

<b>Marktdaten im Überblick .....</b>	<b>2</b>
<b>Unternehmenskommentare .....</b>	<b>3</b>
Assicurazioni Generali .....	3
General Electric .....	5
Henkel Vz .....	7
Hochtief .....	13
Infineon Technologies.....	15
RWE St .....	21
<b>Rechtliche Hinweise .....</b>	<b>27</b>

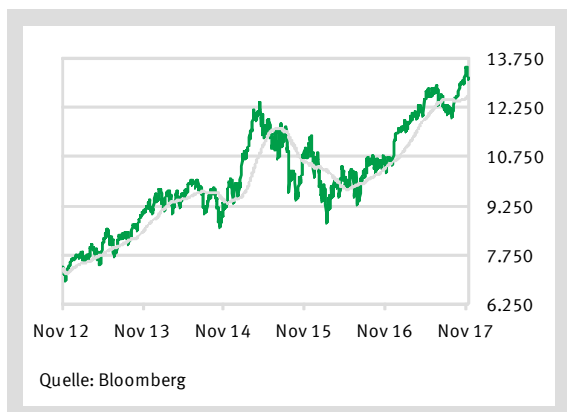


## Marktdaten im Überblick

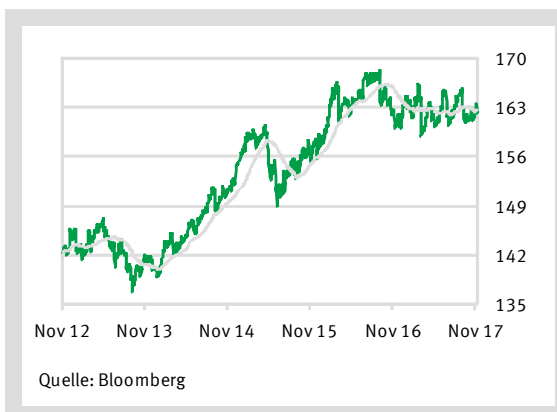
	Schlusskurs	Vortag	Änderung
<b>Deutschland</b>			
DAX	13.074	13.127	-0,4%
MDAX	26.282	26.495	-0,8%
TecDAX	2.470	2.491	-0,8%
Bund-Future	162,08	162,19	-0,1%
10J Bund in %	0,4170	0,4100	1,7%
3M Zins in %	-0,7420	-0,7630	-2,8%
<b>Europa</b>			
EuroStoxx 50	3.575	3.594	-0,5%
FTSE 100	7.415	7.433	-0,2%
SMI	9.163	9.134	0,3%
<b>Welt</b>			
DOW JONES	23.440	23.422	0,1%
S&P 500	2.585	2.582	0,1%
NASDAQ COMPOSITE	6.758	6.751	0,1%
NIKKEI 225	22.381	22.681	-1,3%
TOPIX	1.783	1.800	-0,9%
<b>Rohstoffe / Devisen</b>			
EUR in USD	1,1667	1,1665	0,0%
Gold (USD je Feinunze)	1.277,95	1.284,30	-0,5%
Brent-Öl (USD je Barrel)	63,16	63,52	-0,6%

Quelle: Bloomberg

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



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



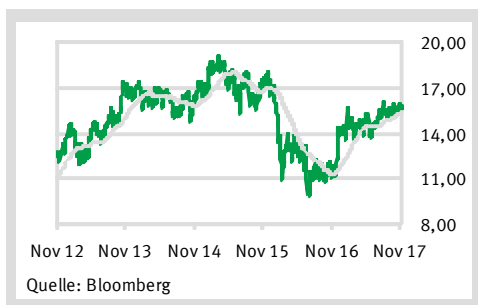
## Unternehmenskommentare

### Assicurazioni Generali

**Halten** (Halten)

<b>Kurs am 13. 11. 17 um 17:37h</b>	15,55 EUR
<b>Erstellung abgeschlossen</b>	14.11.2017 / 14:10h
<b>Erstmals weitergegeben</b>	14.11.2017 / 16:10h
<b>Kursziel</b>	16,50 EUR
<b>Marktkapitalisierung</b>	24,29 Mrd. EUR
<b>Branche</b>	Versicherungen
<b>Land</b>	Italien
<b>WKN</b>	850312
<b>Reuters</b>	GASI.MI

Kennzahlen	12/16	12/17e	12/18e
Ergebnis je Aktie (EUR)	1,34	1,42	1,61
Kurs/Gewinn	9,3	11,0	9,7
Dividende je Aktie (EUR)	0,80	0,84	0,88
Div.- Rendite	6,4%	5,4%	5,7%
Kurs/Umsatz	0,2	0,3	0,3
Kurs/Op. Ergebnis	6,1	7,1	6,2
Combined Ratio	92,5%	92,8%	93,1%
Kurs/Buchwert	0,8	0,9	0,9



Performance	3M	6M	12M
Absolut	0,3%	5,4%	31,2%
Relativ z. FTSEMIB	-3,0%	1,4%	-3,2%

**Erstempfehlung** 21.05.2014

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

### Anlass

Zahlen für das dritte Quartal 2017

### Einschätzung

Das operative Ergebnis lag im dritten Quartal (Q3) 2017 mit 1,03 (Vj.: 1,13; unsere Prognose: 1,05) Mrd. Euro im Rahmen unserer Erwartung. Das Nettoergebnis blieb auf Grund eines von uns nicht berücksichtigten Verlustes aus dem Verkauf der niederländischen Tochtergesellschaft mit 243 (Vj.: 446; unsere Prognose: 415) Mio. Euro hinter unserer Erwartung zurück. Die Solvabilitätsquote (Solvency II) verbesserte sich zum 30.09.2017 auf 195% (30.06.2017: 188%), lag damit im Branchenvergleich aber weiterhin auf einem unterdurchschnittlichen Niveau. Insgesamt fiel das Zahlenwerk u.E. bei einer wie erwartet überdurchschnittlichen Großschadenbelastung solide aus. Weitere Fortschritte im Rahmen des Maßnahmenpakets bis 2018 sind sichtbar geworden. Allerdings wurden die operativen Verbesserungen nicht im Wesentlichen in den beiden Kernsegmenten erzielt. Mit Blick auf die strategischen Ziele bis 2018 und die Kursentwicklung der Generali-Aktie werden Erfolgsmeldungen in Zusammenhang mit dem geplanten Verkauf unrentabler Assets von entscheidender Bedeutung sein. Bei gesenkten Ergebnisprognosen (EpS 2017e: 1,42 (alt: 1,53) Euro, EpS 2018e: 1,61 (alt: 1,64) Euro) und einem unveränderten Kursziel von 16,50 Euro (modifiziertes Gordon Growth-Modell) bestätigen wir unser Halten-Votum für die Generali-Aktie, deren Kurspotential u.E. auf Grund des aktuellen Bewertungsniveaus begrenzt ist.

Markus Rießelmann (Analyst)

**SWOT-Analyse**

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Fortschritte bei der Verbesserung der Profitabilität sowie beim Abbau der Verschuldung</li> <li>- gute Marktpositionierung in Europa (drittgrößter Versicherer in Europa, Marktführer in Italien)</li> <li>- Präsenz in den Wachstumsmärkten Mittel- und Osteuropas</li> <li>- Anhebung der Dividende für 2017 und 2018 erwartet</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Ergebnisabhängigkeit von wenigen Kernregionen</li> <li>- Ergebnisabhängigkeit vom Kapitalmarktumfeld sowie Naturkatastrophen</li> <li>- im Branchenvergleich unverändert unterdurchschnittliche Solvabilitätsquote (Solvency II)</li> <li>- sehr hohes Engagement in italienischen Staatsanleihen</li> </ul>
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Ausbau der Marktposition in Mittel- und Osteuropa sowie Asien</li> <li>- anhaltend stabile bzw. rückläufige Kostenquote (insbesondere resultierend aus geringerer Schadenbelastung) in der Nicht-Lebensversicherung</li> <li>- ansteigendes Zinsniveau</li> <li>- erfolgreicher Ausbau des Asset Managements</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- fehlende Wachstumsmöglichkeiten in (europäischen) Kernregionen (Topline)</li> <li>- niedriges Zinsniveau ungünstig für Erreichen der Garantieverzinsung</li> <li>- deutlich höhere Schadenbelastung beeinträchtigt Ergebnis in der Schaden- und Unfallversicherung</li> <li>- versicherungstechnische Risiken (z.B. Gefahr der Unterreservierung, biometrische Risiken)</li> </ul>

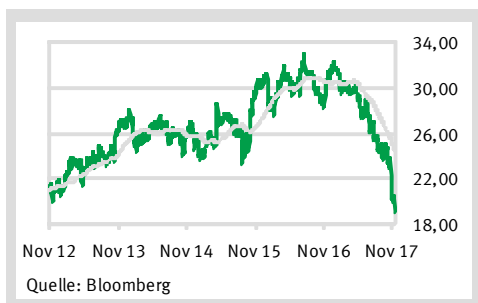
Quelle: NATIONAL-BANK AG

## General Electric

Halten (Kaufen)

<b>Kurs am 13. 11. 17 um 21:59h</b>	19,02 USD
<b>Erstellung abgeschlossen</b>	14.11.2017 / 14:10h
<b>Erstmals weitergegeben</b>	14.11.2017 / 16:10h
<b>Kursziel</b>	21,00 USD
<b>Marktkapitalisierung</b>	164,94 Mrd. USD
<b>Branche</b>	Industrie
<b>Land</b>	USA
<b>WKN</b>	851144
<b>Reuters</b>	GEN

Kennzahlen	12/16	12/17e	12/18e
Ergebnis je Aktie (USD)	0,89	0,70	0,91
Kurs/Gewinn	34,1	27,3	21,0
Dividende je Aktie (USD)	0,93	0,96	0,48
Div.- Rendite	3,1%	5,0%	2,5%
Kurs/Umsatz	2,2	1,3	1,3
Kurs/Op. Ergebnis	19,7	11,0	11,0
Kurs/Cashflow	neg.	10,1	10,2
Kurs/Buchwert	3,4	2,4	2,4



Performance	3M	6M	12M
Absolut	-25,0%	-32,7%	-37,7%
Relativ z. DJ Industrial Avg	-31,6%	-44,9%	-61,9%

**Erstempfehlung** 11.04.2014

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

14.11.2017 Von Kaufen auf Halten

## Anlass

Strategie-Update / Dividendenkürzung / Herabstufung

## Einschätzung

Das gestern (13.11.) veröffentlichte Strategie-Update fiel entgegen unserer Erwartung wenig überzeugend aus. Ein Großteil der Vorhaben war bereits bekannt (u.a. Verkauf von Vermögensgegenständen im Volumen von über 20 Mrd. Euro; u.a. Transportbereich). Die Quartalsdividende wird halbiert (0,12 (zuvor: 0,24) USD je Aktie). Der erstmals bekannt gegebene Ergebnisausblick für 2018 (bereinigtes EpS: 1,00 bis 1,07 USD) zeigt eine eher rückläufige Tendenz (Ausblick für 2017e: 1,05 bis 1,10 USD) und blieb (deutlich) hinter den Erwartungen (unsere Prognose: 1,40 USD; Marktkonsens: 1,18 USD) zurück. Insgesamt ist damit 2018 als Restrukturierungs- und Übergangsjahr zu bezeichnen. Die Guidance ab 2019e (organisches Umsatzwachstum: +2% bis +4% y/y p.a.; Margenverbesserung um 0,5 Prozentpunkte y/y p.a.) fiel u.E. aber auch wenig inspirierend aus. Wir sehen aber nach wie vor gute Chancen auf eine erfolgreiche Restrukturierung. Diese wird jedoch länger dauern als wir bisher unterstellt haben. Wir haben unsere Prognosen gesenkt (u.a. berichtetes EpS 2018e: 0,91 (alt: 1,10) USD; Dividende je Aktie 2018e: 0,48 (alt: 0,96) USD). Weder die aktuelle Bewertung (u.a. KGV 2018e: 21,0) noch die Dividendenrendite (2018e: 2,5%) rechtfertigen nach dem gestrigen Strategie-Update ein deutliches Aufwärtspotenzial für die GE-Aktie. Bei einem reduzierten Kursziel von 21,00 (alt: 29,00) USD (Discounted-Cashflow-Modell) lautet unser Votum neu Halten (alt: Kaufen).

Sven Diermeier (Senior Analyst)

**SWOT-Analyse**

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> <li>- General Electric ist Branchenprimus im Industriesektor</li> <li>- der Konzern profitiert von der Vergabe von Regierungsaufträgen; betrifft insbesondere den Bau von Flugzeugturbinen sowie Infrastrukturprojekte in Entwicklungsländern</li> <li>- solide Bilanz</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- in hohem Maße konjunkturabhängiges Geschäftsmodell</li> <li>- geringe regionale Diversifikation (noch weitgehend hohe Abhängigkeit vom US-Markt)</li> <li>- massive Dividendenkürzung</li> </ul>
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> <li>- hoher Auftragsbestand</li> <li>- steigende Rohstoff- und Energiepreise</li> <li>- Wechsel an der Konzernspitze (Rückgewinnung des Investorenvertrauens)</li> <li>- erfolgreicher Konzernumbau („Restrukturierungsstory“)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Währungsrisiken</li> <li>- dauerhaft niedrige Energie- und Rohstoffpreise (geringe Investitionstätigkeit von wichtigen Kundenbranchen)</li> <li>- Konjunkturabkühlung</li> <li>- Ratingherabstufung</li> </ul>

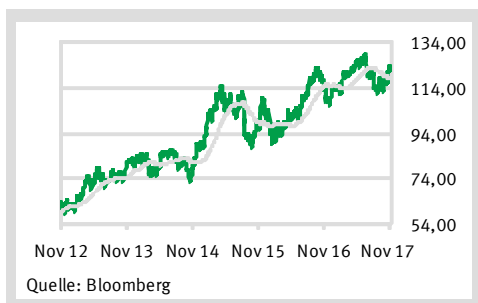
Quelle: NATIONAL-BANK AG

## Henkel Vz

Halten (Halten)

<b>Kurs am 13. 11. 17 um 17:35h</b>	120,95 EUR
<b>Erstellung abgeschlossen</b>	14.11.2017 / 14:10h
<b>Erstmals weitergegeben</b>	14.11.2017 / 16:10h
<b>Kursziel</b>	128,00 EUR
<b>Marktkapitalisierung</b>	21,55 Mrd. EUR
<b>Branche</b>	Konsum
<b>Land</b>	Deutschland
<b>WKN</b>	604843
<b>Reuters</b>	HNKG_p.DE

Kennzahlen	12/16	12/17 e	12/18 e
Ergebnis je Aktie (EUR)	4,74	5,22	5,64
Kurs/Gewinn	22,5	23,2	21,4
Dividende je Aktie (EUR)	1,62	1,76	1,85
Div.- Rendite	1,5%	1,5%	1,5%
Kurs/Umsatz	2,7	2,5	2,4
Kurs/Op. Ergebnis	17,9	16,0	15,0
Kurs/Cashflow	16,4	19,9	19,9
Kurs/Buchwert	3,1	3,2	2,9



Performance	3M	6M	12M
Absolut	5,6%	-3,2%	11,5%
Relativ z. DAX30	-1,8%	-5,0%	-7,5%

**Erstempfehlung** 18.02.2009

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

## Anlass

Zahlen für das dritte Quartal 2017

## Einschätzung

Das Zahlenwerk zum dritten Quartal (Q3) 2017 fiel gemischt aus. So wurden beim berichteten Umsatz auf Grund stärker als prognostizierter Währungseffekte die Erwartungen verfehlt, wohingegen die organische Entwicklung erwartungsgemäß ausfiel und sich in der Mitte der bestätigten Jahresguidance befand. Ergebnisseitig lag das bereinigte EBIT im Rahmen der Prognosen, allerdings enttäuschten die berichteten Zahlen (EBIT und Nettoergebnis). Hierbei belasteten eine schwache Bruttomarge (Währungseffekte) sowie höher als erwartete Restrukturierungsaufwendungen. Positiv hervorzuheben ist allerdings die weitere Steigerung der bereinigten EBIT-Marge. Der Ausblick für 2017 wurde für das bereinigte EpS (+9% y/y (bisher: +7% bis +9% y/y (2016: 5,36 Euro))) erhöht, fiel damit jedoch wenig überraschend aus. Wir haben unsere Prognosen angepasst (u.a. EpS 2017e (berichtet): 5,22 (alt: 5,33) Euro). Die Henkel Vz-Aktie reagierte mit einem Kursrückgang auf das Zahlenwerk (14.11.; 10:30 Uhr: -4%). Dies führen wir auf das ergebnisseitig (berichtet) schwache Abschneiden sowie die weiterhin hohe Wettbewerbsintensität (v.a. in Westeuropa) im Konsumsektor zurück. Dennoch sollten u.E. das starke Wachstum im Elektronik / Allgemeinen Industriegeschäft sowie die jüngst abgeschlossenen Akquisitionen (u.a. Darex Packaging) die Geschäftsentwicklung weiter stützen. Bei einem neuen Kursziel von 128,00 (alt: 131,00) Euro (DCF-Modell) hat unser Halten-Votum Bestand.

Laura Cherdron (Analystin)

## Highlights

- Henkel erzielte in Q3 2017 einen Umsatzanstieg von 4,9% auf 4,98 (Vj.: 4,75; unsere Prognose: 5,12; Marktkonsens: 5,08) Mrd. Euro.
- 
- Henkel hat den Ausblick für das bereinigte EpS erhöht (Anstieg von rund 9% y/y (bisher. +7% bis +9% y/y (2016: 5,36 Euro))).

## Geschäftsentwicklung

Henkel erzielte in Q3 2017 einen Umsatzanstieg von 4,9% auf 4,98 (Vj.: 4,75; unsere Prognose: 5,12; Marktkonsens: 5,08) Mrd. Euro. Hierbei zeigten sich positive Konsolidierungs- (+6,1 Prozentpunkte (PP)) und negative Währungseffekte (-4,2 PP). Das überwiegend absatzgetriebene (+2,4 PP) organische Wachstum bezifferte sich auf 3,0% y/y (Q2: +2,2% y/y; Q1: +4,0% y/y; unsere Prognose: +2,9% y/y; Marktkonsens: +2,9% y/y) und wurde von allen Segmenten getragen. Wachstumstreiber war wie erwartet der größte Bereich Adhesive Technologies (organisch: +4,9% y/y; neun Monate (9M): +4,6% y/y; berichtet: +4,4% y/y auf 2,37 Mrd. Euro), der von einer prozentual zweistelligen organischen Umsatzentwicklung bei Elektronik und einer deutlichen Steigerung im Allgemeinen Industriegeschäft profitierte. Das Segment Wasch-/Reinigungsmittel zeigte bei einer rückläufigen Entwicklung in Westeuropa eine vergleichsweise schwache Entwicklung (organisch: +1,8% y/y; 9M: +2,2% y/y; berichtet: +10,6% y/y auf 1,64 Mrd. Euro (erstmalige Einbeziehung von The Sun Products)). Enttäuschend fiel erneut die Entwicklung des Segments Kosmetik/Körperpflege aus (organisch: +0,5% y/y; 9M: +0,9% y/y; berichtet: -2,8% y/y auf 941 Mio. Euro; rückläufiges Westeuropä-Geschäft). Nach 9M 2017 kletterte der Konzernumsatz um 9,3% (organisch: +3,1%) y/y auf 15,14 Mrd. Euro.

Das bereinigte Konzern-EBIT verbesserte sich in Q3 2017 um 7,2% auf 897 (Vj.: 837; unsere Prognose: 909; Marktkonsens: 904) Mio. Euro. Die bereinigte EBIT-Marge stieg dabei auf 18,0% (Vj.: 17,6%). Das Segment Adhesive Technologies verzeichnete eine moderate Ergebnis- und Margenverbesserung. Bei erhöhten Einmaleffekten (147 (Vj.: 60) Mio. Euro; v.a. Restrukturierungs- und Integrationsaufwendungen) und einer deutlich rückläufigen Bruttomarge (46,3% (Vj.: 48,3%)) fiel das berichtete EBIT (Konzern) um 3,2% auf 750 (Vj.: 775; unsere Prognose: 786) Mio. Euro. Das Nettoergebnis verschlechterte sich bei einer geringeren Steuerquote um 2,1% auf 564 (Vj.: 576; unsere Prognose 636) Mio. Euro. Nach 9M 2017 belief sich das Nettoergebnis (berichtet) auf 1,76 (Vj.: 1,66) Mrd. Euro. Das bereinigte EpS je Vorzugsaktie kletterte um 7,3% auf 4,12 (Vj.: 3,84) Euro.

Henkel	Umsatz		Veränderung	Umsatz		Veränderung
	Q3 2016	Q3 2017		9M 2016	9M 2017	
	in Mio. EUR		gg. Vj.	in Mio. EUR		gg. Vj.
Adhesive Technologies	2.272	2.373	4,4%	6.705	7.039	5,0%
Wasch-/Reinigungsmittel	1.479	1.636	10,6%	4.157	5.065	21,8%
Kosmetik/Körperpflege	968	941	-2,8%	2.906	2.948	1,4%
Corporate	29	31	6,9%	90	91	1,1%
Konzern	4.748	4.981	4,9%	13.858	15.143	9,3%

Quelle: Henkel, NATIONAL-BANK AG



Henkel	EBIT*		Veränderung gg. Vj.	EBIT*		Veränderung gg. Vj.
	Q3 2016	Q3 2017		9M 2016	9M 2017	
	in Mio. EUR			in Mio. EUR		
Adhesive Technologies	430	454	5,6%	1.232	1.323	7,4%
Wasch-/Reinigungsmittel	265	294	10,9%	751	890	18,5%
Kosmetik/Körperpflege	170	171	0,6%	499	519	4,0%
Corporate	-28	-22	-	-75	-72	-
Konzern	837	897	7,2%	2.407	2.660	10,5%
EBIT-Marge (%)	17,6	18,0	+0,4 PP	17,4	17,6	+0,2 PP

Quelle: Henkel, NATIONAL-BANK AG

\*bereinigt; PP: Prozentpunkte

## Perspektiven

Zentrale Elemente der aktuellen strategischen Ausrichtung von Henkel sind die Stärkung des Wachstums (u.a. der 10 wichtigsten Marken), der Ausbau der Digitalisierung sowie Effizienzsteigerungen. Konkret wird ein jährliches organisches Umsatzwachstum zwischen 2% und 4% y/y angestrebt, das damit der Haupttreiber des bereinigten EpS (+7% bis +9% p.a.) sein soll. Für die bereinigte operative Marge wird eine Verbesserung erwartet. Zentraler Bestandteil der Zielerreichung stellen weitere Akquisitionen dar. In diesem Zusammenhang erfolgten u.a. auch die Übernahmen von Darex Packaging Technology sowie der Sonderhoff-Gruppe, die zu Beginn des Q3 abgeschlossen wurden. Positiv werten wir den Ausbau der Digitalisierung und die Stärkung der 10 wichtigsten Marken. Die Zielsetzungen für das organische Wachstum sowie das bereinigte EpS sind u.E. allerdings wenig ambitioniert.

Für 2017 geht Henkel weiterhin von einem volatilen und unsicheren Marktumfeld aus, jedoch erwartet der Konzern nun zunehmend negative Währungseffekte (bisher: anhaltende Währungsschwankungen) und schwierige Rahmenbedingungen für den Konsumsektor. Konkret bestätigte Henkel den Ausblick für das organische Umsatzwachstum (zwischen 2% und 4% y/y (2016: +3,1% y/y)) und die bereinigte EBIT-Marge (Niveau von über 17,0% (2016: 16,9%)). Für das bereinigte EpS wird nun jedoch eine Verbesserung von rund 9% y/y in Aussicht gestellt (bisher. +7% bis +9% y/y (2016: 5,36 Euro)). Die Investitionen sieht Henkel bei 650 bis 750 (alt: 750 bis 850) Mio. Euro. Wir haben unsere Prognosen angepasst (2017e (berichtet): 5,22 (alt: 5,33) Euro; EpS 2017e (bereinigt): 5,86 (alt: 5,84) Euro; Dividende je Aktie (DpS) 2017e: 1,76 (alt: 1,72) Euro; EpS 2018e (berichtet): 5,64 (alt: 5,85) Euro; EpS 2018e (bereinigt): 6,19 (alt: 6,37) Euro; DpS 2018e: 1,85 (alt: 1,82) Euro).

Die Henkel Vz-Aktie reagierte mit einem Kursrückgang auf die Zahlenbekanntgabe (14.11; 10:30 Uhr: -4%). Den Rückgang führen wir auf die ergebnisseitig schwache Entwicklung bei den berichteten Zahlen, die von einer rückläufigen Bruttomarge (höhere Währungsbelastungen) und erhöhten Restrukturierungsaufwendungen belastet war, zurück. Zudem enttäuschte die schwache organische Umsatzentwicklung in den konsumnahen Bereichen. Hierbei belastete den Konzern weiterhin die hohe Wettbewerbsintensität (hoher Preisdruck), vor allem auf dem wichtigen westeuropäischen Markt. Die angepasste Gesamtjahresguidance für das bereinigte EpS ist u.E. wenig überraschend. Bei einem reduzierten Kursziel von 128,00 (alt: 131,00) Euro (Discounted-Cashflow-Modell) votieren wir nach wie vor mit Halten.

## SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"><li>- Henkel ist international breit aufgestellt und kann daher regionale Schwankungen weitgehend ausgleichen</li><li>- das Unternehmen zeichnet sich durch eine hohe Innovationskraft aus</li><li>- starkes Branding in den konsumnahen Unternehmensbereichen</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>- Ergebnisentwicklung wird vom Ölpreis und negativen Wechselkurseffekten belastet</li><li>- kaum Synergien zwischen Konsum- und Industriegeschäft</li><li>- wettbewerbsintensives Umfeld in Westeuropa</li></ul>
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"><li>- überdurchschnittliches Wachstum in den Emerging Markets</li><li>- nachhaltig starker Cashflow, weitere Akquisitionen sind zu erwarten</li><li>- hohe Wachstumsdynamik für die nächsten Jahre angekündigt</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>- Preisschwankungen auf der Rohstoffseite</li><li>- zunehmende Wettbewerbsintensität, insbesondere durch Handelsmarken, führt zu steigendem Preisdruck bei Konsumartikeln</li><li>- Integrationsrisiken bei den neuen Übernahmen</li></ul>

Quelle: NATIONAL-BANK AG

**Henkel: Gewinn- und Verlustrechnung**

in Mio. EUR (außer Ergebnis je Aktie und Dividende je Aktie)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Umsatz	16.428	18.089	18.714	20.210	20.875
Bruttoergebnis	7.716	8.721	8.972	9.499	9.874
EBITDA	2.660	3.105	3.345	3.606	3.842
Abschreibungen	-416	-460	-570	-505	-522
EBIT	2.244	2.645	2.775	3.101	3.320
Finanzergebnis	-49	-42	-33	-38	-40
EBT	2.195	2.603	2.742	3.063	3.281
Steuern	-533	-635	-649	-726	-768
Ergebnis nach Steuern	1.662	1.968	2.093	2.337	2.513
Minderheitenanteile	-34	-47	-40	-51	-43
Nettoergebnis	1.628	1.921	2.053	2.286	2.470
Anzahl Aktien (Mio. St.)	438	438	438	438	438
Ergebnis je Vz-Aktie	3,76	4,44	4,74	5,22	5,64
Dividende je Vz-Aktie	1,31	1,47	1,62	1,76	1,85
in % vom Umsatz					
Umsatz	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Bruttoergebnis	47,0%	48,2%	47,9%	47,0%	47,3%
EBITDA	16,2%	17,2%	17,9%	17,8%	18,4%
Abschreibungen	2,5%	2,5%	3,0%	2,5%	2,5%
EBIT	13,7%	14,6%	14,8%	15,3%	15,9%
EBT	13,4%	14,4%	14,7%	15,2%	15,7%
Steuern	3,2%	3,5%	3,5%	3,6%	3,7%
Ergebnis nach Steuern	10,1%	10,9%	11,2%	11,6%	12,0%
Nettoergebnis	9,9%	10,6%	11,0%	11,3%	11,8%

Quelle: NATIONAL-BANK AG; Henkel

**Henkel: Bilanz- und Kapitalflussdaten**

in Mio. EUR	2014	2015	2016	2017e	2018e
Bilanzsumme	20.961	22.323	27.917	29.787	30.852
Anlagevermögen	14.150	15.406	19.704	19.749	19.767
Geschäfts- und Firmenwert	10.590	11.682	15.543	15.543	16.320
Vorräte	1.671	1.721	1.938	2.021	2.088
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	2.747	2.944	3.349	3.638	3.966
Liquide Mittel	1.228	1.176	1.389	2.719	3.289
Eigenkapital	11.644	13.811	15.183	16.810	18.552
Verzinsliches Fremdkapital	1.744	884	3.725	3.650	3.663
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	3.046	3.176	3.665	3.840	3.758
Summe Fremdkapital	9.317	8.512	12.734	12.976	12.300
Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit	1.914	2.384	2.850	2.665	2.667
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-2.231	-893	-4.250	-550	-540
Free Cashflow	-317	1.491	-1.400	2.115	2.127
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	447	-1.555	1.678	-785	-1.558
Summe der Cashflows	130	-64	278	1.330	570

Quelle: NATIONAL-BANK AG; Henkel

**Henkel: Wichtige Kennzahlen**

	2014	2015	2016	2017e	2018e
EV / Umsatz	2,2	2,5	2,8	2,6	2,6
EV / EBITDA	13,7	14,4	15,9	14,8	13,9
EV / EBIT	16,2	16,9	19,2	17,2	16,0
KGV	21,8	23,1	22,5	23,2	21,4
KBV	3,1	3,3	3,1	3,2	2,9
KCV	18,7	18,9	16,4	19,9	19,9
KUV	2,2	2,5	2,7	2,5	2,4
Dividendenrendite	1,6%	1,4%	1,5%	1,5%	1,5%
Eigenkapitalrendite (ROE)	14,0%	13,9%	13,5%	13,6%	13,3%
ROCE	16,7%	17,3%	14,9%	16,1%	16,5%
ROI	7,8%	8,6%	7,4%	7,7%	8,0%
Eigenkapitalquote	55,6%	61,9%	54,4%	56,4%	60,1%
Anlagendeckungsgrad	82,3%	89,6%	77,1%	85,1%	93,9%
Anlagenintensität	67,5%	69,0%	70,6%	66,3%	64,1%
Vorräte / Umsatz	10,2%	9,5%	10,4%	10,0%	10,0%
Forderungen / Umsatz	16,7%	16,3%	17,9%	18,0%	19,0%
Working Capital-Quote	8,4%	8,2%	8,7%	9,0%	11,0%
Nettofinanzverschuldung (in Mio. EUR)	516	-292	2.336	930	1.374
Nettofinanzverschuldung / EBITDA	0,2	-0,1	0,7	0,3	0,4
Capex / Umsatz	2,8%	2,8%	2,5%	2,7%	2,6%
Capex / Abschreibungen	108,7%	111,7%	80,7%	108,9%	103,5%
Free Cashflow / Umsatz	-1,9%	8,2%	-7,5%	10,5%	10,2%
Free Cash Flow / Aktie (EUR)	-0,72	3,40	-3,20	4,83	4,86
Nettofinanzverschuldung / Aktie (EUR)	1,18	-0,67	5,33	2,12	3,14
Cash / Aktie (EUR)	2,80	2,69	3,17	6,21	7,51
Buchwert / Aktie (EUR)	26,59	31,53	34,67	38,38	42,36

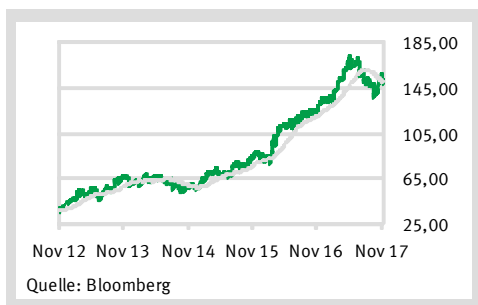
Quelle: NATIONAL-BANK AG; Henkel

## Hochtief

**Verkaufen** (Verkaufen)

<b>Kurs am 13. 11. 17 um 17:35h</b>	147,85 EUR
<b>Erstellung abgeschlossen</b>	14.11.2017 / 14:10h
<b>Erstmals weitergegeben</b>	14.11.2017 / 16:10h
<b>Kursziel</b>	-
<b>Marktkapitalisierung</b>	9,50 Mrd. EUR
<b>Branche</b>	Bau / Baustoffe
<b>Land</b>	Deutschland
<b>WKN</b>	607000
<b>Reuters</b>	HOTG.DE

Kennzahlen	12/16	12/17e	12/18e
Ergebnis je Aktie (EUR)	4,93	6,37	6,89
Kurs/Gewinn	22,9	23,2	21,4
Dividende je Aktie (EUR)	2,60	3,00	3,30
Div.- Rendite	2,3%	2,0%	2,2%
Kurs/Umsatz	0,4	0,4	0,4
Kurs/Op. Ergebnis	10,3	10,4	9,6
Kurs/Cashflow	6,3	9,6	10,6
Kurs/Buchwert	2,8	3,2	2,8



Performance	3M	6M	12M
Absolut	- 1,5%	- 12,3%	15,1%
Relativ z. MDAX	- 7,4%	- 16,6%	- 11,0%

**Erstempfehlung** 22.10.2010

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

22.09.2017 Von Halten auf Verkaufen

## Anlass

Zahlen für das dritte Quartal 2017

## Einschätzung

Hochtief konnte im dritten Quartal (Q3) 2017 ergebnisseitig die Erwartungen moderat übertreffen. Die Cashflow- und Bilanzsituation (u.a. Nettoliquidität per 30.09.2017: 508 Mio. Euro) stellt sich weiterhin als sehr solide dar. Der Ausblick für das Geschäftsjahr 2017, der ein deutliches Gewinnwachstum impliziert (+15% bis +25% y/y), wurde abermals bestätigt. Wir sehen hier Hochtief nach Q3 (Q1-Q3 2017: +29% y/y) voll auf Kurs. Der Auftragsbestand ist gestiegen (q/q und y/y) und das Book-to-Bill-Ratio (Q3 und Q1-Q3) liegt deutlich über der wichtigen Marke von 1. Das sind ohne Zweifel positive Aspekte. Wir haben unsere Prognosen auf Grund der Q3-Zahlen erhöht (u.a. berichtetes EpS 2017e: 6,37 (alt: 6,26) Euro; berichtetes EpS 2018e: 6,89 (alt: 6,73) Euro). Allerdings stehen wir der angestrebten Übernahme des Mautstraßenbetreibers Abertis (Kaufpreis: 17,10 Mrd. Euro; Verwässerung: 39%) unter den Aspekten Bewertung (EV/EBITDA: 9,4) und einer sehr optimistischen Synergienzielsetzung bei komplementären Geschäftsmodellen (Nettobarwert: 6-8 Mrd. Euro; entspricht nach Aktientausch mindestens 67 Euro je Hochtief-Aktie) nach wie vor skeptisch gegenüber. Ferner ist u.E. eine Fortsetzung des Übernahmekampfs um Abertis nicht ausgeschlossen. Unser Votum für die Hochtief-Aktie lautet daher (vorerst) weiterhin Verkaufen.

Sven Diermeier (Senior Analyst)

## SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> <li>- hoher Internationalisierungsgrad</li> <li>- Entwicklung zum Infrastrukturanbieter</li> <li>- solide Bilanz mit vergleichsweise gutem Working Capital-Management</li> <li>- deutliches Gewinnwachstum für 2017 in Aussicht gestellt</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- eingeschränkter Zugriff (Liquidität) auf australische Tochter CIMIC</li> <li>- Streubesitz-Aktionäre haben kaum Einfluss (ACS hat quasi strategische Mehrheit auf der Hauptversammlung)</li> </ul>
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> <li>- hoher Auftragsbestand</li> <li>- hohe Ausschreibungspipeline (2017-2020e: &gt;420 Mrd. Euro)</li> <li>- Abertis-Übernahme (stabilere Cashflows, attraktive Ausschüttungspolitik)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Übernahmeangebot für Abertis (Kapitalerhöhung, sehr optimistische Synergienzielsetzung, Ausbau von Goodwill)</li> <li>- volatiles und (konjunktur-)zyklisches Baugeschäft; zudem ist CIMIC als Bergbaudienstleister tätig</li> <li>- Wechselkursentwicklung hat erheblichen Einfluss auf die Geschäftsentwicklung</li> <li>- Projektrisiken (Strafzahlungen etc.)</li> </ul>

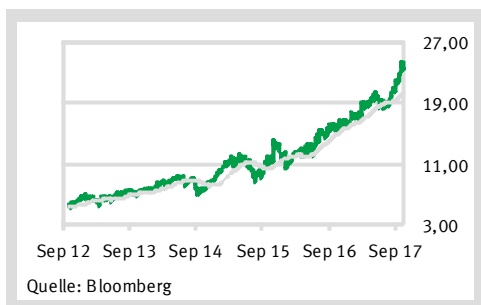
Quelle: NATIONAL-BANK AG

## Infineon Technologies

**Halten** (Halten)

<b>Kurs am 13.11.17 um 17:35h</b>	23,31EUR
<b>Erstellung abgeschlossen</b>	14.11.2017 / 14:10h
<b>Erstmals weitergegeben</b>	14.11.2017 / 16:10h
<b>Kursziel</b>	24,00 EUR
<b>Marktkapitalisierung</b>	26,34 Mrd. EUR
<b>Branche</b>	Technologie
<b>Land</b>	Deutschland
<b>WKN</b>	623100
<b>Reuters</b>	IFXGn.DE

<b>Kennzahlen</b>	<b>09/17(e)</b>	<b>09/18e</b>	<b>09/19e</b>
Ergebnis je Aktie (EUR)	0,70	0,78	0,82
Kurs/Gewinn	25,6	29,9	28,4
Dividende je Aktie (EUR)	0,25	0,27	0,29
Div.- Rendite	1,4%	1,2%	1,2%
Kurs/Umsatz	2,9	3,5	3,3
Kurs/Op. Ergebnis	20,6	25,9	24,2
Kurs/Cashflow	11,8	16,2	14,9
Kurs/Buchwert	3,6	4,2	3,8



<b>Performance</b>	<b>3M</b>	<b>6M</b>	<b>12M</b>
Absolut	21,9%	22,4%	50,7%
Relativ z. DAX30	14,5%	20,7%	31,6%

**Erstempfehlung** 16.09.2009

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

## Anlass

Zahlen für das vierte Quartal 2016/17

## Einschätzung

Beim Umsatz (+8,7% y/y) und beim operativen Ergebnis (+17,1% y/y) lag Infineon im vierten Quartal (Q4) 2016/17 (30.09.) im Rahmen der Erwartungen. Die Wachstumsdynamik im Automobilbereich hat sich jedoch erneut signifikant reduziert. Das Nettoergebnis brach infolge einer deutlich höheren Steuerbelastung überraschenderweise um 21,8% auf 176 (Vj.: 225; Q3 2016/17: 253; unsere Prognose: 236; Marktkonsens: 239) Mio. Euro ein. Der Ausblick für das laufende Quartal und für das Geschäftsjahr 2017/18 (Umsatzentwicklung und Margenausblick auf Niveau vom Vorjahr) fallen - vor allem wegen der derzeitigen Euro-Wechselkursentwicklung - aus unserer Sicht etwas zu optimistisch aus. Die Dividende für 2016/17 wurde um 3 Eurocent auf 0,25 Euro je Aktie angehoben. Wir haben unsere EpS-Prognose für 2017/18 leicht auf 0,78 (alt: 0,80) Euro reduziert. Für 2018/19 prognostizieren wir erstmals ein EpS von 0,82 Euro. Bei einem auf 24,00 (alt: 22,00) Euro (Discounted-Cashflow-Modell und Peer Group-Modell) angehobenen Kursziel bestätigen wir unser Halten-Votum für die Infineon-Aktie, die im Rahmen der Q4-Zahlenbekanntgabe um rund 3% (14.11. mittags) zulegen und ein neues Fünfzehnjahreshoch erreichen konnte. Die euphorische Kursreaktion ist aus unserer Sicht jedoch nicht nachvollziehbar. Die langfristigen Wachstumsperspektiven von Infineon sind zwar sehr positiv, dies spiegelt sich aber bereits in der ambitionierten Bewertung der Aktie wider.

Markus Friebe (Analyst)

## Highlights

- Umsatz und operatives Ergebnis lagen in Q4 2016/17 im Rahmen der Erwartungen. Das Nettoergebnis verfehlte diese jedoch deutlich.
- Der Ausblick für das laufende Quartal und für das Geschäftsjahr 2017/18 fallen aus unserer Sicht etwas zu optimistisch aus. Die Dividende für 2016/17 wurde um 3 Eurocent auf 0,25 Euro je Aktie angehoben.

## Geschäftsentwicklung

Der Umsatz stieg in Q4 2016/17 um 8,7% auf 1,82 (Vj.: 1,68; Q3 2016/17: 1,83; unsere Prognose: 1,82; Marktkonsens: 1,84) Mrd. Euro und traf damit unsere Prognose. Erneut konnte Infineon dabei in allen Segmenten ein Erlöswachstum gegenüber dem Vorjahreszeitraum verzeichnen. Im Automotive-Geschäft hat sich die Wachstumsdynamik jedoch infolge des stärkeren Euro-Wechselkurses zum US-Dollar erneut signifikant abgeschwächt (Q4 2016/17: +6,5% y/y; Q3: +13,1% y/y; Q2: +16,7% y/y). Auch zum Vorquartal sind die Erlöse hier um 3,9% zurückgegangen. Im Geschäftsjahr 2016/17 stieg der Konzernumsatz um 9,1% auf 7,06 (Vj.: 6,47) Mrd. Euro.

Infineon	Umsatz		Veränderung	Umsatz		Veränderung
	Q4 2015/16	Q4 2016/17	gg. Vj.	Gj. 2015/16	Gj. 2016/17	gg. Vj.
	in Mio. EUR			in Mio. EUR		
Automotive	691	736	6,5%	2.656	2.989	12,5%
Industrial Power Control	279	328	17,6%	1.072	1.206	12,5%
Power Management & Multimarket	533	573	7,5%	2.041	2.148	5,2%
Chip Card & Security	174	181	4,0%	703	708	0,7%
Sonstige Bereiche	1	2	100,0%	8	9	12,5%
Konzern*	1.675	1.820	8,7%	6.473	7.063	9,1%

Quelle: Infineon, NATIONAL-BANK AG

\*inklusive Konzernfunktionen und Eliminierungen

Das Gesamtsegmentergebnis verbesserte sich in Q3 2016/17 erneut deutlich und stärker als erwartet um 33,1% auf 338 (Vj.: 254; Q2 2016/17: 296; unsere Prognose: 306; Marktkonsens: 322) Mio. Euro (Gesamtsegmentergebnismarge: 18,5% (Vj.: 15,6%; Q2 2016/17: 16,8%)). Das Konzern-Nettoergebnis stieg ebenfalls deutlich und stärker als erwartet um 36,0% auf 253 (Vj.: 186; Q2 2016/17: 199; unsere Prognose: 223; Marktkonsens: 227) Mio. Euro. In 9M 2016/17 stieg das Nettoergebnis um 18,3% auf 613 (Vj.: 519) Mio. Euro. Der freie Cashflow konnte sich in Q3 signifikant auf 301 (Vj.: 277; Q2 2016/17: 82) Mio. Euro und in 9M 2016/17 auf 345 (Vj.: 322) Mio. Euro verbessern, wobei 112 Mio. Euro im Zusammenhang mit dem Erwerb von 93% der Anteile an der MoTo Objekt Campeon GmbH & Co. KG standen.



Infineon	Segmentergebnis		Veränderung	Segmentergebnis		Veränderung
	Q4 2015/16	Q4 2016/17		Gj. 2015/16	Gj. 2016/17	
	in Mio. EUR		gg. Vj.	in Mio. EUR		gg. Vj.
Automotive	112	109	-2,7%	363	474	30,6%
Segmentergebnismarge	16,2%	14,8%	-1,4 PP	13,7%	15,9%	2,2 PP
Industrial Power Control	37	60	62,2%	133	183	37,6%
Segmentergebnismarge	13,3%	18,3%	5,0 PP	12,4%	15,2%	2,8 PP
Power Management & Multimarket	100	126	26,0%	354	427	20,6%
Segmentergebnismarge	18,8%	22,0%	3,2 PP	17,3%	19,9%	2,5 PP
Chip Card & Security	33	33	0,0%	135	124	-8,1%
Segmentergebnismarge	19,0%	18,2%	-0,7 PP	19,2%	17,5%	-1,7 PP
Sonstige Bereiche	0	1	-	1	1	0,0%
Konzern*	280	328	17,1%	982	1208	23,0%
Marge (%)	16,7%	18,0%	1,3 PP	15,2%	17,1%	1,9 PP

Quelle: Infineon, NATIONAL-BANK AG

\*inklusive Konzernfunktionen und Eliminierungen; PP: Prozentpunkte

## Perspektiven

Im Geschäftsjahr 2016/17 konnte Infineon seine eigenen Zielsetzungen erreichen (Umsatz: +8% bis +11% (ist: +9,1%) y/y; Gesamtsegmentergebnismarge: ca. 17% (ist: 17,1%)). Für das saisonal schwächere laufende Quartal (Q1 2017/18 (31.12.)) geht Infineon von einem Umsatzrückgang zum Vorquartal von 0% bis 4% aus (unsere bisherige Prognose: -2,7% q/q; neu: -3,8% q/q). Dieser Prognose liegt allerdings ein EUR/USD-Wechselkurs von 1,15 zugrunde - ein Wert, der in der ersten Hälfte des laufenden Quartals noch nicht erreicht wurde (Durchschnittskurs 30.09.-14.11.: 1,1721), weshalb wir von einem Umsatzrückgang am oberen Ende der Spanne ausgehen. In der Mitte der Umsatzspanne soll die Segmentergebnismarge bei ca. 15% (unsere unveränderte Prognose: 13,8%) liegen.

Auch für das Gesamtjahr 2017/18 (30.09.) unterstellt Infineon einen aus unserer Sicht zu niedrigen EUR/USD-Wechselkurs von 1,15 (unsere Erwartung: ca. 1,20). Der Umsatz soll unter dieser Bedingung in 2017/18 um 7%-11% (unsere unveränderte Prognose: +7,0%; Marktkonsens: +7,1%) y/y zulegen können, weshalb der Umsatzausblick wechsellkursbedingt u.E. etwas zu optimistisch ist. Dabei wird für das Automotive-Segment erwartet, dass der Umsatz „deutlich“ stärker als im Konzerndurchschnitt steigt. In den anderen Segmenten wird ein Umsatzwachstum auf (Chip Card) oder unter (Industriesegmente) dem Konzerndurchschnitt erwartet. Im Mittelpunkt der Umsatzspanne (Konzern) wird eine Gesamtsegmentergebnismarge von voraussichtlich etwa 17% (Vj.: 17,1%; unsere bisherige Prognose: 17,0% (neu: 16,8%); Marktkonsens: 16,9%) in Aussicht gestellt. Das gesamte Investitionsvolumen in 2017/18 soll zwischen 1,1 und 1,2 (2016/17: 1,02) Mrd. Euro liegen. Das Verhältnis von Investitionen zum Mittelpunkt der prognostizierten Umsatzspanne sollte somit bei etwa 15% (2016/17: 14,5%) liegen und damit die Zielvorgabe von Infineon von 13% vom Umsatz übersteigen. Ursächlich hierfür sind hohe Investitionen in zusätzliche Produktionskapazitäten, insbesondere auch für Produkte aus dem Bereich Elektromobilität. Die Ende November 2016 angehobene langfristige Zielsetzung für die Gesamtsegmentergebnismarge von 17% über den Zyklus bleibt unverändert.

Es dürfte u.E. sehr schwer werden für Infineon seine Zielsetzungen für 2017/18 zu erreichen. Zum einen liegt das an der derzeit ungünstigen Entwicklung des EUR/USD-Wechselkurses und zum anderen soll sich der Halbleitermarkt in 2018 deutlich verhaltener entwickeln als in diesem Jahr. Wir haben unsere EpS-Prognose für 2017/18 leicht auf 0,78 (alt: 0,80) Euro reduziert. Für 2018/19 prognostizieren wir erstmals ein EpS von 0,82 Euro und eine Dividende von 0,29 Euro. Bei einem auf 24,00 (alt: 22,00) Euro (Discounted-Cashflow-Modell (neues Startjahr: 2017/18 (bisher: 2016/17)) und Peer Group-Modell (neue Schätzjahre 2017/18 und 2018/19 (bisher: 2016/17 und 2017/18))) angehobenen Kursziel bestätigen wir unser Halten-Votum.

## SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> <li>- weltweit einer der führenden Halbleiterhersteller mit guter Marktpositionierung im Kerngeschäft und einem breiten Produktportfolio</li> <li>- erfolgreiche Umstrukturierung des Kerngeschäfts</li> <li>- solide Bilanzkennzahlen (insbesondere relativ hohe Nettoliquidität)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Investitionszurückhaltung vor allem im F&amp;E-Bereich kann sich in innovationsgetriebenem Marktumfeld negativ auf die zukünftige Entwicklung auswirken</li> <li>- sehr wettbewerbsintensiver Markt</li> <li>- starke Abhängigkeit von der Konjunktur und der Preisentwicklung bei Chips</li> </ul>
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Trend zu mehr High-Tech in Fahrzeugen sowie wachsendes Umweltbewusstsein und damit einhergehend steigender Bedarf an Chips zur besseren Energieverwendung</li> <li>- Ausbau der Kerngeschäftsbereiche (unter anderem Spitzenposition bei Chips für die Autoindustrie)</li> <li>- Infineon würde von einem Trend hin zu mehr Elektro- und Hybridautos profitieren</li> <li>- als Weltmarktführer bei Leistungshalbleitern profitiert Infineon auch vom starken Wachstum des Smartphone- und Tablet-Marktes</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- eventuelle Zahlung im Fall der ehemaligen Speichertochter Qimonda (aktuell geforderte Summe: 3,35 Mrd. Euro)</li> <li>- Währungsrisiken (insbesondere EUR/USD)</li> <li>- Konjunkturunbruch in China</li> <li>- Krise in der deutschen Automobilindustrie</li> </ul>

Quelle: NATIONAL-BANK AG

**Infineon Technologies: Gewinn- und Verlustrechnung**

in Mio. EUR (außer Ergebnis je Aktie und Dividende je Aktie)	2014/15	2015/16	2016/17(e)	2017/18e	2018/19e
Umsatz	5.795	6.473	7.063	7.555	8.046
Rohertrag/Bruttoergebnis	2.080	2.330	2.621	2.795	2.977
EBITDA	1.315	1.596	1.795	1.924	2.072
Abschreibungen	-760	-833	-812	-907	-982
EBIT	555	763	983	1.017	1.090
Finanzergebnis	-35	-58	-50	-60	-70
EBT	520	705	933	957	1.020
Steuern	102	36	-142	-77	-92
Ergebnis nach Steuern	622	741	791	880	928
Minderheitenanteile	-2	0	0	0	0
Nettoergebnis	632	743	790	880	928
Anzahl Aktien (Mio. St.)	1.123	1.125	1.129	1.130	1.130
Ergebnis je Aktie	0,56	0,66	0,70	0,78	0,82
Dividende je Aktie	0,20	0,22	0,25	0,27	0,29
in % vom Umsatz					
Umsatz	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Rohertrag/Bruttoergebnis	35,9%	36,0%	37,1%	37,0%	37,0%
EBITDA	22,7%	24,7%	25,4%	25,5%	25,7%
Abschreibungen	13,1%	12,9%	11,5%	12,0%	12,2%
EBIT	9,6%	11,8%	13,9%	13,5%	13,5%
EBT	9,0%	10,9%	13,2%	12,7%	12,7%
Steuern	-1,8%	-0,6%	2,0%	1,0%	1,1%
Ergebnis nach Steuern	10,7%	11,4%	11,2%	11,7%	11,5%
Nettoergebnis	10,9%	11,5%	11,2%	11,7%	11,5%

Quelle: NATIONAL-BANK AG; Infineon Technologies

**Infineon Technologies: Bilanz- und Kapitalflussdaten**

in Mio. EUR	2014/15	2015/16	2016/17(e)	2017/18e	2018/19e
Bilanzsumme	8.741	9.087	9.945	10.594	11.271
Anlagevermögen	4.626	4.595	5.074	5.301	5.365
Geschäfts- und Firmenwert	1.738	1.656	1.586	1.586	1.586
Vorräte	1.129	1.191	1.240	1.360	1.448
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	742	774	851	936	1.030
Liquide Mittel	2.013	2.240	2.475	2.683	3.104
Eigenkapital	4.665	5.023	5.636	6.234	6.857
Verzinsliches Fremdkapital	1.793	1.769	1.834	1.834	1.834
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	802	857	1.020	1.071	1.125
Summe Fremdkapital	4.076	4.064	4.309	4.360	4.414
Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit	817	1.291	1.723	1.624	1.772
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-2.593	-1.098	-1.131	-1.133	-1.046
Free Cashflow	-1.776	193	592	491	726
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	1.363	-229	-340	-282	-305
Summe der Cashflows	-413	-36	252	208	421

Quelle: NATIONAL-BANK AG; Infineon Technologies

**Infineon Technologies: Wichtige Kennzahlen**

	2014/15	2015/16	2016/17(e)	2017/18e	2018/19e
EV / Umsatz	1,9	2,1	2,8	3,4	3,2
EV / EBITDA	8,3	8,7	10,9	13,4	12,4
EV / EBIT	19,6	18,2	20,0	25,3	23,6
KGV	17,6	19,3	25,6	29,9	28,4
KBV	2,4	2,9	3,6	4,2	3,8
KCV	13,6	11,1	11,8	16,2	14,9
KUV	1,9	2,2	2,9	3,5	3,3
Dividendenrendite	2,0%	1,7%	1,4%	1,2%	1,2%
Eigenkapitalrendite (ROE)	13,5%	14,8%	14,0%	14,1%	13,5%
ROCE	9,7%	13,4%	16,0%	15,6%	16,2%
ROI	7,2%	8,2%	7,9%	8,3%	8,2%
Eigenkapitalquote	53,4%	55,3%	56,7%	58,8%	60,8%
Anlagendeckungsgrad	100,8%	109,3%	111,1%	117,6%	127,8%
Anlagenintensität	52,9%	50,6%	51,0%	50,0%	47,6%
Vorräte / Umsatz	19,5%	18,4%	17,6%	18,0%	18,0%
Forderungen / Umsatz	12,8%	12,0%	12,0%	12,4%	12,8%
Working Capital-Quote	18,4%	17,1%	15,2%	16,2%	16,8%
Nettofinanzverschuldung (in Mio. EUR)	-220	-471	-641	-849	-1.270
Nettofinanzverschuldung / EBITDA	-0,2	-0,3	-0,4	-0,4	-0,6
Capex / Umsatz	11,1%	11,1%	12,4%	15,0%	13,0%
Capex / Abschreibungen	85,0%	86,0%	107,6%	125,0%	106,6%
Free Cashflow / Umsatz	-30,6%	3,0%	8,4%	6,5%	9,0%
Free Cash Flow / Aktie (EUR)	-1,58	0,17	0,52	0,43	0,64
Nettofinanzverschuldung / Aktie (EUR)	-0,20	-0,42	-0,57	-0,75	-1,12
Cash / Aktie (EUR)	1,79	1,99	2,19	2,37	2,75
Buchwert / Aktie (EUR)	4,15	4,46	4,99	5,52	6,07

Quelle: NATIONAL-BANK AG; Infineon Technologies

**RWE St 1)**

Halten (Halten)

<b>Kurs am 13. 11. 17 um 17:35h</b>	22,30 EUR
<b>Erstellung abgeschlossen</b>	14.11.2017 / 14:10h
<b>Erstmals weitergegeben</b>	14.11.2017 / 16:10h
<b>Kursziel</b>	22,50 EUR
<b>Marktkapitalisierung</b>	12,84 Mrd. EUR
<b>Branche</b>	Versorger
<b>Land</b>	Deutschland
<b>WKN</b>	703712
<b>Reuters</b>	RWEG.DE

<b>Kennzahlen</b>	<b>12/16</b>	<b>12/17e</b>	<b>12/18e</b>
Ergebnis je Aktie (EUR)	-9,29	4,10	1,63
Kurs/Gewinn	neg.	5,4	13,7
Dividende je Aktie (EUR)	0,00	1,50	0,57
Div.- Rendite	0,0%	6,7%	2,6%
Kurs/Umsatz	0,2	0,3	0,3
Kurs/Op. Ergebnis	2,5	3,7	3,8
Kurs/Cashflow	3,4	-5,7	3,5
Kurs/Buchwert	1,0	1,3	1,2



<b>Performance</b>	<b>3M</b>	<b>6M</b>	<b>12M</b>
Absolut	16,1%	43,0%	87,3%
Relativ z. DAX30	8,6%	41,2%	68,2%

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

Zahlen für das dritte Quartal 2017

**Einschätzung**

Die zentralen Ergebnissteuerungsgrößen des Konzerns lagen im dritten Quartal (Q3) 2017 im Großen und Ganzen im Rahmen unserer Erwartungen. Die Nettoverschuldung ist im Quartalsverlauf weiter gesunken. Der Ausblick (Konzernebene) für 2017 (u.a. bereinigtes EBITDA: am oberen Ende von 5,4 bis 5,7 (Gj. 2016: 5,40) Mrd. Euro) wurde nun bestätigt. Wir halten diesen für realistisch. Die Dividendenaussagen für 2017 (0,50 Euro je Aktie zzgl. 1,00 Euro je Aktie an Sonderdividende) und die Folgejahre (mindestens 0,50 Euro je Aktie) wurden abermals wiederholt. Wir haben unsere Prognosen mehrheitlich angepasst (u.a. berichtetes EpS 2017e: 4,10 (alt: 4,65) Euro; Dividende je Aktie 2018e: 0,57 (alt: 0,55) Euro). Die Thematik (Braun-)Kohleausstieg hat durch das Regierungsprogramm in den Niederlanden und die „Jamaika“-Sondierungsgespräche in Deutschland wieder an Brisanz für RWE gewonnen. Allerdings führt ein beschleunigter Kohleausstieg zu steigenden Großhandelsstrompreisen. Zudem wird RWE u.E. von der Tochter innogy, die den Fokus stärker auf Rendite richten will, profitieren. Durch die Sonderdividende ist die Dividendenrendite 2017e (6,7%) besonders attraktiv. Unser Votum für die RWE-Stammaktie lautet weiterhin Halten (Kursziel: 22,50 (alt: 20,50) Euro (Discounted-Cashflow-Modell, niedrigeres Beta)).

Sven Diermeier (Senior Analyst)

## Highlights

- RWE am 03.07.2017 ca. 7 Mrd. Euro in den öffentlichen Atomfonds eingezahlt.
- innogy hat auf npower eine Wertberichtigung von 480 Mio. Euro vorgenommen.
- Der Ausblick für das Geschäftsjahr 2017 wurde bestätigt.

## Geschäftsentwicklung

Das bereinigte Konzern-EBITDA legte im dritten Quartal (Q3) 2017 um 19% auf 962 (Vj.: 810; unsere Prognose: 945; Marktkonsens: 900) Mio. Euro zu. Hauptverantwortlich für den deutlichen Ergebnisanstieg auf Konzernebene (bereinigtes EBITDA: +152 Mio. Euro y/y) war die Tochter innogy (bereinigtes EBITDA: +102 Mio. Euro y/y). Das bereinigte Nettoergebnis verbesserte sich infolge geringerer Abschreibungen (bereinigtes EBIT: +100% y/y) sowie geringeren Belastungen aus dem Finanzergebnis (-294 (Vj.: -420) Mio. Euro) auf +67 (Vj.: -371; unsere Prognose: +60; Marktkonsens: +54) Mio. Euro. Auf berichteter Basis ergab sich ein Nettoergebnis von -450 (Vj.: -446) Mio. Euro. Ausschlaggebend war, dass die operative Entwicklung durch eine deutliche Verschlechterung des nicht-operativen Ergebnisses (neutrales Ergebnis: -734 (Vj.: -145) Mio. Euro) nahezu kompensiert wurde. Die Tochter innogy hat in Q3 2017 Wertberichtigungen (480 Mio. Euro) auf das britische Vertriebsgeschäft (npower) vorgenommen.

RWE	Bereinigtes EBITDA		Veränderung	
	Q3 2016 in Mio. EUR	Q3 2017 in Mio. EUR	gg. Vj. in Mio. EUR	gg. Vj. in %
Braunkohle & Kernenergie	163	150	-13	-8,0%
Europäische Stromerzeugung	97	102	5	5,2%
Energiehandel	56	70	14	25,0%
innogy	534	636	102	19,1%
Sonstige, Konsolidierung	-40	4	44	-
Konzern	810	962	152	18,8%

Quelle: RWE, NATIONAL-BANK AG

In den ersten neun Monaten (9M) 2017 stieg das bereinigte Konzern-EBITDA um 9% y/y bzw. 354 Mio. Euro y/y. Zurückzuführen war dies auf eine Erholung im Bereich Energiehandel (bereinigtes EBITDA: +298 Mio. Euro y/y) sowie die Tochter innogy (bereinigtes EBITDA: +156 Mio. Euro). Die anderen beiden Bereiche litten unter niedrigeren Großhandelsstrompreisen. Das bereinigte Nettoergebnis legte deutlich überproportional auf 876 (Vj.: 276) Mio. Euro zu. RWE profitierte dabei von niedrigeren Abschreibungen sowie einem verbesserten Finanzergebnis. Bei einem neutralen Ergebnis von +883 (Vj.: -353) Mio. Euro (Ertrag aus der Rückerstattung der Kernbrennstoffsteuer in Q2 2017 gebucht) kletterte der berichtete Nettogewinn signifikant auf 2.219 (Vj.: 11) Mio. Euro.

Der freie Cashflow (weicht von der Unternehmensdefinition ab) war in Q3 2017 infolge der Einzahlung in den öffentlichen Atomfonds deutlich negativ (-5.053 (Vj.: +1.243) Mio. Euro; 9M 2017: -3.951 (Vj.: +3) Mio. Euro). Die Nettoverschuldung sank aber dennoch im Quartalsverlauf und bezifferte sich per Ende September 2017 auf 19,5 (30.06.2017: 21,5; 31.12.2016: 22,7; 30.09.2016: 27,4; 31.12.2015: 25,5) Mrd. Euro. RWE verfügt nach wie vor über kein „A“-Rating (Moody's: „Baa3“ (Ausblick: „stabil“); Standard & Poor's: „BBB-“ (Ausblick: „stabil“)).

RWE	Bereinigtes EBITDA		Veränderung	
	9M 2016 in Mio. EUR	9M 2017 in Mio. EUR	gg. Vj. in Mio. EUR	gg. Vj. in %
Braunkohle & Kernenergie	634	551	-83	-13,1%
Europäische Stromerzeugung	413	324	-89	-21,5%
Energiehandel	-97	201	298	-
innogy	2.919	3.075	156	5,3%
Sonstige, Konsolidierung	-48	24	72	-
Konzern	3.821	4.175	354	9,3%

Quelle: RWE, NATIONAL-BANK AG

## Perspektiven

Am 07.10.2016 hat RWE die Tochter innogy (Erneuerbare Energien, Vertriebs- und Verteilungsgeschäft) an die Börse gebracht (Emissions-/Platzierungspreis: 36,00 Euro je Aktie). Nach dem Börsengang hält RWE noch 76,8% an innogy und will auch langfristig eine Mehrheit halten. In Reaktion auf das schwierige britische Vertriebsgeschäft wird innogy seine entsprechenden Aktivitäten mit dem Privatkundengeschäft von SSE zusammenlegen. An dem Gemeinschaftsunternehmen, das börsennotiert sein wird, wird innogy mit 34,4% beteiligt sein. Die Transaktion soll in Q4 2018 bzw. Q1 2019 abgeschlossen werden. innogy bezeichnet diese Minderheitsbeteiligung als nicht strategisch. Für die Jahre 2017e bis 2019e hat RWE jeweils mehr als 90% der geplanten Stromerzeugung aus Kernenergie und Braunkohle abgesichert und für 2020e mehr als 70% (2017e: 31 Euro/MWh; 2018e/2019e: jeweils 27 Euro/MWh; 2020e: 30 Euro/MWh). Für die Kohle- und Gaskraftwerke liegt die Absicherungsrate für die Jahre 2017 und 2018 ebenfalls bei über 90%.

Im Rahmen des Q3-Berichts (am 14.11.) hat RWE den Ausblick für das Geschäftsjahr 2017 bestätigt. Demnach stellt RWE ein bereinigtes EBITDA von 5,4-5,7 (2016: 5,40) Mrd. Euro in Aussicht (davon innogy: rund 4,4 (2016: 4,20) Mrd. Euro). Das bereinigte Nettoergebnis soll sich auf 1,0-1,3 (2016: 0,78) Mrd. Euro belaufen (innogy: über 1,2 (2016: 1,12) Mrd. Euro; davon auf RWE entfallend: über 0,92 Mrd. Euro). Dabei geht der Energieversorger nach wie vor davon aus, dass sich beide Kennzahlen am oberen Ende der jeweiligen Spannen bewegen werden. Die Nettoverschuldung sieht der Konzern per Ende 2017 unter dem Vorjahresniveau (31.12.2016: 22,7 Mrd. Euro). Die Investitionen inklusive Finanzanlagen sind auf 2,5-3,0 (2016: 2,38) Mrd. Euro budgetiert. Für das Geschäftsjahr 2017 bestätigte RWE die Ausschüttung einer Dividende von 0,50 Euro je Stamm- und Vorzugsaktie. Für die Folgejahre sollen 0,50 Euro je Aktie nach wie vor die Untergrenze darstellen. Zudem will RWE in Reaktion auf die Rückerstattung der Kernbrennstoffsteuer (Q2 2017) eine Sonderdividende in 2018 von 1,00 Euro je Stamm- und Vorzugsaktie ausschütten.

Wir haben unsere Prognosen für die Geschäftsjahre 2017 (u.a. bereinigtes EpS: unverändert 2,03 Euro; berichtetes EpS: 4,10 (alt: 4,65) Euro; Dividende je Aktie: unverändert: 1,50 Euro) und 2018 (u.a. bereinigtes EpS: 1,79 (alt: 1,89) Euro; berichtetes EpS: 1,63 (alt: 1,72) Euro; Dividende je Aktie: 0,57 (alt: 0,55) Euro) mehrheitlich angepasst. Auf Basis unseres Discounted-Cashflow-Modells (niedrigeres Beta) haben wir ein neues Kursziel von 22,50 (alt: 20,50) Euro für die RWE-Stammaktie ermittelt. Unser Votum lautet bei einem geringfügigen Aufwärtspotenzial weiterhin Halten.

## SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> <li>- starke Marktstellung in Deutschland</li> <li>- Unterstützung von Gewerkschaften und Landespolitikern (NRW, Brandenburg, Sachsen) hinsichtlich der Kohleverstromung und des Braunkohletagebaus</li> <li>- Dividendenperspektive ab 2017; Sonderdividende für 2017</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- nur geringer Anteil der Stromerzeugung entfällt auf die Erneuerbaren Energien; hohe CO2-Intensität der Stromerzeugung</li> <li>- hohe Abhängigkeit vom Deutschland-Geschäft</li> <li>- hoher Goodwill im Vergleich zum Eigenkapital</li> <li>- keine Dividendenkontinuität (Dividendenausfall für 2015 und 2016 für die Stammaktionäre)</li> </ul>
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> <li>- neues Geschäftsmodell (u.a. Elektromobilität, Photovoltaik, Glasfasernetze) über die Tochter innogy</li> <li>- Effizienzsteigerungsprogramm</li> <li>- Anstieg der Öl- und Rohstoffpreise</li> <li>- attraktiver Verkaufspreis für Urenco (Buchgewinne)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- eine veränderte Regulierung kann erheblichen Einfluss auf die Profitabilität haben (u.a. beschleunigter (Braun-)Kohleausstieg in Deutschland)</li> <li>- dauerhaft niedrige Stromgroßhandelspreise</li> <li>- hohe Wettbewerbsintensität</li> </ul>

Quelle: NATIONAL-BANK AG



**RWE: Gewinn- und Verlustrechnung**

in Mio. EUR (außer Ergebnis je Aktie und Dividende je Aktie)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Umsatz	48.468	48.599	45.833	46.062	46.292
Rohertrag/Bruttoergebnis	12.462	11.981	10.193	10.180	10.231
EBITDA	7.131	7.017	5.403	5.654	5.569
Abschreibungen	-3.114	-3.180	-2.321	-2.013	-1.975
EBIT	4.017	3.837	3.082	3.641	3.594
Finanzergebnis	-1.771	-4.474	-8.889	114	-1.120
EBT	2.246	-637	-5.807	3.755	2.474
Steuern	-553	-603	323	-852	-708
Ergebnis nach Steuern	1.693	-1.240	-5.484	2.903	1.766
Minderheitenanteile	-353	-454	-226	-382	-765
Nettoergebnis	1.704	-170	-5.710	2.521	1.001
Anzahl Aktien (Mio. St.)	615	615	615	615	615
Ergebnis je Aktie	2,77	-0,28	-9,29	4,10	1,63
Dividende je Aktie	1,00	0,00	0,00	1,50	0,57
in % vom Umsatz					
Umsatz	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Rohertrag/Bruttoergebnis	25,7%	24,7%	22,2%	22,1%	22,1%
EBITDA	14,7%	14,4%	11,8%	12,3%	12,0%
Abschreibungen	6,4%	6,5%	5,1%	4,4%	4,3%
EBIT	8,3%	7,9%	6,7%	7,9%	7,8%
EBT	4,6%	-1,3%	-12,7%	8,2%	5,3%
Steuern	1,1%	1,2%	-0,7%	1,8%	1,5%
Ergebnis nach Steuern	3,5%	-2,6%	-12,0%	6,3%	3,8%
Nettoergebnis	3,5%	-0,3%	-12,5%	5,5%	2,2%

Quelle: NATIONAL-BANK AG; RWE

**RWE: Bilanz- und Kapitalflussdaten**

in Mio. EUR	2014	2015	2016	2017e	2018e
Bilanzsumme	86.316	79.334	76.402	72.960	74.091
Anlagevermögen	54.224	51.453	45.911	46.248	47.023
Geschäfts- und Firmenwert	11.507	11.979	11.663	11.663	11.663
Vorräte	2.232	1.959	1.968	2.303	2.315
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	6.512	5.601	4.999	5.527	5.555
Liquide Mittel	7.581	9.959	14.401	9.713	9.984
Eigenkapital	11.772	8.894	7.990	10.893	11.737
Verzinsliches Fremdkapital	18.566	19.080	18.183	18.239	18.295
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	6.309	6.122	5.431	5.527	5.555
Summe Fremdkapital	74.544	70.440	68.412	62.066	62.354
Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit	6.368	3.214	2.352	-2.394	3.888
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-4.869	-1.906	-4.570	-2.350	-2.750
Free Cashflow	1.499	1.308	-2.218	-4.744	1.138
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	-2.200	-2.043	4.282	56	-866
Summe der Cashflows	-701	-735	2.064	-4.688	272

Quelle: NATIONAL-BANK AG; RWE

**RWE: Wichtige Kennzahlen**

	2014	2015	2016	2017e	2018e
EV / Umsatz	0,6	0,4	0,3	0,4	0,4
EV / EBITDA	4,0	2,9	2,1	3,6	3,7
EV / EBIT	7,1	5,3	3,7	5,7	5,7
KBV	10,4	neg.	neg.	5,4	13,7
KBV	1,5	1,3	1,0	1,3	1,2
KCV	2,8	3,5	3,4	-5,7	3,5
KUV	0,4	0,2	0,2	0,3	0,3
Dividendenrendite	3,5%	0,0%	0,0%	6,7%	2,6%
Eigenkapitalrendite (ROE)	14,5%	-1,9%	-71,5%	23,1%	8,5%
ROCE	7,1%	7,3%	6,5%	7,5%	7,3%
ROI	2,0%	-0,2%	-7,5%	3,5%	1,4%
Eigenkapitalquote	13,6%	11,2%	10,5%	14,9%	15,8%
Anlagendeckungsgrad	21,7%	17,3%	17,4%	23,6%	25,0%
Anlagenintensität	62,8%	64,9%	60,1%	63,4%	63,5%
Vorräte / Umsatz	4,6%	4,0%	4,3%	5,0%	5,0%
Forderungen / Umsatz	13,4%	11,5%	10,9%	12,0%	12,0%
Working Capital-Quote	5,0%	3,0%	3,4%	5,0%	5,0%
Nettofinanzverschuldung (in Mio. EUR)	10.985	9.121	3.782	8.526	8.311
Nettofinanzverschuldung / EBITDA	1,5	1,3	0,7	1,5	1,5
Capex / Umsatz	10,0%	6,5%	5,0%	6,0%	5,9%
Capex / Abschreibungen	156,4%	99,8%	99,4%	136,6%	139,2%
Free Cashflow / Umsatz	3,1%	2,7%	-4,8%	-10,3%	2,5%
Free Cash Flow / Aktie (EUR)	2,44	2,13	-3,61	-7,72	1,85
Nettofinanzverschuldung / Aktie (EUR)	17,87	14,84	6,15	13,87	13,52
Cash / Aktie (EUR)	12,33	16,20	23,43	15,80	16,24
Buchwert / Aktie (EUR)	19,15	14,47	13,00	17,72	19,09

Quelle: NATIONAL-BANK AG; RWE

## 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 selbständige 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 sowie der Europäischen Zentralbank, Sonnemannstraße 20, 60314 Frankfurt am Main.

### 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 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 Unternehmenseerfolge, d.h. des Barwertes der zukünftigen Nettoausschüttungen des Emittenten, darstellt. Der Ertragswert wird somit durch die erwarteten künftigen Unternehmenseerfolge 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 die von ihnen erwartete Wertentwicklung innerhalb des folgenden 6-12-Monatszeitraums ihrer Einschätzung der gesamten erwarteten Kursentwicklung auf dem jeweiligen Markt gegenüber. Dabei fließt das vorstehend Beschriebene und ganz allgemein ihre Sicht der künftigen Markt- und Konjunktorentwicklung in die Bewertung ein. Innerhalb dieses allgemeinen Rahmens bedeutet die Einstufung "Kaufen", dass die erwartete Wertentwicklung des Gegenstands der Anlageempfehlung über dem Kursverlauf des Marktes liegt. "Halten" bedeutet, dass die erwartete Wertentwicklung des Gegenstands der Anlageempfehlung im Marktdurchschnitt liegt. "Verkaufen" bedeutet, dass die erwartete Wertentwicklung des Gegenstands der Anlageempfehlung unter dem Kursverlauf des Marktes liegt.

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

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

sowie eine Übersicht der Empfehlungen unter

[https://www.national-bank.de/fileadmin/user\\_upload/nationalbank/Vermögensmanagement/Research/Uebersicht\\_Empfehlungen.pdf](https://www.national-bank.de/fileadmin/user_upload/nationalbank/Vermögensmanagement/Research/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/nationalbank/Vermögensmanagement/Research/Verordnung\\_2016-958.pdf](https://www.national-bank.de/fileadmin/user_upload/nationalbank/Vermögensmanagement/Research/Verordnung_2016-958.pdf).