b>Erstellung abgeschlossen</b>	16.11.2021/ 11:45h
<b>Erstmals weitergegeben</b>	16.11.2021/ 13:15h
<b>Kursziel</b>	-
<b>Marktkapitalisierung</b>	28,62 Mrd. EUR
<b>Branche</b>	Technologie
<b>Land</b>	Spanien
<b>WKN</b>	A1CXN0
<b>Reuters</b>	AMA.MC

Kennzahlen	12/20	12/21e	12/22e
Ergebnis je Aktie (EUR)	-1,40	-0,08	1,30
Kurs/Gewinn	neg.	neg.	48,7
Dividende je Aktie (EUR)	0,00	0,00	0,00
Div.-Rendite	0,0%	0,0%	0,0%
Kurs/Umsatz	10,8	10,4	6,9
Kurs/Op. Ergebnis	neg.	401,0	34,4
Kurs/Cashflow	712,7	49,4	20,1
Kurs/Buchwert	6,3	7,7	6,6



Performance	3 M	6 M	12 M
Absolut	21,8%	3,0%	9,5%
Relativ z. IBEX35	19,9%	3,6%	-4,4%

**Erstempfehlung** 28.03.2019

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

### Anlass

Zahlen für das dritte Quartal 2021

### Einschätzung

Der Umsatz stieg im dritten Quartal (Q3) 2021 deutlich um 76,6% auf 739 (Vj.: 419; unsere Prognose: 837; Marktkonsens: 768) Mio. Euro, womit die Erwartungen aber verfehlt wurden. Seit dem Q2 2021 erholt sich die Geschäftsentwicklung von Amadeus IT deutlich. Der Abstand zum Vorkrisenniveau verringert sich jedoch nur langsam. So liegt bspw. der Q3-Umsatz noch rund 47% unter Vorkrisenniveau. Auch die Ergebniskennzahlen haben trotz signifikanter Verbesserungen die Erwartungen verfehlt (bspw. berichtetes Nettoergebnis: +9,0 (Vj.: -159,5; unsere Prognose: +28,9; Marktkonsens: +11,7) Mio. Euro). Der Konzern gibt nach wie vor keinen Ausblick für das laufende Geschäftsjahr. Konzernchef Maroto rechnet aber angesichts wieder steigender Fluggastzahlen mit einer weiteren Erholung des Geschäfts. Wir haben unsere Prognosen für 2021e (u.a. EpS: -0,08 (alt: +0,01) Euro (berichtet) bzw. 0,04 (alt: 0,13) Euro (bereinigt)) und für 2022e (u.a. EpS: 1,30 (alt: 1,39) Euro (berichtet und bereinigt)) reduziert. In Erwartung eines negativen Gesamtertrags (12 Monate) votieren wir für die Amadeus IT-Aktie weiterhin mit Verkaufen.

Markus Jost (Analyst)

## SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> <li>- hohe Sichtbarkeit der Erlöse. Rund 90% vom Umsatz sind u.a. auf Grund der 3-5 Jahresverträge im GDS-Geschäft ein Jahr im Voraus planbar</li> <li>- hohe und stabile Cashflows</li> <li>- Marktführer bei Global Distribution Services</li> <li>- breite regionale Diversifikation bzw. Amadeus ist im Vergleich zu einigen Wettbewerbern in wachstumsstarken Regionen vertreten</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- konjunkturabhängig</li> <li>- (noch) hohe Abhängigkeit von den Airlines</li> <li>- hohe Wechselkursabhängigkeit</li> <li>- wettbewerbsintensives Marktumfeld</li> </ul>
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> <li>- überdurchschnittliches Wachstumspotenzial in den Schwellenländern, da hier die Touristikbranche bzw. Flugreisen bislang eine untergeordnete Rolle spielen</li> <li>- Ausgaben für Reisen bzw. der Flugverkehr wachsen im Vergleich zur weltweiten Konjunktur überdurchschnittlich</li> <li>- stetiger Ausbau des Angebots und Erweiterung des potenziellen Marktes im Reise- und Touristikbereich (bspw. IT für Hotels, Flughäfen, Bahnreisen, Kreuzfahrten usw.), was auch die Abhängigkeit von den Airlines reduziert</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- negative Auswirkungen des Coronavirus</li> <li>- geopolitische Risiken beeinflussen Buchungsverhalten teilweise massiv</li> <li>- große Airlines wie z.B. Lufthansa bieten Flugbuchungen zunehmend selbst, um die Gebühren an die GDS-Anbieter wie Amadeus IT zu sparen</li> <li>- möglicher Preisdruck bei den GDS-Gebühren, wenn Billigflieger zunehmend ihre Flüge über die GDS-Systeme vertreiben anstatt wie bislang direkt über ihre eigenen Kanäle</li> <li>- Fusionen von Airlines oder Reiseanbietern wirken sich negativ auf die Markt- bzw. Preissetzungsmacht von Amadeus IT aus</li> <li>- regulatorische Risiken (bspw. Prüfung der EU-Kommission der Vereinbarungen von Amadeus IT mit Airlines und Reisebüros)</li> </ul>

Quelle: NATIONAL-BANK AG

## AstraZeneca

Halten (Halten)

<b>Kurs am 15.11.21 um 17:35h</b>	8.968,00 GBp
<b>Erstellung abgeschlossen</b>	16.11.2021/ 11:45h
<b>Erstmals weitergegeben</b>	16.11.2021/ 13:15h
<b>Kursziel</b>	9.200,00 GBp
<b>Marktkapitalisierung</b>	117,61Mrd. GBP
<b>Branche</b>	Gesundheit
<b>Land</b>	Großbritannien
<b>WKN</b>	886455
<b>Reuters</b>	AZN.L

Kennzahlen	12/20	12/21e	12/22e
Ergebnis je Aktie (USD)	2,44	1,46	4,71
Kurs/Gewinn	42,4	82,4	25,5
Dividende je Aktie (USD)	2,80	2,80	2,80
Div.-Rendite	2,7%	2,3%	2,3%
Kurs/Umsatz	5,9	4,5	3,7
Kurs/Op. Ergebnis	30,6	40,0	14,7
Kurs/Cashflow	17,3	26,9	15,8
Kurs/Buchwert	8,7	12,7	10,4



Performance	3 M	6 M	12 M
Absolut	5,8%	14,0%	5,0%
Relat. z. Stoxx Europe 50	2,0%	4,1%	-17,9%

**Erstempfehlung** 19.03.2014

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

## Anlass

Zahlen für das dritte Quartal 2021

## Einschätzung

Das Zahlenwerk für das dritte Quartal (Q3) 2021 lag umsatzseitig moderat über, aber ergebnisseitig deutlich unter den Erwartungen. Die Aktie reagierte mit einem Kursabschlag (12.11.: -7%). Die Erlösentwicklung profitierte von höheren Umsätzen bei Medikamenten der Bereiche Onkologie, Herz-Kreislauf-, Nieren- und Stoffwechselkrankheiten sowie COVID-19-Impfstoff und dem Medikamentenportfolio von Alexion. Das bereinigte EBIT legte infolge überproportional gestiegener Herstellkosten unterproportional zu. Auf berichteter Basis wurde die Ergebnisentwicklung von mehr als verdoppelten Herstellkosten sowie von deutlich höheren Abschreibungen und Wertberichtigungen, im Zusammenhang mit der Alexion-Übernahme, belastet. Der Ausblick für 2021 wurde unter Berücksichtigung der Erlösbeiträge des COVID-19-Impfstoffs umsatzseitig angehoben, aber ergebnisseitig lediglich bestätigt. Wir haben unsere Ergebnisprognosen für die Geschäftsjahre 2021e (u.a. berichtetes EpS: 1,46 (alt: 3,68) USD; bereinigtes EpS: 5,16 (alt: 5,22) USD) sowie 2022e (u.a. berichtetes EpS: 4,71 (alt: 4,42) USD; bereinigtes EpS: 6,24 (alt: 5,95) USD) angepasst. In Erwartung eines positiven Gesamtertrags (12 Monate) von <10% lautet unser Votum für die AstraZeneca-Aktie weiterhin Halten (Kursziel: 9.200,00 (alt: 8.700,00) GBp (Discounted-Cashflow-Modell; Prognoseanpassung 2021ff, niedrigeres Beta)).

Tobias Gottschalt (Analyst)

## SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"><li>- gute regionale Diversifikation</li><li>- Engagement im attraktiven Onkologie-Bereich</li><li>- Kompetenz bei Immuntherapien</li><li>- vielversprechende Pipeline</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>- Umsatzrückgänge nach Patentabläufen bei wichtigen Blockbustern</li><li>- Vergleichsweise hohe Verschuldung</li><li>- Abhängigkeit von Wechselkurseffekten</li></ul>
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"><li>- Entwicklung innovativer Therapien</li><li>- Zulassungserfolge</li><li>- Umstrukturierung und Fokussierung</li><li>- Kooperation im Bereich Onkologie (Daiichi Sankyo)</li><li>- Alexion-Übernahme</li><li>- Postpandemische Erholung im Pharmasektor</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>- wachsender Wettbewerb durch Generika</li><li>- steigender Kostendruck in den Gesundheitssystemen</li><li>- Forschungsfehlschläge</li><li>- Unsicherheiten nach Brexit</li></ul>

Quelle: NATIONAL-BANK AG

## Bilfinger

**Kaufen** (Kaufen)

<b>Kurs am 15.11.21 um 17:35h</b>	31,32 EUR
<b>Erstellung abgeschlossen</b>	16.11.2021/ 11:45h
<b>Erstmals weitergegeben</b>	16.11.2021/ 13:15h
<b>Kursziel</b>	36,00 EUR
<b>Marktkapitalisierung</b>	1,28 Mrd. EUR
<b>Branche</b>	Industrie
<b>Land</b>	Deutschland
<b>WKN</b>	590900
<b>Reuters</b>	GBFG.DE

<b>Kennzahlen</b>	<b>12/20</b>	<b>12/21e</b>	<b>12/22e</b>
Ergebnis je Aktie (EUR)	2,47	1,62	2,34
Kurs/Gewinn	8,3	19,3	13,4
Dividende je Aktie (EUR)	1,88	4,75	1,00
Div.-Rendite	9,2%	15,2%	3,2%
Kurs/Umsatz	0,2	0,3	0,3
Kurs/Op. Ergebnis	neg.	12,1	8,7
Kurs/Cashflow	6,8	2,6	6,8
Kurs/Buchwert	0,7	1,1	1,2



<b>Performance</b>	<b>3 M</b>	<b>6 M</b>	<b>12 M</b>
Absolut	9,8%	13,9%	41,5%
Relativ z. SDAX	7,8%	4,0%	13,5%

**Erstempfehlung** 25.03.2014

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

14.05.2021 Von Halten auf Kaufen

## Anlass

Zahlen für das dritte Quartal 2021

## Einschätzung

Das bereinigte operative Ergebnis verbesserte sich signifikant im dritten Quartal (Q3) 2021 und lag deutlich über unseren Erwartungen sowie denen des Marktes. Dies ist vor allem auf einen positiven Sondereffekt (Veräußerungsgewinne aus dem Verkauf von Grundstücken) zurückzuführen. Bilfinger profitierte jedoch auch von den umgesetzten Kostensenkungsmaßnahmen sowie der Erholung im operativen Geschäft. Der Auftragseingang (+29% y/y) legte zwar deutlich zu, schwächte sich ggü. dem Vorquartal jedoch ab. Der Ausblick für das laufende Geschäftsjahr wurde margenseitig leicht angehoben (bereinigte EBITA-Marge von „leicht über“ (bisher: „rund“) 3%). Wir gehen für 2022 von einer anhaltenden Erholung des operativen Geschäfts aus. Darüber hinaus dürften u.E. das geplante Aktienrückkaufprogramm sowie die in Aussicht gestellte Sonderdividende den Kurs der Bilfinger-Aktie stützen. Wir haben unsere Ergebnisprognosen für die Geschäftsjahre 2021e (u.a. berichtetes EpS: 1,62 (alt: 1,12) Euro) und 2022e (u.a. berichtetes EpS: 2,34 (alt: 1,92) Euro) angehoben. Auf Basis unseres Discounted-Cashflow-Modells (u.a. Anhebung der Prognosen) haben wir ein neues Kursziel von 36,00 (alt: 35,00) Euro für die Bilfinger-Aktie ermittelt. In Erwartung eines Gesamtertrags von >10% (12 Monate) votieren wir weiterhin mit Kaufen.

Markus Armer (Analyst)

## SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"><li>- führende Marktpositionen</li><li>- Sperrminorität von Cevian (hohes Interesse an der Schaffung von Shareholder Value)</li><li>- solide Bilanz</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>- hohe Abhängigkeit vom Energiesektor</li><li>- fehlende Präsenz in Entwicklungs- und Schwellenländern</li><li>- kein Investmentgrade-Rating</li></ul>
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"><li>- erfolgreiche Umsetzung des Strategieprogramms 2024 (deutliche Steigerung der Profitabilität)</li><li>- steigende Energiepreise (erhöhte Investitionstätigkeit der Kundenindustrien)</li><li>- alternder Anlagenpark (steigender Wartungs-/ Modernisierungsbedarf)</li><li>- Akquisitionen</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>- dauerhaft niedrige Energiepreise (geringe Investitionstätigkeit der Kundenindustrien)</li><li>- Sonderbelastungen (u.a. Wertberichtigungen und Restrukturierungskosten)</li><li>- Verfehlen der Mittelfristziele</li></ul>

Quelle: NATIONAL-BANK AG

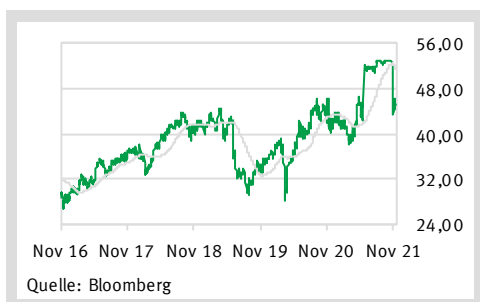


## Deutsche Wohnen

Halten (Halten)

<b>Kurs am 15.11.21 um 17:36h</b>	45,32 EUR
<b>Erstellung abgeschlossen</b>	16.11.2021/ 11:45h
<b>Erstmals weitergegeben</b>	16.11.2021/ 13:15h
<b>Kursziel</b>	47,00 EUR
<b>Marktkapitalisierung</b>	18,14 Mrd. EUR
<b>Branche</b>	Immobilien
<b>Land</b>	Deutschland
<b>WKN</b>	A0HN5C
<b>Reuters</b>	DWNG.DE

Kennzahlen	12/20	12/21e	12/22e
Ergebnis je Aktie (EUR)	4,32	4,09	3,14
Kurs/Gewinn	10,1	11,1	14,5
Dividende je Aktie (EUR)	1,03	1,03	1,06
Div.-Rendite	2,4%	2,3%	2,3%
Kurs/Umsatz	6,4	7,5	8,0
NAV je Aktie	52,80	48,41	50,48
FFO I je Aktie	1,56	1,37	1,43
Kurs/Buchwert	1,3	1,2	1,1



Performance	3 M	6 M	12 M
Absolut	-14,4%	4,9%	11,1%
Relativ z. Prime All Share	-15,9%	-1,5%	-11,0%

**Erstempfehlung** 16.06.2020

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

## Anlass

Zahlen für das dritte Quartal 2021

## Einschätzung

Das Zahlenwerk des dritten Quartals (Q3) 2020 fiel gemischt aus. Während das EBITDA unter den Erwartungen lag, übertraf das EBIT die Erwartungen deutlich, was auf eine Fair-Value-Anpassung zurückzuführen war. Die Bilanzkennzahlen (per 30.09.2021) lagen aus unserer Sicht auf einem soliden bis komfortablen Niveau. Im Rahmen des Quartalsberichts hat das Unternehmen die Guidance für das laufende Geschäftsjahr bestätigt. Mit Abschluss der zweiten Annahmefrist am 21.10. war Vonovia im Besitz von 87,6% der Anteile an Deutsche Wohnen. Insgesamt zeigt das Unternehmen eine nachhaltig positive Geschäftsentwicklung. Wir werten den Verkauf eines Teils der Bestände in Berlin positiv, da sich so das Klumpenrisiko in der Hauptstadt etwas verringert. Wir passen unsere Prognosen (EpS 2021e: 4,09 (alt: 3,66) Euro; DpS 2021e: unverändert 1,03 Euro; EpS 2022e: 3,14 (alt: 3,49) Euro; DpS 2022e: unverändert 1,06 Euro) teilweise an. Bei einem von uns erwarteten positiven Gesamtertrag (12 Monate) von <10% lautet unser Votum für die Deutsche Wohnen-Aktie weiterhin Halten (Kursziel: 47,00 (alt: 53,00) Euro (mod. Gordon-Growth-Modell (alt: Übernahmeangebot durch Vonovia))).

Jan Lennertz (Analyst)

## SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"><li>- positiver Trend bei Vertragsmieten</li><li>- solide Bilanz (u.a. LTV)</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>- Abhängigkeit vom deutschen, vor allem Berliner, Wohnimmobilienmarkt</li><li>- abnehmende Dynamik beim Mietwachstum in den Großstädten</li><li>- Verwässerung durch Kapitalerhöhungen</li></ul>
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"><li>- niedriges Zinsniveau (günstige Refinanzierung)</li><li>- Potential durch Mietanhebungen</li><li>- Ausweitung des Portfolios in anderen Regionen</li><li>- hohe Attraktivität von Wohnimmobilien</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>- ansteigendes Zinsniveau (Verteuerung der Finanzierung)</li><li>- Eintrübung der Konjunktur mit negativen Implikationen für künftige Mietanpassungen</li><li>- Änderungen hinsichtlich der Erhebung des Mietspiegels</li><li>- Bundesweite Mietpreisbegrenzung nach der Bundestagswahl 2021</li></ul>

Quelle: NATIONAL-BANK AG

## Nordex

Halten (Halten)

<b>Kurs am 15.11.21 um 17:35h</b>	14,80 EUR
<b>Erstellung abgeschlossen</b>	16.11.2021/ 11:45h
<b>Erstmals weitergegeben</b>	16.11.2021/ 13:15h
<b>Kursziel</b>	14,90 EUR
<b>Marktkapitalisierung</b>	2,37 Mrd. EUR
<b>Branche</b>	Energie
<b>Land</b>	Deutschland
<b>WKN</b>	A0D655
<b>Reuters</b>	NDXG.DE

Kennzahlen	12/20	12/21e	12/22e
Ergebnis je Aktie (EUR)	-1,21	-1,26	0,19
Kurs/Gewinn	neg.	neg.	75,9
Dividende je Aktie (EUR)	0,00	0,00	0,00
Div.-Rendite	0,0%	0,0%	0,0%
Kurs/Umsatz	0,3	0,5	0,5
Kurs/Op. Ergebnis	neg.	neg.	48,3
Kurs/Cashflow	neg.	neg.	11,4
Kurs/Buchwert	1,6	1,7	1,9



Performance	3 M	6 M	12 M
Absolut	-4%	-17%	-11%
Relativ z. SDAX	-6%	-27%	-39%

**Erstempfehlung** 25.03.2014

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

## Anlass

Zahlen für das dritte Quartal 2021

## Einschätzung

Der Bericht für das dritte Quartal (Q3) 2021 bestätigte die Eckdaten (u.a. Umsatz, EBITDA, fester Auftragsbestand für Projekte) von Anfang November. Das erstmals veröffentlichte EpS blieb deutlich hinter unserer Prognose (wegen Finanzergebnis) zurück. Die Bilanz- und Verschuldungskennzahlen (per 30.09.2021) haben sich im Quartalsverlauf v.a. durch die Mitte Juli abgeschlossene Bar-/Sachkapitalerhöhung (586 Mio. Euro) deutlich verbessert. Der feste Auftragsbestand für Projekte (per 30.09.2021) hat sich zwar im Quartalsverlauf moderat erholt, er liegt aber auf dem zweitniedrigsten Niveau seit Ende Q1 2019. Der Anfang November angepasste Umsatz- und Margenausblick für das Geschäftsjahr 2021 wurde wiederholt. Er impliziert für Q4 einen EBITDA-Verlust. Das ebenfalls Anfang November verschobene strategische Margenziel (EBITDA-Marge: 8%; von 2022 auf mittelfristig) wurde ebenfalls wiederholt. Die generellen Trends in der Energiewelt (Dekarbonisierung, Elektrifizierung) sind positiv für Nordex. In der Vergangenheit konnte das Unternehmen dies aber nicht in nachhaltige Ergebnissteigerungen ummünzen. In Erwartung eines positiven Gesamtertrags (12 Monate) von <10% lautet unser Votum für die Nordex-Aktie weiterhin Halten (Kursziel: unverändert 14,90 Euro (Discounted-Cashflow-Modell; Prognoseanpassung (u.a. EpS 2021e: -1,26 (alt: -0,84) Euro; EpS 2022e: +0,19 (alt: +0,17) Euro))).

Sven Diermeier (Senior Analyst)

## SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> <li>- hohes technologisches Know-how, Innovationskraft</li> <li>- breite regionale und produktseitige Aufstellung</li> <li>- Ankeraktionär Acciona</li> <li>- relativ hoher Auftragsbestand</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- hohe Investitionen in Produktinnovationen</li> <li>- von Quartal zu Quartal volatile Geschäftsentwicklung</li> <li>- hoher Goodwill in der Bilanz (Goodwill zu Eigenkapital per 30.09.2020: 45%)</li> <li>- keine Dividendenausschüttung auf absehbare Zeit</li> <li>- Historie von Gewinnwarnungen</li> </ul>
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Dekarbonisierung, Elektrifizierung, Repowering</li> <li>- Produktinnovationen (Senkung der Stromgestehungskosten; Abmilderung des Preisdrucks)</li> <li>- Effizienzsteigerungen</li> <li>- Anstieg der Preise für Strom (Großhandelsebene) sowie für fossile Energieträger und CO2-Emissionszertifikate</li> <li>- Branchenkonsolidierung</li> <li>- „grüne“ EU-Konjunkturprogramme</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- die Nachfrage nach Windenergieanlagen ist subventionsgetrieben (hohe Abhängigkeit von staatlichen Förderprogrammen)</li> <li>- Fehlinvestitionen/-innovationen, Verpassen technologischer Trends</li> <li>- Projektverzögerungen können die Rentabilität deutlich belasten</li> <li>- Großteil der Komponenten wird extern beschafft (Lieferverzögerungen, Preisanstieg, Qualitätsprobleme)</li> <li>- dauerhaft niedrige Preise für Strom (Großhandelsebene) sowie für fossile Energieträger und CO2-Emissionszertifikate</li> <li>- steigende Zinsen (höhere Finanzierungskosten für die Kunden)</li> </ul>

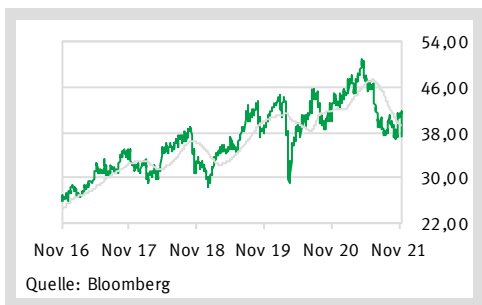
Quelle: NATIONAL-BANK AG

## Philips

Halten (Halten)

<b>Kurs am 15. 11. 21 um 17:39h</b>	37,29 EUR
<b>Erstellung abgeschlossen</b>	16.11.2021/ 11:45h
<b>Erstmals weitergegeben</b>	16.11.2021/ 13:15h
<b>Kursziel</b>	39,00 EUR
<b>Marktkapitalisierung</b>	33,91Mrd. EUR
<b>Branche</b>	Gesundheit
<b>Land</b>	Niederlande
<b>WKN</b>	940602
<b>Reuters</b>	PHG.AS

Kennzahlen	12/20	12/21e	12/22e
Ergebnis je Aktie (EUR)	1,31	3,92	1,68
Kurs/Gewinn	31,3	9,5	22,2
Dividende je Aktie (EUR)	0,85	0,90	0,95
Div.-Rendite	2,1%	2,4%	2,5%
Kurs/Umsatz	1,9	1,9	1,9
Kurs/Op. Ergebnis	24,1	30,2	17,4
Kurs/Cashflow	13,4	16,3	15,2
Kurs/Buchwert	3,1	2,8	2,7



Performance	3M	6M	12M
Absolut	-0,5%	-19,4%	-16,7%
Relativ z. Euro Stoxx 50	-4,8%	-28,6%	-43,2%

**Erstempfehlung** 17.04.2014

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

## Anlass

Sicherheitsbeanstandungen durch die FDA

## Einschätzung

Im Rahmen der seit Juni 2021 laufenden Rückrufaktion für fehlerhaft produzierte Beatmungsgeräte in den USA hat die FDA eine Inspektion an der Produktionsstätte durchgeführt, um die Fertigungsqualitäten zu bewerten. Laut Angaben der Behörde hat der silikonbasierte Schaum, der für die Beatmungsgeräte verwendet wird, einen Sicherheitstest nicht bestanden. Die Aktie reagierte mit einem Kursabschlag (15.11.: -11%). Hingegen haben Tests von Philips für bereits in den USA zugelassene Geräte akzeptable Ergebnisse vorgewiesen. Da im Rahmen des Austausch- und Reparaturprogramms einige Patienten bereits Geräte mit silikonbasiertem Schaumstoff erhalten haben, hat die FDA Philips dazu aufgefordert, ein unabhängiges Labor mit der Durchführung zusätzlicher Tests zu beauftragen, um festzustellen, ob und welche potenziellen Sicherheitsrisiken der Schaum auf Silikonbasis für die Patienten birgt. Ursprünglich wurde die Rückrufaktion im Juni 2021 gestartet, weil bei den Beatmungsgeräten die Gefahr bestand, dass sich der verarbeitete Schalldämmschaum in einzelne Partikel zersetzen und von Benutzern eingeatmet oder verschluckt werden kann. Dies kann bei betroffenen Personen eine toxische oder krebserregende Wirkung entfalten. Das Unternehmen hat infolge der anfallenden Reparaturkosten bisher Rückstellungen in Höhe von 500 Mio. Euro gebildet. Neben den bestehenden Qualitätsproblemen bei Beatmungsgeräten stellen die Sicherheitsbeanstandungen der FDA u.E. einen zusätzlichen Unsicherheits- bzw. Risikofaktor dar, der höhere Rückstellungen nach sich ziehen kann. Unsere Prognosen haben vorerst Bestand. In Erwartung eines positiven Gesamtertrags (12 Monate) von <10% lautet unser Votum für die Philips-Aktie weiterhin Halten (Kursziel: unverändert 39,00 Euro (Discounted-Cashflow-Modell)).

Tobias Gottschalt (Analyst)

**RWE**

Halten (Halten)

<b>Kurs am 15.11.21 um 17:35h</b>	33,23 EUR
<b>Erstellung abgeschlossen</b>	16.11.2021/ 11:45h
<b>Erstmals weitergegeben</b>	16.11.2021/ 13:15h
<b>Kursziel</b>	35,00 EUR
<b>Marktkapitalisierung</b>	22,47 Mrd. EUR
<b>Branche</b>	Versorger
<b>Land</b>	Deutschland
<b>WKN</b>	703712
<b>Reuters</b>	RWEG.DE

<b>Kennzahlen</b>	<b>12/20</b>	<b>12/21e</b>	<b>12/22e</b>
Ergebnis je Aktie (EUR)	1,56	4,60	1,85
Kurs/Gewinn	19,8	7,2	18,0
Dividende je Aktie (EUR)	0,85	0,90	0,90
Div.-Rendite	2,8%	2,7%	2,7%
Kurs/Umsatz	1,4	1,5	1,5
Kurs/Op. Ergebnis	11,1	12,2	12,1
Kurs/Cashflow	4,8	5,3	7,9
Kurs/Buchwert	1,1	1,1	1,1



<b>Performance</b>	<b>3 M</b>	<b>6 M</b>	<b>12 M</b>
Absolut	5,0%	3,6%	-3,4%
Relativ z. DAX40	3,7%	-0,8%	-23,4%

**Erstempfehlung** 18.12.2008**Historie der Umstufungen (12 Monate):****Anlass**

Zahlen für das dritte Quartal 2021 / Kapitalmarkttag

**Einschätzung**

Das bereinigte/operative Zahlenwerk für das dritte Quartal (Q3) 2021 lag über unseren Erwartungen. Der Ausblick für das Geschäftsjahr 2021 (inkl. Dividendenindikation: 0,90 Euro je Aktie) wurde erneut wiederholt. Hier liegt RWE u.E. voll auf Kurs. Die Guidance für das kommende Geschäftsjahr wurde erhöht und impliziert tendenziell (aber nicht zwangsläufig) Ergebnisanstiege (y/y). Der Kapitalmarkttag hat mehr Visibilität hinsichtlich der zukünftige Unternehmensentwicklung (bis 2030; beschleunigter Kapazitätsausbau) gebracht. Er liegt ergebnisseitig, aber auch hinsichtlich der (Netto-)Investitionen, über unseren bisherigen Erwartungen. Allerdings wird sich gemäß der Unternehmenszielsetzung deutliches Ergebniswachstum (EBITDA, EBIT) erst nach 2023 (Guidance 2023e auf jeden Fall bzw. tendenziell < Guidance 2021e/2022e) einstellen (aber selbst Guidance für bereinigtes Nettoergebnis 2027e entspricht etwa Guidance 2021e/2022e). Wir haben unsere Prognosen mehrheitlich angepasst (u.a. bereinigtes EpS 2021e: 1,97 (alt: 1,87) Euro; berichtetes EpS 2021e: 4,60 (alt: 2,70) Euro; DpS 2021e: unverändert 0,90 Euro; bereinigtes/berichtetes EpS 2022e: 1,85 (alt: 1,74) Euro; DpS 2022e: 0,90 (alt: 0,95) Euro). RWE wird kapazitätsseitig (Erneuerbare Energien) nach wie vor deutlichen Rückstand auf Iberdrola und Enel aufweisen. Die Dividendenrendite der RWE-Aktie (2021e/2022e: 2,7%) ist im Branchenvergleich (Stoxx Europe 600 Versorger 2021e: 4,2%; 2022e: 4,5%) unterdurchschnittlich. In Erwartung eines positiven Gesamtertrags (12 Monate) von unter 10% lautet unser Votum für die RWE-Aktie nach wie vor Halten (Kursziel: 35,00 (alt: 34,00) Euro (Discounted-Cashflow-Modell)).

Sven Diermeier (Senior Analyst)

## Highlights

- Während der Ausblick für das Geschäftsjahr 2021 erneut wiederholt wurde, hat RWE die Guidance für das kommende Geschäftsjahr erhöht.
- Die erstmals veröffentlichten Ziele für 2023 implizieren tendenziell einen Ergebnismrückgang gegenüber 2022e.
- Die Dividendenindikation für 2021 lautet nach wie vor 0,90 Euro je Aktie.

## Geschäftsentwicklung

Das bereinigte EBITDA kletterte im dritten Quartal (Q3) 2021 deutlich um 51% auf 646 (Vj.: 428; unsere Prognose: 575; Marktkonsens: 584) Mio. Euro (Kerngeschäft: +32% y/y). Das bereinigte Nettoergebnis (rückläufige Abschreibungen, verbessertes Finanzergebnis, niedrigere Steuerquote) verbesserte sich deutlich auf +156 (Vj.: -22; unsere Prognose: +75; Marktkonsens: +102) Mio. Euro. Auf berichteter Basis legte das Nettoergebnis signifikant um 145% auf 1.376 (Vj.: 562) Mio. Euro zu. Verantwortlich hierfür waren neben der bereinigten Entwicklung deutlich höhere Sondereffekte (neutrales Ergebnis (=nicht-operatives Ergebnis)).

RWE	Bereinigtes EBITDA (in Mio. EUR)		Veränderung	
	Q3 2020	Q3 2021	gg. Vj. (in Mio. EUR)	gg. Vj.
Offshore Wind	153	197	44	29%
Onshore Wind/Solar	74	78	4	5%
Wasser/Biomasse/Gas	58	133	75	>100%
Energiehandel	77	84	7	9%
Sonstige, Konsolidierung	-5	-21	-16	-
<b>Kerngeschäft</b>	<b>357</b>	<b>471</b>	<b>114</b>	<b>32%</b>
Kohle/Kernenergie	71	175	104	>100%
<b>Konzern</b>	<b>428</b>	<b>646</b>	<b>218</b>	<b>51%</b>

Quelle: RWE, NATIONAL-BANK AG

In den ersten neun Monaten (9M) 2021 kletterte das bereinigte Konzern-EBITDA um 6% (aber Kerngeschäft: -11%) auf 2.397 (Vj.: 2.261) Mio. Euro. Ausschlaggebend für den Ergebnisanstieg auf Konzernebene war das Nicht-Kerngeschäft (Bereich Kohle/Kernenergie; bereinigtes EBITDA: +339 Mio. Euro y/y), das von höheren Strompreisen profitierte. Daneben profitierte RWE von einem starken Energiehandelsgeschäft (bereinigtes EBITDA: +210 Mio. Euro y/y). Dem stand der Ergebnismrückgang im Bereich Onshore Wind/Solar (bereinigtes EBITDA: -337 Mio. Euro y/y) gegenüber. Hier hatte das Extremwetter in Texas in Q1 2021 belastet (rund -400 Mio. Euro y/y). Das bereinigte Nettoergebnis stieg überproportional (im Vergleich zum bereinigten EBITDA) um 29% auf 1.026 (Vj.: 794) Mio. Euro. Verantwortlich hierfür waren rückläufige Abschreibungen sowie ein deutlich verbessertes Finanzergebnis. Auf berichteter Basis kletterte das Nettoergebnis wegen höherer Sondereffekte sogar um 76% auf 2.808 (Vj.: 1.597) Mio. Euro.

Der freie Cashflow zeigte sich in 9M 2021 u.a. wegen der Ergebnisentwicklung (auf berichteter Basis) verbessert und war deutlich positiv (+1,21 (Vj.: +0,42) Mrd. Euro). Die Kennzahl wirtschaftliche Nettoverschuldung zu bereinigtem EBITDA hat sich im Quartalsverlauf deutlich verschlechtert und belief sich per Ende September 2021 auf 0,8 (30.06.2021: 0,3; 31.12.2020: 1,3; 31.12.2019 (pro forma): 2,3; 31.12.2019: 3,0; 31.12.2018: 2,9). RWE verfügt bei Moody's über ein niedriges Investmentgrade-Rating („Baa2“) mit „stabilem“ Ausblick (Ziel: „Baa2“).

RWE	Bereinigtes EBITDA (in Mio. EUR)		Veränderung	Veränderung
	9M 2020	9M 2021	gg. Vj. (in Mio. EUR)	gg. Vj.
Offshore Wind	738	656	-82	-11%
Onshore Wind/Solar	373	36	-337	-90%
Wasser/Biomasse/Gas	382	430	48	13%
Energiehandel	399	609	210	53%
Sonstige, Konsolidierung	-12	-54	-42	-
Kerngeschäft	1.880	1.677	-203	-11%
Kohle/Kernenergie	381	720	339	89%
Konzern	2.261	2.397	136	6%

Quelle: RWE, NATIONAL-BANK AG

## Perspektiven

Im Rahmen des jüngsten Kapitalmarkttag (am 15.11.) hat RWE die Strategie bis 2030 präsentiert. Demnach soll der Kapazitätsausbau im Bereich Alternative Energien von 1,5 Gigawatt (GW) p.a. auf 2,5 GW p.a. erhöht werden. Hierfür sollen im Zeitraum 2021 bis 2030 brutto 50 Mrd. Euro (5 Mrd. Euro p.a.; netto 3 Mrd. Euro p.a.) in das Kerngeschäft (Offshore- und Onshore-Windkraft, Solar, Speicher, flexible Backup-Kapazitäten und Wasserstoff) investiert werden. Gemäß den Unternehmensplanungen erweitert der Konzern damit sein Portfolio in Europa, Nordamerika und Asien/Pazifik um 25 GW auf 50 GW. In diesen Zusammenhang wurde die Guidance für das Geschäftsjahr 2022 erhöht. Demnach visiert der Energieversorger nun ein bereinigtes EBITDA von 3,30 bis 3,60 (bisher: 3,10 bis 3,40) Mrd. Euro, ein bereinigtes EBIT von 1,70 bis 2,00 (bisher: 1,50 bis 1,80) Mrd. Euro sowie ein bereinigtes Nettoergebnis von 1,10 bis 1,40 (bisher: 1,05 bis 1,35) Mrd. Euro an. Erstmals wurden Ziele für 2023 (bereinigtes EBITDA: 2,90 bis 3,30 Mrd. Euro; bereinigtes EBIT: 1,30 bis 1,70 Mrd. Euro; bereinigtes Nettoergebnis: 700 bis 1.100 Mio. Euro) sowie 2027 (bereinigtes EBITDA: 3,80 bis 4,20 Mrd. Euro; bereinigtes EBIT: 1,70 bis 2,10 Mrd. Euro; bereinigtes Nettoergebnis: 1,00 bis 1,40 Mrd. Euro) bekannt gegeben. Im Kerngeschäft soll das bereinigte EBITDA in 2030 rund 5 (2027e: 3,70 bis 4,10; 2023e: 2,80 bis 3,20; 2022e: 2,75 bis 3,05; 2021e: 2,15 bis 2,55; 2020: 2,73) Mrd. Euro erreichen. Für die kommenden Jahre hat RWE für die Dividende eine Untergrenze von 0,90 Euro je Aktie festgelegt. Langfristig soll die Ausschüttungsquote 50% bis 60 % bezogen auf den bereinigten Nettogewinn betragen.

Im Rahmen des Q3-Berichts (am 11.11.) hat RWE den Ausblick für das Geschäftsjahr 2021 erneut wiederholt. Demnach stellt der Stromkonzern ein bereinigtes EBITDA von 3,0 bis 3,4 (Gj. 2020 revidiert: 3,29; Gj. 2020 wie berichtet: 3,24; Gj. 2019: 2,49; Gj. 2019 pro forma: 3,02) Mrd. Euro, ein bereinigtes EBIT von 1,5 bis 1,9 (Gj. 2020 revidiert: 1,82; Gj. 2020 wie berichtet: 1,77; Gj. 2019: 1,26; Gj. 2019 pro forma: 1,53) Mrd. Euro sowie ein bereinigtes Nettoergebnis von 1,05 bis 1,4 (Gj. 2020 revidiert: 1,26; Gj. 2020 wie berichtet: 1,21) Mrd. Euro in Aussicht. Die Dividendenindikation lautet weiterhin auf 0,90 Euro je Aktie.

Unsere Prognosen für die Geschäftsjahre 2021e (u.a. bereinigtes EpS: 1,97 (alt: 1,87) Euro; berichtetes EpS: 4,60 (alt: 2,70) Euro; Dividende je Aktie: unverändert 0,90 Euro) und 2022e (u.a. bereinigtes/berichtetes EpS: 1,85 (alt: 1,74) Euro; Dividende je Aktie: 0,90 (alt: 0,95) Euro) haben wir mehrheitlich angepasst. Auf Basis unseres Discounted-Cashflow-Modells (Prognoseanpassung) haben wir ein neues Kursziel von 35,00 (alt: 34,00) Euro für die RWE-Aktie ermittelt. Zusammen mit unserer Dividendenerwartung (12 Monate: 0,90 Euro je Aktie) ergibt sich damit ein positiver Gesamtertrag (12 Monate) von <10%. Daher lautet unser Votum für die RWE-Aktie weiterhin Halten.



**SWOT-Analyse**

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> <li>- einer der größten Ökostromproduzenten der Welt</li> <li>- starke Marktstellung in Deutschland (an der Grenze zur marktbeherrschenden Stellung bei konventioneller Stromerzeugung)</li> <li>- unterdurchschnittlich konjunktursensitives Geschäftsmodell</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Kernkraftwerke spätestens ab 2022e cash-negativ</li> <li>- unterdurchschnittliche Dividendenrendite im Branchenvergleich</li> <li>- erst nach 2023 sichtbares Gewinnwachstum</li> </ul>
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> <li>- zunehmende Elektrifizierung (Anstieg der Energiepreise)</li> <li>- stärkere Integration des Kraftwerksparks</li> <li>- beschleunigte Dekarbonisierung der (Energie-)Wirtschaft / „grüne“ Konjunkturpakete</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Geschäftsentwicklung ist teilweise stark abhängig von der Witterung</li> <li>- Energiehandel ist stark von Preisentwicklung abhängig / Fehl-Hedging</li> <li>- eine veränderte Regulierung kann erheblichen Einfluss auf die Profitabilität haben (u.a. Kohleausstieg ohne adäquate Entschädigung)</li> <li>- steigende Marktzinsen (Attraktivität der Dividendenrendite sinkt)</li> </ul>

Quelle: NATIONAL-BANK AG

**RWE: Gewinn- und Verlustrechnung**

in Mio. EUR (außer Ergebnis je Aktie und Dividende je Aktie)	2018	2019	2020	2021e	2022e
Umsatz	13.406	13.125	13.688	14.817	14.873
Rohertrag/Bruttoergebnis	3.408	4.047	3.874	3.867	4.194
EBITDA	1.538	2.489	3.235	3.275	3.450
Abschreibungen	-919	-1.222	-1.464	-1.433	-1.599
EBIT	619	1.267	1.771	1.842	1.851
Finanzergebnis	-570	-2.019	-575	2.035	-200
EBT	49	-752	1.196	3.877	1.651
Steuern	-103	92	-363	-702	-256
Ergebnis nach Steuern	-54	-660	833	3.175	1.395
Minderheitenanteile	-738	-658	-59	-62	-147
Nettoergebnis	335	8.498	995	3.113	1.248
Anzahl Aktien (Mio. St.)	615	615	637	676	676
Ergebnis je Aktie	0,54	13,82	1,56	4,60	1,85
Dividende je Aktie	0,70	0,80	0,85	0,90	0,90
in % vom Umsatz					
Umsatz	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Rohertrag/Bruttoergebnis	25,4%	30,8%	28,3%	26,1%	28,2%
EBITDA	11,5%	19,0%	23,6%	22,1%	23,2%
Abschreibungen	6,9%	9,3%	10,7%	9,7%	10,8%
EBIT	4,6%	9,7%	12,9%	12,4%	12,4%
EBT	0,4%	-5,7%	8,7%	26,2%	11,1%
Steuern	0,8%	-0,7%	2,7%	4,7%	1,7%
Ergebnis nach Steuern	-0,4%	-5,0%	6,1%	21,4%	9,4%
Nettoergebnis	2,5%	64,7%	7,3%	21,0%	8,4%

Quelle: RWE, NATIONAL-BANK AG

**RWE: Bilanz- und Kapitalflussdaten**

in Mio. EUR	2018	2019	2020	2021e	2022e
Bilanzsumme	80.108	64.009	61.668	64.466	65.158
Anlagevermögen	18.595	35.768	34.461	35.453	36.279
Geschäfts- und Firmenwert	1.718	2.549	2.603	2.603	2.603
Vorräte	1.631	1.585	1.632	1.767	1.773
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	1.963	3.621	3.007	3.255	3.267
Liquide Mittel	7.132	6.450	8.993	10.348	10.128
Eigenkapital	14.257	17.467	17.971	20.604	21.316
Verzinsliches Fremdkapital	2.764	5.613	5.198	5.254	5.310
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	2.429	2.987	2.387	2.584	2.594
Summe Fremdkapital	65.851	46.542	43.697	43.862	43.843
Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit	4.611	-977	4.125	4.266	2.832
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-2.999	474	-4.278	-2.425	-2.500
Free Cashflow	1.612	-503	-153	1.841	332
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	-1.559	189	1.769	-486	-553
Summe der Cashflows	53	-314	1.616	1.355	-220

Quelle: RWE, NATIONAL-BANK AG

**RWE: Wichtige Kennzahlen**

	2018	2019	2020	2021e	2022e
EV / Umsatz	0,5	1,1	1,2	1,1	1,1
EV / EBITDA	4,7	5,6	4,9	5,1	4,8
EV / EBIT	11,8	11,1	9,0	9,0	9,0
KGV	35,1	1,7	19,8	7,2	18,0
KBV	0,8	0,8	1,1	1,1	1,1
KCV	2,6	-15,2	4,8	5,3	7,9
KUV	0,9	1,1	1,4	1,5	1,5
Dividendenrendite	3,7%	3,3%	2,8%	2,7%	2,7%
Eigenkapitalrendite (ROE)	2,3%	48,7%	5,5%	15,1%	5,9%
ROCE	3,1%	3,3%	4,8%	4,9%	4,8%
ROI	0,4%	13,3%	1,6%	4,8%	1,9%
Eigenkapitalquote	17,8%	27,3%	29,1%	32,0%	32,7%
Anlagendeckungsgrad	76,7%	48,8%	52,1%	58,1%	58,8%
Anlagenintensität	23,2%	55,9%	55,9%	55,0%	55,7%
Vorräte / Umsatz	12,2%	12,1%	11,9%	11,9%	11,9%
Forderungen / Umsatz	14,6%	27,6%	22,0%	22,0%	22,0%
Working Capital-Quote	8,7%	16,9%	16,5%	16,5%	16,5%
Nettofinanzverschuldung (in Mio. EUR)	-4.368	-837	-3.795	-5.094	-4.818
Nettofinanzverschuldung / EBITDA	-2,8	-0,3	-1,2	-1,6	-1,4
Capex / Umsatz	7,8%	13,5%	16,7%	16,4%	16,3%
Capex / Abschreibungen	114,3%	144,6%	156,1%	169,2%	151,7%
Free Cashflow / Umsatz	12,0%	-3,8%	-1,1%	12,4%	2,2%
Free Cash Flow / Aktie (EUR)	2,62	-0,82	-0,24	2,72	0,49
Nettofinanzverschuldung / Aktie (EUR)	-7,11	-1,36	-5,95	-7,53	-7,12
Cash / Aktie (EUR)	11,60	10,49	14,11	15,30	14,98
Buchwert / Aktie (EUR)	23,19	28,41	28,20	30,47	31,52

Quelle: RWE, NATIONAL-BANK AG

## SMA Solar Technology

**Verkaufen** (Halten)

<b>Kurs am 15.11.21 um 17:35h</b>	47,80 EUR
<b>Erstellung abgeschlossen</b>	16.11.2021/ 11:45h
<b>Erstmals weitergegeben</b>	16.11.2021/ 13:15h
<b>Kursziel</b>	-
<b>Marktkapitalisierung</b>	1,66 Mrd. EUR
<b>Branche</b>	Energie
<b>Land</b>	Deutschland
<b>WKN</b>	A0DJ6J
<b>Reuters</b>	S92G.DE

Kennzahlen	12/20	12/21e	12/22e
Ergebnis je Aktie (EUR)	0,81	0,38	0,77
Kurs/Gewinn	42,7	126,3	62,2
Dividende je Aktie (EUR)	0,30	0,12	0,23
Div.-Rendite	0,9%	0,3%	0,5%
Kurs/Umsatz	1,2	1,7	1,5
Kurs/Op. Ergebnis	43,0	84,8	45,6
Kurs/Cashflow	neg.	88,9	39,1
Kurs/Buchwert	2,7	3,8	3,6



Performance	3 M	6 M	12 M
Absolut	13,9%	12,4%	2,4%
Relativ z. SDAX	11,9%	2,6%	-25,5%

**Erstempfehlung** 28.03.2014

### Historie der Umstufungen (12 Monate):

16.11.2021	Von Halten auf Verkaufen
13.08.2021	Von Kaufen auf Halten
25.03.2021	Von Halten auf Kaufen

## Anlass

Zahlen für das dritte Quartal 2021 / Herabstufung der Aktie

## Einschätzung

Das Zahlenwerk für das dritte Quartal (Q3) 2021 (Umsatz- und Ergebnismrückgänge) fiel umsatz- und ergebniseitig besser als von uns erwartet aus. Der Auftragsbestand an Produkten (per 30.09.2021) ist im Quartalsverlauf gestiegen und liegt nun auf dem höchsten Stand seit Ende Q2 2019. Der Anfang September gesenkte Umsatz- und EBITDA-Ausblick für das Gesamtjahr 2021 wurde im Rahmen des Q3-Berichts wiederholt. Es wurde nun aber die Guidance für weitere Zielgrößen (u.a. Absatz, Nettoliquidität) gesenkt, was aber für uns keine Überraschung darstellt. Wir haben unseren Prognosen teilweise erhöht (u.a. EpS 2021e: 0,38 (alt: 0,33) Euro; aber EpS 2022e: unverändert 0,77 Euro). Die Trends in der Energiewelt (Elektrifizierung, Dekarbonisierung) werten wir positiv für das Unternehmen. Dies konnte das Unternehmen aber in der Vergangenheit nicht in nachhaltiges Gewinnwachstum ummünzen. Die SMA-Aktie (KBV 2022e: 3,6) ist seit unserer letzten Kommentierung (am 07.09.; Gewinnwarnung von Anfang September) signifikant gestiegen (+29%). Wir erachten diese Entwicklung selbst unter Berücksichtigung der positiven Branchenaussichten für übertrieben. In Erwartung eines nun negativen (bisher: >0%; <10%) Gesamtertrags (12 Monate) lautet unser Votum für die SMA-Aktie neu Verkaufen (alt: Halten).

Sven Diermeier (Senior Analyst)

## SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> <li>- weltweit einer der führenden Photovoltaik-Wechselrichterhersteller (umfassendes Produktportfolio)</li> <li>- solide Bilanzkennzahlen (hohe Eigenkapitalquote, Nettoliquidität, kaum Goodwill)</li> <li>- hohes technologisches Knowhow</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- F&amp;E-intensives Geschäftsmodell</li> <li>- volatile Geschäftsentwicklung</li> <li>- Produktion nur in Deutschland</li> <li>- Historie von Gewinnwarnungen</li> </ul>
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Dekarbonisierung und Elektrifizierung</li> <li>- Erarbeiten/Erhalten eines weiteren Technologievorsprungs durch Forschungs- und Entwicklungstätigkeit</li> <li>- Marktberreinigung (abnehmender Wettbewerbsdruck)</li> <li>- Expansion in Service, Energiemanagement sowie Speicher</li> <li>- Kooperationen/Partnerschaften (Audi, BYD, Danfoss)</li> <li>- „grüne“ EU-Konjunkturprogramme</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Fehlinvestitionen &amp; Fehlentwicklungen (technologie- und innovationsgetriebenes Geschäftsmodell)</li> <li>- Nachfrage nach Solartechnologie ist subventionsgetrieben (Abhängigkeit von staatlichen Fördermaßnahmen)</li> <li>- hoher Wettbewerbsdruck (Preisverfall bei Wechselrichtern)</li> </ul>

Quelle: NATIONAL-BANK AG

## Société Générale

Halten (Halten)

<b>Kurs am 15.11.21 um 17:35h</b>	29,80 EUR
<b>Erstellung abgeschlossen</b>	16.11.2021/ 11:45h
<b>Erstmals weitergegeben</b>	16.11.2021/ 13:15h
<b>Kursziel</b>	30,00 EUR
<b>Marktkapitalisierung</b>	25,43 Mrd. EUR
<b>Branche</b>	Banken
<b>Land</b>	Frankreich
<b>WKN</b>	873403
<b>Reuters</b>	SOGN.PA

Kennzahlen	12/20	12/21e	12/22e
Ergebnis je Aktie (EUR)	-0,30	4,49	4,26
Kurs/Gewinn	neg.	6,6	7,0
Dividende je Aktie (EUR)	0,55	2,00	1,90
Div.-Rendite	3,2%	6,7%	6,4%
Kurs/Umsatz	0,7	1,0	1,1
Kurs/Op. Ergebnis	6,9	3,8	4,0
Cost/Income	75,6%	69,0%	69,0%
Kurs/Buchwert	0,2	0,4	0,4



Performance	3 M	6 M	12 M
Absolut	10,4%	14,2%	82,9%
Relativ z. CAC40	6,2%	2,5%	52,7%

**Erstempfehlung** 08.05.2014

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

## Anlass

Zahlen für das dritte Quartal 2021

## Einschätzung

Das Zahlenwerk des dritten Quartals (Q3) 2021 lag deutlich über den Erwartungen. Ursächlich dafür war neben der signifikanten Verbesserung der Aufwands-Ertragsquote auch die niedriger als erwartete Kreditrisikovorsorge. Auf Segmentebene verzeichnete die Bank einen Ertragsanstieg in allen Bereichen. Die Bilanzkennzahlen (per 30.09.2021) lagen u.E. auf einem soliden Niveau. Am Tag der Zahlenbekanntgabe hat die Bank ein Aktienrückkaufprogramm gestartet, welches einen Umfang von rund 470 Mio. Euro hat und zum Jahresende abgeschlossen sein soll. Wir erhöhen unsere Prognosen (u.a. EpS 2021e: 4,49 (alt: 3,85) Euro; DpS 2021e: 2,00 (alt: 1,55) Euro; EpS 2022e: 4,26 (alt: 3,83) Euro; DpS 2022e: 1,90 (alt: 1,55) Euro) deutlich. Bei einem von uns erwarteten positiven Gesamtertrag (12 Monate) von <10% lautet unser Votum für die Société Générale-Aktie weiterhin Halten (Kursziel: 30,00 (alt: 28,00) Euro (mod. Gordon-Growth-Modell; Prognoseerhöhung)).

Jan Lennertz (Analyst)

## SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> <li>- laufendes Kostensenkungsprogramm</li> <li>- solide Marktposition in den Kernmärkten und hohe regionale Diversifikation</li> <li>- gute Positionierung im Handelsgeschäft</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Sondereffekte beeinflussen Ergebnisentwicklung</li> <li>- anhaltend niedriges Zinsniveau sowie Kundenzurückhaltung beeinträchtigen Erträge im heimischen Privatkundengeschäft</li> <li>- hohe Wettbewerbsintensität im französischen Retail-Banking</li> </ul>
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> <li>- selektiver Ausbau profitabler Geschäftssparten</li> <li>- geringere europäische Länderrisiken durch Fortschritte bei der Haushaltskonsolidierung</li> <li>- weitere Ergebnisverbesserungen im Osteuropa-Geschäft bedingt durch dynamischere Wirtschaftserholung</li> <li>- ansteigende langfristige Zinsen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- deutliche Divergenzen bei den weltweiten Regulierungsstandards</li> <li>- zunehmende regulatorische Kosten</li> <li>- Auswirkungen durch die aktuelle Marktsituation</li> </ul>

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

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

[https://www.national-bank.de/fileadmin/user\\_upload/Kapitalmarkt/Verordnung\\_2016-958.pdf](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](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](https://www.national-bank.de/fileadmin/user_upload/Kapitalmarkt/Verordnung_2016-958.pdf).