

Marktdaten im Überblick	2
Unternehmenskommentare	3
DMG MORI.....	3
GlaxoSmithKline.....	4
HHLA A.....	10
Leoni.....	11
L'Oréal	12
Puma	18
UniCredit.....	24
Zurich Insurance Group.....	28
Rechtliche Hinweise	33



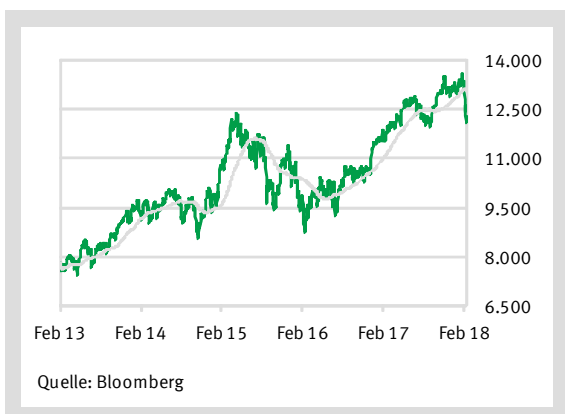
Marktdaten im Überblick

	Schlusskurs	Vortag	Änderung
Deutschland			
DAX	12.283	12.107	1,4%
MDAX	25.211	25.031	0,7%
TecDAX	2.478	2.441	1,5%
Bund-Future	157,97	158,04	0,0%
10J Bund in %	0,7570	0,7450	1,6%
3M Zins in %	-0,6480	-0,6560	-1,2%
Europa			
EuroStoxx 50	3.368	3.326	1,3%
FTSE 100	7.177	7.092	1,2%
SMI	8.822	8.682	1,6%
Welt			
DOW JONES	24.601	24.191	1,7%
S&P 500	2.656	2.620	1,4%
NASDAQ COMPOSITE	6.982	6.874	1,6%
NIKKEI 225	21.383	21.891	-2,3%
TOPIX	1.732	1.766	-1,9%
Rohstoffe / Devisen			
EUR in USD	1,2292	1,2252	0,3%
Gold (USD je Feinunze)	1.322,30	1.314,10	0,6%
Brent-Öl (USD je Barrel)	62,59	62,79	-0,3%

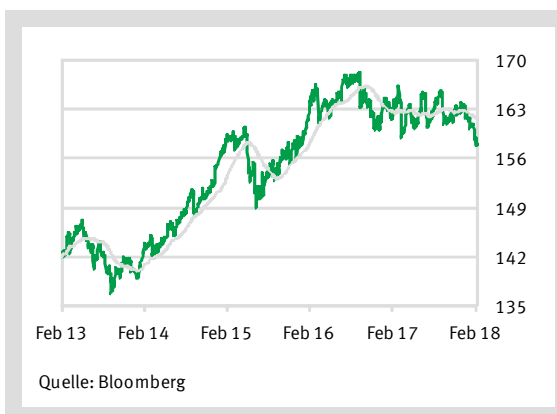
Quelle: Bloomberg

Hinweis: Die Indexstände von NIKKEI 225 und TOPIX beziehen sich auf die Handelstage vom 09.02. und 08.02. (kein Handel am 12.02.)

DAX (Kurs und gleitender 90 Tage-Durchschnitt)



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



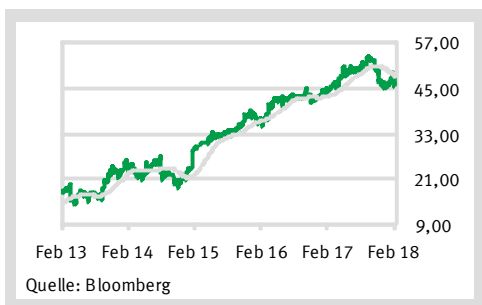
Unternehmenskommentare

DMG MORI

Verkaufen (Verkaufen)

Kurs am 12.02.18 um 17:35h	46,00 EUR
Erstellung abgeschlossen	13.02.2018 / 12:10h
Erstmals weitergegeben	13.02.2018 / 14:10h
Kursziel	-
Marktkapitalisierung	3,63 Mrd. EUR
Branche	Industrie
Land	Deutschland
WKN	587800
Reuters	GILG.DE

Kennzahlen	12/17e	12/18e	12/19e
Ergebnis je Aktie (EUR)	1,38	1,50	1,60
Kurs/Gewinn	33,5	30,7	28,7
Dividende je Aktie (EUR)	1,17	1,17	1,17
Div.-Rendite	2,5%	2,5%	2,5%
Kurs/Umsatz	1,5	1,5	1,5
Kurs/Op. Ergebnis	20,1	19,4	18,3
Kurs/Cashflow	22,0	20,8	18,2
Kurs/Buchwert	3,0	2,9	2,8



Performance	3M	6M	12M
Absolut	-0,8%	-10,7%	3,1%
Relativ z. SDAX	-2,2%	-16,1%	-13,4%

Erstempfehlung 17.03.2014

Historie der Umstufungen (12 Monate):

Anlass

Eckdaten für das Geschäftsjahr 2017

Einschätzung

Die Eckdaten für das Geschäftsjahr 2017 haben durchweg unsere Erwartungen übertroffen (u.a. EBT: 176 (Vj.: 94; unsere Prognose: 162) Mio. Euro). Das Unternehmen hat Rekordwerte bei Auftrags- eingang, Umsatz und freiem Cashflow erreicht. Dabei hat DMG MORI die selbstgesteckten Ziele für das abgelaufene Geschäfts- jahr mehrheitlich übertroffen (u.a. Auftragseingang, EBT, freier Cashflow; getroffen beim Umsatz). Einen Ausblick für das Ge- schäftsjahr 2018 hat das Unternehmen noch nicht veröffentlicht. Allerdings spielt durch den Beherrschungs- und Gewinnabfüh- rungsvertrag (B&G-Vertrag) mit der DMG MORI COMPANY (jährli- che Ausgleichszahlung (Garantiedividende je Aktie) von 1,17 Euro (brutto) bzw. 1,03 Euro (netto)) die eigene Geschäftsentwicklung für die Aktienkursentwicklung der DMG MORI-Aktie nur eine un- tergeordnete Rolle. Vielmehr hat die DMG MORI-Aktie gegenwärtig den Charakter einer Anleihe mit unendlicher Laufzeit. Entschei- dend sind u.E. vor allem die finanzielle Situation des gesamten DMG MORI COMPANY-Konzerns (kann die Ausgleichszahlung geleistet werden oder nicht) und das Zinsumfeld. Darüber hinaus besteht das Spekulationselement einer erneuten Offerte der DMG MORI COMPANY an die Minderheitsaktionäre der DMG MORI AG. Unter Berücksichtigung dieser Aspekte lautet unser Votum für die Aktie der DMG MORI AG weiterhin Verkaufen.

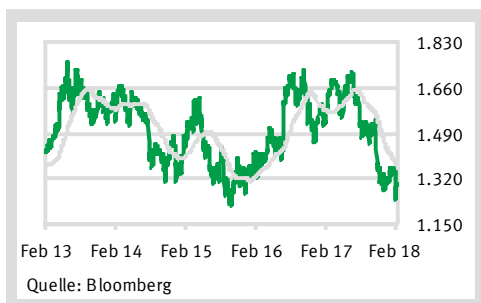
Sven Diermeier (Senior Analyst)

GlaxoSmithKline

Halten (Halten)

Kurs am 12.02.18 um 17:35h	1.292,60 GBp
Erstellung abgeschlossen	13.02.2018 / 12:10h
Erstmals weitergegeben	13.02.2018 / 14:10h
Kursziel	1.400,00 GBp
Marktkapitalisierung	63,47 Mrd. GBP
Branche	Gesundheit
Land	Großbritannien
WKN	940561
Reuters	GSK.L

Kennzahlen	12/17 (e)	12/18 e	12/19 e
Ergebnis je Aktie (GBp)	31,40	81,00	88,10
Kurs/Gewinn	49,1	16,0	14,7
Dividende je Aktie (GBp)	80,00	80,00	80,00
Div.- Rendite	5,2%	6,2%	6,2%
Kurs/Umsatz	2,5	2,1	2,1
Kurs/Op. Ergebnis	18,4	10,2	9,6
Kurs/Cashflow	19,6	19,8	21,0
Kurs/Buchwert	21,6	15,3	12,4



Performance	3M	6M	12M
Absolut	-2,0%	-12,4%	-18,2%
Relativ z. Stoxx Europe 50	2,9%	-11,7%	-16,6%

Erstempfehlung 28.11.2012

Historie der Umstufungen (12 Monate):

Anlass

Zahlen für das vierte Quartal 2017

Einschätzung

Im vierten Quartal 2017 konnte der Umsatz die Erwartungen übertreffen, während sich das bereinigte EBIT erwartungsgemäß entwickelte. Auf berichteter Basis belasteten Effekte aus der US-Steuerreform. Die Guidance für das Gesamtjahr wurde erreicht. Für 2018 wird - abhängig von generischer Konkurrenz für Advair - auf währungsbereinigter Basis ein Anstieg des bereinigten EpS um 4% bis 7% y/y (Annahme: keine Konkurrenz) bzw. eine stabile Entwicklung bis hin zu einem Rückgang um 3% y/y (Annahme: Konkurrenz zur Jahresmitte) in Aussicht gestellt. Der Ausblick ist insgesamt als solide anzusehen. Insbesondere wurde die Dividende bestätigt und eine Beschleunigung des EpS-Wachstums in Aussicht gestellt. Durch Währungseffekte und eine mögliche Generikakonkurrenz dürfte dies jedoch aufgewogen werden. Die höchste Priorität dürfte auch künftig auf dem Pharmabereich liegen. Bei reduzierten EpS-Prognosen (2018e: 81,00 (alt: 84,98) GBp; 2019e: 88,10 (alt: 94,87) GBp) ermitteln wir ein neues Kursziel von 1.400,00 (alt: 1.500,00) GBp (Peer Group-Modell) und bestätigen unser Halten-Votum.

Bernhard Weininger (Analyst)

Highlights

- Im vierten Quartal 2017 konnte der Umsatz die Erwartungen übertreffen, während sich das bereinigte EBIT erwartungsgemäß entwickelte. Auf berichteter Basis belasteten Effekte aus der US-Steuerreform. Die Guidance für das Gesamtjahr wurde erreicht.
- Für 2018 wird - abhängig von generischer Konkurrenz für Advair - auf währungsbereinigter Basis ein Anstieg des bereinigten EpS um 4% bis 7% y/y (Annahme: keine Konkurrenz) bzw. eine stabile Entwicklung bis hin zu einem Rückgang um 3% y/y (Annahme: Konkurrenz zur Jahresmitte) in Aussicht gestellt.

Geschäftsentwicklung

Der Umsatz stieg im vierten Quartal (Q4) 2017 um 1% auf 7,64 (Vj.: 7,59; unsere Prognose: 7,52; Marktkonsens: 7,46) Mrd. GBP. Auf währungsbereinigter Basis (wb.) belief sich das Umsatzwachstum auf 4% y/y. Im größten Segment Pharmaceuticals (-1% (wb.: +3%) y/y auf 4,54 Mrd. GBP) belasteten weiterhin die rückläufigen Umsätze mit den etablierten Produkten (wb.: -5% y/y auf 1,39 Mrd. GBP), während die neuen Atemwegs- und HIV-Produkte stark zulegen konnten. Die neuen Produkte (wb.: +40% (Q3 2017: +40%; Q4 2016: +71%) y/y auf 1,87 Mrd. GBP) trugen 24% zum Konzernumsatz bei. Die Dynamik bei Vaccines (wb.: +9% y/y auf 1,21 Mrd. GBP) und Consumer Healthcare (wb.: +4% y/y auf 1,89 Mrd. GBP) konnte sequenziell gesteigert werden. Im Gesamtjahr 2017 stieg der Konzernumsatz um 8% (wb.: +3%) y/y auf 30,19 Mrd. GBP.

GlaxoSmithKline	Umsatz		Veränderung gg. Vj.	Umsatz		Veränderung gg. Vj.
	Q4 2016	Q4 2017		Gj. 2016	Gj. 2017	
	in Mio. GBP			in Mio. GBP		
Pharmaceuticals	4.575	4.540	-1%	16.104	17.276	7%
Vaccines	1.137	1.208	6%	4.592	5.160	12%
Consumer Healthcare	1.874	1.891	1%	7.193	7.750	8%
Konzern	7.586	7.639	1%	27.889	30.186	8%

Quelle: NATIONAL-BANK AG; GlaxoSmithKline

Das bereinigte Konzern-EBIT belief sich in Q4 2017 auf 2,04 (Vj.: 2,03; unsere Prognose: 2,03; Marktkonsens: 2,02) Mrd. GBP und das bereinigte EpS auf 27,2 (Vj.: 25,5) GBp. Auf berichteter Basis verschlechterte sich das EpS bei höheren Sonderbelastungen sowie infolge eines negativen Effekts infolge der US-Steuerreform auf -11,2 (Vj.: +5,3) GBp. Im Gesamtjahr 2017 stieg das bereinigte EpS auf währungsbereinigter Basis um 4% (Guidance: +3% bis +5%) y/y auf 111,8 (Vj.: 100,6) GBp. Die Dividende soll konstant bei 80,00 (Vj.: 80,00) GBp gehalten werden. Der operative Cashflow belief sich auf 8,26 (Vj.: 8,11) Mrd. GBP.

GlaxoSmithKline	bereinigtes EBIT		Veränderung gg. Vj.	bereinigtes EBIT		Veränderung gg. Vj.
	Q4 2016	Q4 2017		Gj. 2016	Gj. 2017	
	in Mio. GBP			in Mio. GBP		
Pharmaceuticals	1.603	1.597	0%	5.488	5.927	8%
Vaccines	278	231	-17%	1.429	1.644	15%
Consumer Healthcare	274	302	10%	1.116	1.373	23%
Corporate	-128	-92	-	-362	-376	-
Konzern	2.027	2.038	1%	7.671	8.568	12%
bereinigtes EBIT-Marge	26,7%	26,7%	0,0 PP	27,5%	28,4%	0,9 PP

Quelle: NATIONAL-BANK AG; GlaxoSmithKline

PP: Prozentpunkte

Perspektiven

Für das laufende Geschäftsjahr 2018 hat das Unternehmen erneut einen Ausblick gegeben, der abhängig von der Einführung generischer Konkurrenzprodukte für Advair in den USA ist. Für den Fall, dass in 2018 keine generische Version auf den US-Markt gebracht wird, stellt das Unternehmen auf währungsbereinigter Basis einen Anstieg des bereinigten EpS um 4% bis 7% (2017: +4%) y/y in Aussicht. Falls zur Mitte des Jahres ein Nachahmerprodukt auf den Markt kommt, wird für das bereinigte EpS eine stabile Entwicklung bis hin zu einem Rückgang um 3% y/y erwartet. Auf Basis derzeitiger Wechselkurse rechnet das Unternehmen in 2018 mit negativen Währungseffekten von 4 Prozentpunkten auf den Umsatz und 6 Prozentpunkten auf das bereinigte EpS. Die Dividende soll sich auch in 2018 weiterhin auf 80,00 GBp belaufen.

Die höchste Priorität dürfte auch künftig dem Bereich Pharmaceuticals zukommen. Die R&D-Pipeline soll gestärkt werden und 80% der Ausgaben in „Priority-Projekte“ der Therapiegebiete Atemwegserkrankungen, HIV/Infektion sowie Onkologie und Immun-/Entzündungskrankheiten fließen. Über 30 klinische und präklinische Programme sollen eingestellt werden. Zudem werden strategische Optionen für die Einheit der seltenen Krankheiten geprüft. Ein zusätzliches Kosteneffizienzprogramm soll ab 2020 jährliche Einsparungen von 1 Mrd. GBP erzielen. Hinsichtlich Akquisitionen soll die höchste Priorität auf dem Pharmabereich liegen, weshalb wir eine Übernahme bei den rezeptfreien Gesundheitsprodukten (u.a. Pfizer, Merck KGaA) als unwahrscheinlich erachten.

Die Aktie verzeichnete auf Sicht von 3 Monaten einen leichten Kursrückgang, entwickelte sich damit aber besser als die Vergleichsindizes. Der Ausblick ist insgesamt als solide anzusehen. Insbesondere wurde die Dividende bestätigt und eine Beschleunigung des EpS-Wachstums in Aussicht gestellt. Durch Währungseffekte und eine mögliche Generikakonkurrenz dürfte dies jedoch aufgewogen werden. Bei reduzierten EpS-Prognosen (2018e: 81,00 (alt: 84,98) GBp; 2019e: 88,10 (alt: 94,87) GBp) ermitteln wir ein neues Kursziel von 1.400,00 (alt: 1.500,00) GBp (Peer Group-Modell) und bestätigen unser Halten-Votum.

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> - umfangreiche und fortgeschrittene F&E-Pipeline - breit gefächertes Produktportfolio sowohl innerhalb der Pharmaceuticals-Division als auch in der Consumer Healthcare-Division - attraktive Dividendenpolitik, die auch in Zukunft fortgesetzt werden soll 	<ul style="list-style-type: none"> - starkes Engagement im US-Markt führt infolge der hohen Generika-Konkurrenz zu stärkerem Margendruck - hohe Wechselkursabhängigkeit
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> - Ausbau der F&E-Investitionen sowie Fortsetzung der Strategie selektiver Zukäufe - zunehmende regionale Diversifikation (z.B. Expansion in wachstumsstarke Regionen) - Erfolge durch Kostensenkungsprogramm - positive Auswirkungen des schwachen GBP 	<ul style="list-style-type: none"> - weitere Zunahme der generischen Konkurrenz - starke Regulierung des Pharmamarkts durch den Gesetzgeber - Forschungsfehlschläge können zu Zulassungslücken führen

Quelle: NATIONAL-BANK AG

GlaxoSmithKline: Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. GBP (außer Ergebnis je Aktie und Dividende je Aktie)	2015	2016	2017(e)	2018e	2019e
Umsatz	23.923	27.889	30.186	29.884	30.482
Rohertrag/Bruttoergebnis	15.070	18.599	19.844	19.574	20.057
EBITDA	11.952	4.372	6.140	8.244	8.660
Abschreibungen	-1.630	-1.774	-2.053	-2.032	-2.073
EBIT	10.322	2.598	4.087	6.212	6.587
Finanzergebnis	204	-659	-562	-538	-549
EBT	10.526	1.939	3.525	5.674	6.038
Steuern	-2.154	-877	-1.356	-1.106	-1.147
Ergebnis nach Steuern	8.372	1.062	2.169	4.568	4.891
Minderheitenanteile	50	-150	-637	-601	-574
Nettoergebnis	8.422	912	1.532	3.967	4.317
Anzahl Aktien (Mio. St.)	4.831	4.860	4.886	4.900	4.900
Ergebnis je Aktie	174,30	18,80	31,40	81,00	88,10
Dividende je Aktie	100,00	80,00	80,00	80,00	80,00
in % vom Umsatz					
Umsatz	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Rohertrag/Bruttoergebnis	63,0%	66,7%	65,7%	65,5%	65,8%
EBITDA	50,0%	15,7%	20,3%	27,6%	28,4%
Abschreibungen	6,8%	6,4%	6,8%	6,8%	6,8%
EBIT	43,1%	9,3%	13,5%	20,8%	21,6%
EBT	44,0%	7,0%	11,7%	19,0%	19,8%
Steuern	9,0%	3,1%	4,5%	3,7%	3,8%
Ergebnis nach Steuern	35,0%	3,8%	7,2%	15,3%	16,0%
Nettoergebnis	35,2%	3,3%	5,1%	13,3%	14,2%

Quelle: NATIONAL-BANK AG; GlaxoSmithKline

GlaxoSmithKline: Bilanz- und Kapitalflussdaten

in Mio. GBP	2015	2016	2017(e)	2018e	2019e
Bilanzsumme	53.446	59.081	56.381	55.482	55.316
Anlagevermögen	36.859	42.370	40.474	40.384	40.293
Geschäfts- und Firmenwert	5.162	5.965	5.734	5.734	5.734
Vorräte	4.716	5.102	5.557	5.379	5.334
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	5.615	6.026	6.000	5.977	6.096
Liquide Mittel	5.830	4.897	3.833	3.199	3.022
Eigenkapital	8.878	4.963	3.489	4.148	5.119
Verzinsliches Fremdkapital	16.632	18.790	17.089	17.088	17.095
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	9.191	12.525	22.046	19.425	18.289
Summe Fremdkapital	44.568	54.118	52.892	51.334	50.197
Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit	2.569	6.497	6.918	5.219	5.717
Cashflow aus Investitionstätigkeit	6.037	-1.269	-1.443	-1.942	-1.981
Free Cashflow	8.606	5.228	5.475	3.276	3.736
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	-7.103	-6.392	-6.380	-3.910	-3.913
Summe der Cashflows	1.503	-1.164	-905	-634	-177

Quelle: NATIONAL-BANK AG; GlaxoSmithKline

GlaxoSmithKline: Wichtige Kennzahlen

	2015	2016	2017(e)	2018e	2019e
EV / Umsatz	3,3	3,1	2,9	2,6	2,5
EV / EBITDA	6,6	20,0	14,4	9,3	8,9
EV / EBIT	7,7	33,7	21,7	12,4	11,6
KGV	8,1	80,7	49,1	16,0	14,7
KBV	7,7	14,9	21,6	15,3	12,4
KCV	11,7	15,1	19,6	19,8	21,0
KUV	2,9	2,6	2,5	2,1	2,1
Dividendenrendite	7,1%	5,3%	5,2%	6,2%	6,2%
Eigenkapitalrendite (ROE)	94,9%	18,4%	43,9%	95,6%	84,3%
ROCE	27,2%	6,3%	13,6%	19,2%	19,7%
ROI	15,8%	1,5%	2,7%	7,1%	7,8%
Eigenkapitalquote	16,6%	8,4%	6,2%	7,5%	9,3%
Anlagendeckungsgrad	24,1%	11,7%	8,6%	10,3%	12,7%
Anlagenintensität	69,0%	71,7%	71,8%	72,8%	72,8%
Vorräte / Umsatz	19,7%	18,3%	18,4%	18,0%	17,5%
Forderungen / Umsatz	23,5%	21,6%	19,9%	20,0%	20,0%
Working Capital-Quote	4,8%	-5,0%	-34,7%	-27,0%	-22,5%
Nettofinanzverschuldung (in Mio. GBP)	10.802	13.893	13.256	13.889	14.073
Nettofinanzverschuldung / EBITDA	0,9	3,2	2,2	1,7	1,6
Capex / Umsatz	7,9%	8,4%	6,5%	6,5%	6,5%
Capex / Abschreibungen	116,6%	132,6%	95,6%	95,6%	95,6%
Free Cashflow / Umsatz	36,0%	18,7%	18,1%	11,0%	12,3%
Free Cash Flow / Aktie (GBP)	1,78	1,08	1,12	0,67	0,76
Nettofinanzverschuldung / Aktie (GBP)	2,24	2,86	2,71	2,83	2,87
Cash / Aktie (GBP)	120,68	100,76	78,45	65,29	61,67
Buchwert / Aktie (GBP)	183,77	102,12	71,41	84,65	104,47

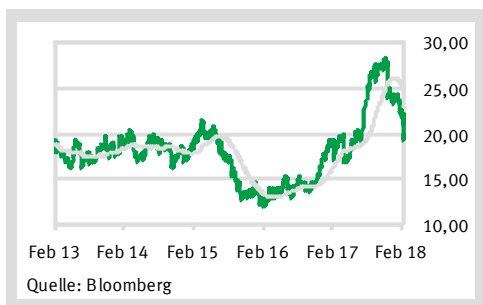
Quelle: NATIONAL-BANK AG; GlaxoSmithKline

HHLA A

Halten (Halten)

Kurs am 12.02.18 um 17:35h	19,82 EUR
Erstellung abgeschlossen	13.02.2018 / 12:10h
Erstmals weitergegeben	13.02.2018 / 14:10h
Kursziel	22,00 EUR
Marktkapitalisierung	1,39 Mrd. EUR
Branche	Industrie
Land	Deutschland
WKN	A0S848
Reuters	HHFGn.DE

Kennzahlen	12/17e	12/18e	12/19e
Ergebnis je Aktie (EUR)	1,00	1,06	1,12
Kurs/Gewinn	19,8	18,6	17,7
Dividende je Aktie (EUR)	0,63	0,66	0,70
Div.-Rendite	3,2%	3,3%	3,5%
Kurs/Umsatz	1,1	1,1	1,1
Kurs/Op. Ergebnis	8,9	8,0	7,8
Kurs/Cashflow	6,2	5,9	5,8
Kurs/Buchwert	2,3	2,1	1,9



Performance	3M	6M	12M
Absolut	-27,9%	-19,9%	11,8%
Relativ z. SDAX	-29,3%	-25,3%	-4,7%

Erstempfehlung 28.03.2014

Historie der Umstufungen (12 Monate):

Anlass

Eckdaten für das Geschäftsjahr 2017

Einschätzung

Der Umsatz (HHLA-Teilkonzern Hafenlogistik) kletterte nach vorläufigen Daten im Geschäftsjahr (Gj.) 2017 um 6% auf 1,22 (Vj.: 1,15; unsere Prognose: 1,24) Mrd. Euro (Guidance: moderater Anstieg). Das berichtete EBIT legte auf 156 (Vj.: 148; unsere Prognose: 154; Guidance: 135-155) Mio. Euro zu. Unter Berücksichtigung der Sonderbelastungen von rund 25 Mio. Euro bezifferte sich das bereinigte EBIT auf 181 (Vj.: 148; unsere Prognose: 179) Mio. Euro. Insgesamt ist zu konstatieren, dass das Unternehmen die Ziele für das Gesamtjahr 2017 erreicht bzw. leicht übertroffen hat. Allerdings war der Dynamikverlust im Schlussquartal auffällig (Umsatz Gj. 2017: +6% y/y (Q1-Q3 2017: +9% y/y); Containerumschlag Gj. 2017: +8% y/y (Q1-Q3 2017: +11% y/y); Containertransport Gj. 2017: +5% y/y (Q1-Q3 2017: +7% y/y)). Einen Ausblick für das Geschäftsjahr 2018 hat HHLA noch nicht veröffentlicht. Ein wichtiger Kunde des Unternehmens - die Rederei A.P. Moeller-Maersk - hatte jüngst die Erwartung geäußert, dass eine weitere Branchenkonsolidierung bevorsteht. Das würde die Position der Kunden gegenüber HHLA weiter stärken. Wir haben unsere Prognosen angepasst (u.a. EpS 2017e: 1,00 (alt: 0,98) Euro; EpS 2018e: 1,06 (alt: 1,09) Euro; EpS 2019e: 1,12 (alt: 1,14) Euro). Die Dividendenrendite ist ansprechend (u.a. 2017e: 3,2%). Vor dem Hintergrund der (vorerst) begrenzten Wachstumsperspektiven (u.a. Branchenkonsolidierung Rederei, Elbvertiefung) lautet unser Votum für die HHLA A-Aktie weiterhin Halten (Kursziel: 22,00 (alt: 28,00) Euro (Discounted-Cashflow-Modell, höheres Beta, konservativere Mittelfristannahmen)).

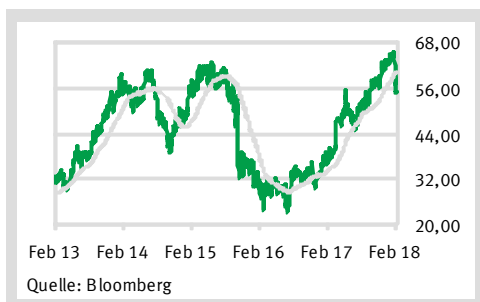
Sven Diermeier (Senior Analyst)

Leoni

Halten (Halten)

Kurs am 12.02.18 um 17:35h	54,62 EUR
Erstellung abgeschlossen	13.02.2018 / 12:10h
Erstmals weitergegeben	13.02.2018 / 14:10h
Kursziel	59,00 EUR
Marktkapitalisierung	1,78 Mrd. EUR
Branche	Industrie
Land	Deutschland
WKN	540888
Reuters	LEOGn.DE

Kennzahlen	12/17e	12/18e	12/19e
Ergebnis je Aktie (EUR)	4,36	4,12	4,98
Kurs/Gewinn	12,5	13,3	11,0
Dividende je Aktie (EUR)	1,10	1,25	1,50
Div.-Rendite	2,0%	2,3%	2,7%
Kurs/Umsatz	0,4	0,3	0,3
Kurs/Op. Ergebnis	7,9	8,5	7,2
Kurs/Cashflow	7,9	5,9	5,3
Kurs/Buchwert	1,7	1,6	1,4



Performance	3M	6M	12M
Absolut	-2,4%	4,8%	40,9%
Relativ z. MDAX	1,7%	1,9%	34,7%

Erstempfehlung 27.03.2014

Historie der Umstufungen (12 Monate):

Anlass

Eckdaten für das Geschäftsjahr 2017

Einschätzung

Gemäß vorläufiger Zahlen kletterte der Umsatz im Geschäftsjahr 2017 auf 4,9 (Vj.: 4,43) Mrd. Euro und übertraf dabei die Erwartungen (unsere Prognose: 4,81 Mrd. Euro; Marktkonsens: 4,81 Mrd. Euro) sowie die Guidance (rund 4,8 Mrd. Euro). Das berichtete EBIT (225 (Vj.: 78) Mio. Euro) lag ebenfalls über den Erwartungen (unsere Prognose: 219 Mio. Euro; Marktkonsens: 215 Mio. Euro) sowie der selbstgesteckten Zielsetzung (rund 220 Mio. Euro). Für die signifikante Ergebnisverbesserung ist neben der operativen Entwicklung auch eine Umkehr bei den Sondereffekten verantwortlich (bereinigtes EBIT: 195 (Vj.: 160; unsere Prognose: 212) Mio. Euro). Einen Dividendenvorschlag für das abgelaufene Geschäftsjahr sowie einen Ausblick auf das laufende Geschäftsjahr hat Leoni noch nicht veröffentlicht. Die globale Absatzdynamik des wichtigsten Kunden des Unternehmens - die Automobilindustrie - sollte in 2018 im Vergleich zum Vorjahr (2017 laut LMC Automotive: +2,4% y/y) - abnehmen. Allerdings sollte gleichzeitig der Absatzanteil von EV-Fahrzeugen, die einen überdurchschnittlichen Bedarf an Kabeln und Kabelsystemen im Vergleich zum Automobil mit Verbrennungsmotor aufweisen, weiter zunehmen. Einen neuen Vorstandsvorsitzenden hat Leoni noch nicht bekannt gegeben. Wir haben unsere Prognosen angepasst (u.a. EpS 2017e: 4,36 (alt: 4,23) Euro; Dividende je Aktie (DpS) 2017e: 1,10 (alt: 1,05) Euro; EpS 2018e: 4,12 (alt: 4,22) Euro; DpS 2018e: 1,25 (alt: 1,20) Euro; EpS 2019e: 4,98 (alt: 4,81) Euro; DpS 2019e: 1,50 (alt: 1,40) Euro). In Erwartung, dass das Unternehmen die Mittelfrist-Guidance (bis 2019e) erfüllt, lautet unser Votum für die Leoni-Aktie weiterhin Halten (Kursziel: unverändert 59,00 Euro (Discounted-Cashflow-Modell)).

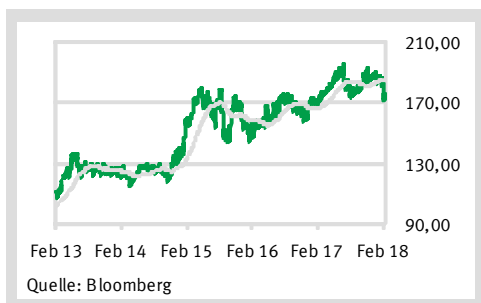
Sven Diermeier (Senior Analyst)

L'Oréal

Halten (Halten)

Kurs am 12.02.18 um 17:35h	176,40 EUR
Erstellung abgeschlossen	13.02.2018 / 12:10h
Erstmals weitergegeben	13.02.2018 / 14:10h
Kursziel	185,00 EUR
Marktkapitalisierung	98,78 Mrd. EUR
Branche	Konsum
Land	Frankreich
WKN	853888
Reuters	OREP.PA

Kennzahlen	12/17 (e)	12/18 e	12/19 e
Ergebnis je Aktie (EUR)	6,40	6,86	7,28
Kurs/Gewinn	28,4	25,7	24,2
Dividende je Aktie (EUR)	3,55	3,75	4,00
Div.- Rendite	2,0%	2,1%	2,3%
Kurs/Umsatz	3,8	3,7	3,6
Kurs/Op. Ergebnis	22,4	20,5	19,3
Kurs/Cashflow	19,6	22,3	22,0
Kurs/Buchwert	4,1	3,8	3,6



Performance	3M	6M	12M
Absolut	-4,9%	1,6%	1,6%
Relativ z. EuroStoxx 50	0,9%	2,7%	-0,4%

Erstempfehlung 15.04.2014

Historie der Umstufungen (12 Monate):

Anlass

Zahlen für das vierte Quartal 2017

Einschätzung

Die Zahlen zum vierten Quartal (Q4) 2017 lagen beim berichteten Umsatz im Rahmen der Erwartungen, fielen beim flächenbereinigten Wachstum (lfl.) jedoch besser als erwartet aus. Hauptwachstumstreiber war insbesondere L'Oréal Luxe, das von einem starken Geschäft in Asien-Pazifik (v.a. China) profitierte. Ergebnisseitig wurden unsere Prognosen u.a. auf Grund höher als von uns unterstellten Einmalbelastungen durch den Verkauf von The Body Shop verfehlt. Für 2018 erwartet der Konzern ein signifikantes lfl.-Wachstum sowie eine Verbesserung der Profitabilität. Darüber hinaus standen Aussagen des CEO im Fokus, wonach der Konzern sein Interesse an dem 23%-igen L'Oréal-Anteil von Nestlé bekundete. Konkrete Verkaufsabsichten von Nestlé sind jedoch nicht bekannt. Wir haben unsere Prognosen für 2018 angepasst (u.a. EpS: 6,86 (alt: 7,06) Euro) und prognostizieren für 2019 ein EpS von 7,28 Euro und ein DpS von 4,00 Euro je Aktie. Für die L'Oréal-Aktie sprechen u.E. der hohe produktseitige und regionale Diversifizierungsgrad. Zudem dürfte der Konzern von einer weiter anziehenden Wachstumsdynamik im Luxusbereich profitieren. Allerdings wird das weitere Aufwärtspotential u.E. durch das wachstumsschwächere Segment mit Massenprodukten und ein gedämpftes US-Geschäft begrenzt. Bei einem neuen Kursziel von 185,00 (alt: 208,00) Euro (DCF-Modell) votieren wir weiterhin mit Halten.

Laura Cherdron (Analystin)

Highlights

- Der Dividendenvorschlag für 2017 (3,55 (Vj.: 3,30) Euro je Aktie) entspricht unserer Erwartung (3,55 Euro).
- Für 2018 stellt der Konzern ein signifikantes lfl.-Wachstum sowie eine Verbesserung der Profitabilität in Aussicht.

Geschäftsentwicklung

L'Oréal verzeichnete in Q4 2017 einen Umsatzrückgang von 4,1% auf 6,51 (Vj.: 6,79; unsere Prognose: 6,42; Marktkonsens: 6,56) Mrd. Euro. Der Umsatz auf lfl.-Basis stieg um 5,5% y/y (unsere Prognose: +4,8% y/y; Marktkonsens: +4,9% y/y). Als Wachstumstreiber zeigte sich dabei erneut das Segment L'Oréal Luxe, das erneut ein starkes lfl.-Wachstum erzielte (+9,8% y/y; Q3: +11,2% y/y; Q2: +8,9% y/y; Q1: +12,2% y/y; berichtet: +4,1% y/y auf 2,30 Mrd. Euro). Das wichtigste Segment Consumer Products erreichte auf Quartalsbasis stärkste lfl.-Wachstum in 2017 (+3,0% y/y; Q3: +2,3% y/y; Q2: +2,4% y/y; Q1: +1,4% y/y; berichtet: -2,3% y/y auf 2,91 Mrd. Euro), was auf ein dynamischeres Geschäft in Westeuropa zurückzuführen ist. Geografisch betrachtet war erneut die Region Asien/Pazifik (v.a. China) Hauptwachstumstreiber, wohingegen Nordamerika als einzige Region einen Rückgang auswies. In 2017 kletterte der Konzernumsatz um 0,7% auf 26,02 (Vj.: 25,84) Mrd. Euro. Hierbei zeigten sich negative Währungs- (-1,3 Prozentpunkte (PP)) und Konsolidierungseffekte (-2,8 PP). Das lfl.-Wachstum belief sich auf 4,8% y/y.

Das bereinigte operative Ergebnis fiel in H2 2017 trotz einer verbesserten Bruttomarge (71,6% (Vj.: 70,8%)) und gesunkenen operativen Aufwendungen um 1,4% auf 2,15 (Vj.: 2,18; unsere Prognose: 2,24; Marktkonsens: 2,18) Mrd. Euro. Positiv ist jedoch der Anstieg der bereinigten operativen Marge hervorzuheben. Bei der Betrachtung der Segmente zeigte lediglich Consumer Products eine Ergebnis- und Margenverbesserung. Das berichtete operative Ergebnis (Konzern) fiel auf Grund höherer Einmalaufwendungen durch den Verkauf von The Body Shop um 8,8% auf 1,97 (Vj.: 2,16; unsere Prognose: 2,28) Mrd. Euro. Das berichtete Nettoergebnis sank um 5,1% auf 1,54 (Vj.: 1,63; unsere Prognose: 1,70) Mrd. Euro. In 2017 erzielte der Konzern einen Anstieg beim Nettoergebnis von 15,3% auf 3,58 (Vj.: 3,11) Mrd. Euro bzw. ein EpS von 6,40 (Vj.: 5,50) Euro. Der Dividendenvorschlag für 2017 (3,55 (Vj.: 3,30) Euro je Aktie) entspricht unserer Erwartung (3,55 Euro).

Zum 31.12.2017 verzeichnete der Konzern eine Nettoliquidität von 1,87 (30.06.2017: -1,47 (Nettoverschuldung); 31.12.2016: 0,48) Mrd. Euro.

L'Oréal	Umsatz		Veränderung	Umsatz		Veränderung
	Q4 2016	Q4 2017		Gj. 2016	Gj. 2017	
	in Mio. EUR		gg. Vj.	in Mio. EUR		gg. Vj.
Professional Products	867	832	-4,0%	3.400	3.350	-1,5%
Consumer Products	2.979	2.911	-2,3%	11.993	12.119	1,0%
L'Oréal Luxe	2.209	2.299	4,1%	7.662	8.472	10,6%
Active Cosmetics	414	472	14,2%	1.861	2.083	11,9%
Konzern	6.789	6.514	-4,1%	25.837	26.024	0,7%

Quelle: L'Oréal, NATIONAL-BANK AG

L'Oréal	Operatives Ergebnis*		Veränderung gg. Vj.	Operatives Ergebnis*		Veränderung gg. Vj.
	H2 2016	H2 2017		Gj. 2016	Gj. 2017	
	in Mio. EUR		in Mio. EUR			
Professional Products	350	350	-0,3%	689	669	-2,8%
Consumer Products	1.110	1.152	3,7%	2.417	2.419	0,1%
L'Oréal Luxe	856	886	3,5%	1.623	1.856	14,4%
Active Cosmetics	148	168	13,2%	432	471	9,2%
Sonstige	-288	-408	-	-620	-739	-
Konzern	2.176	2.146	-1,4%	4.540	4.676	3,0%

Quelle: L'Oréal, NATIONAL-BANK AG

* bereinigt

Perspektiven

L'Oréal zielt mit seiner aktuellen Strategie auf ein überdurchschnittliches Marktwachstum ab. Hierfür setzt der Konzern auf eine Stärkung der Marktführerschaft im Bereich Make-up und Haarfärbung, die Ausweitung kleinerer, wachstumsstarker Bereiche (u.a. L'Oréal Men) sowie die Stärkung des E-Commerce (2016: 10% des Umsatzes). Auf Segmentebene sollen bei Consumer Products u.a. die Kernmarken fortlaufend modernisiert werden und ein Fokus auf Innovationen gelegt werden. In diesem Zusammenhang setzt der Konzern auch auf passende strategische Akquisitionen. Darüber hinaus bekundete der Konzern im Rahmen eines Zeitungsinterviews sein Kaufinteresse für den 23%-igen L'Oréal-Anteil von Nestlé, sollte Nestlé diesen verkaufen wollen. In diesem Fall wäre der Konzern zudem bereit, seinen 9%-igen Anteil an Sanofi zu veräußern. Konkrete Verkaufsabsichten von Nestlé sind jedoch nicht bekannt. Den Kauf des Nestlé-Anteils würden wir angesichts der soliden bilanziellen Situation von L'Oréal für unproblematisch erachten.

Für 2018 gab L'Oréal erwartungsgemäß keinen konkreten Ausblick, der Konzern geht jedoch in einem volatilen und unsicheren Marktumfeld davon aus, das Marktwachstum deutlich zu übertreffen. Dabei werden ein signifikantes lfl.-Wachstum sowie eine Verbesserung der Profitabilität in Aussicht gestellt. Wir haben unsere Prognosen für 2018 angepasst (EpS: 6,86 (alt: 7,06) Euro; Dividende je Aktie (DpS): 3,75 (alt: 3,70) Euro) und prognostizieren für 2019 ein EpS von 7,28 Euro und ein DpS von 4,00 Euro je Aktie.

Die L'Oréal-Aktie tendierte zuletzt schwächer (1 Monat: -6%; rel. ggü. Stoxx Europe 50: +2 PP). Positiv werten wir die starke Wachstumsdynamik in der Region Asien/Pazifik und im Luxussegment. Diese Entwicklung sollte u.E. auch in den kommenden Quartalen anhalten. Zudem begrüßen wir den v.a. im Hinblick auf das lfl.-Wachstum optimistischen Ausblick für 2018. Kritisch stimmen uns jedoch der weiterhin hohe Preisdruck sowie das anhaltend schwache Marktumfeld im wichtigen Massenmarkt. Daher sehen wir nach wie vor nur ein moderates Aufwärtspotential für die L'Oréal-Aktie, weshalb unser Halten-Votum bei einem neuen Kursziel von 185,00 (alt: 208,00) Euro (Discounted-Cashflow-Modell; Startjahr 2018 (alt: 2017)) Bestand hat.

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> - starkes Markenportfolio und Marktführerschaft in zahlreichen Kategorien - gute Marktposition in Wachstumsmärkten - starke Diversifizierung nach Segmenten und Regionen - komfortable Bilanzstruktur 	<ul style="list-style-type: none"> - schwache Entwicklung der Naturkosmetikkette The Body Shop - vergleichsweise geringe Profitabilität in den Schwellenländern - hohe Abhängigkeit von erfolgreichen Produktinnovationen
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> - Fokussierung auf wachstumsstarke Bereiche - positive demografische Trends in den „Neuen Märkten“ - hohes Wachstum in Schwellenländern 	<ul style="list-style-type: none"> - verstärkter Preiswettbewerb durch globale Konkurrenten - Konsolidierung im Einzelhandel/Handelsmarken - Abhängigkeit der Luxussparte vom internationalen Tourismus

Quelle: NATIONAL-BANK AG

L'Oréal : Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. EUR (außer Ergebnis je Aktie und Dividende je Aktie)	2015	2016	2017(e)	2018e	2019e
Umsatz	25.257	25.837	26.024	26.371	27.496
Rohertag/Bruttoergebnis	17.980	18.495	18.665	18.934	19.742
EBITDA	5.128	5.421	5.619	5.802	6.132
Abschreibungen	-934	-1.425	-1.219	-976	-1.017
EBIT	4.194	3.996	4.400	4.826	5.114
Finanzergebnis	323	327	327	323	362
EBT	4.517	4.323	4.727	5.149	5.476
Steuern	-1.223	-1.215	-901	-1.303	-1.396
Ergebnis nach Steuern	3.295	3.109	3.826	3.846	4.080
Minderheitenanteile	-1	-3	-4	-3	-2
Nettoergebnis	3.297	3.106	3.582	3.843	4.078
Anzahl Aktien (Mio. St.)	565	565	560	560	560
Ergebnis je Aktie	5,84	5,50	6,40	6,86	7,28
Dividende je Aktie	3,10	3,30	3,55	3,75	4,00
in % vom Umsatz					
Umsatz	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Rohertag/Bruttoergebnis	71,2%	71,6%	71,7%	71,8%	71,8%
EBITDA	20,3%	21,0%	21,6%	22,0%	22,3%
Abschreibungen	3,7%	5,5%	4,7%	3,7%	3,7%
EBIT	16,6%	15,5%	16,9%	18,3%	18,6%
EBT	17,9%	16,7%	18,2%	19,5%	19,9%
Steuern	4,8%	4,7%	3,5%	4,9%	5,1%
Ergebnis nach Steuern	13,0%	12,0%	14,7%	14,6%	14,8%
Nettoergebnis	13,1%	12,0%	13,8%	14,6%	14,8%

Quelle: NATIONAL-BANK AG; L'Oréal

L'Oréal : Bilanz- und Kapitalflussdaten

in Mio. EUR	2015	2016	2017(e)	2018e	2019e
Bilanzsumme	33.711	35.630	35.339	37.291	37.970
Anlagevermögen	24.458	25.585	24.320	24.700	25.040
Geschäfts- und Firmenwert	8.152	8.793	8.827	9.269	9.732
Vorräte	2.441	2.699	2.495	3.165	3.300
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	3.628	3.942	3.923	4.114	4.262
Liquide Mittel	1.400	1.746	3.047	3.649	3.589
Eigenkapital	23.617	24.504	24.819	26.176	27.654
Verzinsliches Fremdkapital	782	1.265	1.174	1.198	605
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	3.929	4.135	4.141	4.167	4.344
Summe Fremdkapital	10.094	11.126	10.521	11.116	10.316
Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit	4.203	4.705	5.197	4.425	4.490
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-1.636	-2.605	-1.517	-1.356	-1.357
Free Cashflow	2.567	2.100	3.680	3.069	3.133
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	-3.024	-1.741	-2.276	-2.466	-3.194
Summe der Cashflows	-457	359	1.404	603	-61

Quelle: NATIONAL-BANK AG; L'Oréal

L'Oréal : Wichtige Kennzahlen

	2015	2016	2017(e)	2018e	2019e
EV / Umsatz	3,6	3,7	3,6	3,6	3,4
EV / EBITDA	17,8	17,5	16,8	16,3	15,4
EV / EBIT	21,8	23,7	21,5	19,6	18,5
KGV	27,9	29,6	28,4	25,1	23,7
KBV	3,9	3,8	4,1	3,7	3,5
KCV	21,9	19,6	19,6	21,8	21,5
KUV	3,6	3,7	3,7	3,7	3,5
Dividendenrendite	1,9%	2,0%	2,0%	2,2%	2,3%
Eigenkapitalrendite (ROE)	14,0%	12,7%	14,4%	14,7%	14,7%
ROCE	15,8%	14,2%	16,5%	17,4%	18,1%
ROI	9,8%	8,7%	10,1%	10,3%	10,7%
Eigenkapitalquote	70,1%	68,8%	70,2%	70,2%	72,8%
Anlagendeckungsgrad	96,6%	95,8%	102,0%	106,0%	110,4%
Anlagenintensität	72,6%	71,8%	68,8%	66,2%	65,9%
Vorräte / Umsatz	9,7%	10,4%	9,6%	12,0%	12,0%
Forderungen / Umsatz	14,4%	15,3%	15,1%	15,6%	15,5%
Working Capital-Quote	8,5%	9,7%	8,8%	11,8%	11,7%
Nettofinanzverschuldung (in Mio. EUR)	-618	-481	-1.872	-2.452	-2.983
Nettofinanzverschuldung / EBITDA	-0,1	-0,1	-0,3	-0,4	-0,5
Capex / Umsatz	4,6%	5,4%	4,9%	5,1%	4,9%
Capex / Abschreibungen	125,5%	97,3%	103,8%	139,0%	133,4%
Free Cashflow / Umsatz	10,2%	8,1%	14,1%	11,6%	11,4%
Free Cash Flow / Aktie (EUR)	4,54	3,72	6,57	5,48	5,60
Nettofinanzverschuldung / Aktie (EUR)	-1,09	-0,85	-3,34	-4,38	-5,33
Cash / Aktie (EUR)	2,48	3,09	5,44	6,52	6,41
Buchwert / Aktie (EUR)	41,80	43,41	44,32	46,75	49,38

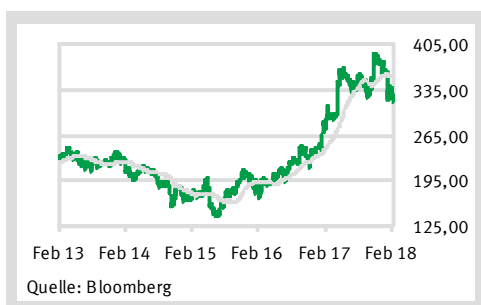
Quelle: NATIONAL-BANK AG; L'Oréal

Puma

Halten (Halten)

Kurs am 12.02.18 um 17:35h	317,50 EUR
Erstellung abgeschlossen	13.02.2018 / 12:10h
Erstmals weitergegeben	13.02.2018 / 14:10h
Kursziel	340,00 EUR
Marktkapitalisierung	4,74 Mrd. EUR
Branche	Konsum
Land	Deutschland
WKN	696960
Reuters	PUMG.DE

Kennzahlen	12/17	12/18e	12/19e
Ergebnis je Aktie (EUR)	9,09	13,30	16,67
Kurs/Gewinn	36,7	23,9	19,0
Dividende je Aktie (EUR)	12,50	2,50	2,90
Div.- Rendite	3,7%	0,8%	0,9%
Kurs/Umsatz	1,1	1,0	0,9
Kurs/Op. Ergebnis	19,4	14,9	12,1
Kurs/Cashflow	22,0	24,4	19,3
Kurs/Buchwert	3,0	2,8	2,4



Performance	3M	6M	12M
Absolut	-16,4%	-10,2%	4,4%
Relativ z. SDAX	-11,8%	-15,9%	0,8%

Erstempfehlung 16.05.2014

Historie der Umstufungen (12 Monate):

10.02.2017 Von Verkauften auf Halten

Anlass

Zahlen für das vierte Quartal 2017

Einschätzung

Die Zahlen für das vierte Quartal (Q4) 2017 verfehlten umsatzseitig unsere Prognose, lagen jedoch im Rahmen der Markterwartungen. Währungsbereinigt (wb.) zeigte die Region EMEA und das Segment Schuhe eine erneut starke Entwicklung. Das traditionell ergebnisschwächste Quartal überraschte auf Grund einer deutlich verbesserten Bruttomarge mit einem starken EBIT. Erfreulich zeigte sich zudem das Nettoergebnis, das erstmals seit 2011 wieder in der Gewinnzone lag. Damit erreichte Puma für 2017 die Umsatz- und Ergebnisziele am oberen Ende der jeweiligen Guidance. Für 2018 rechnet der Konzern mit einem Umsatzanstieg (wb.) von rd. 10% (2017: +15,9%) y/y und einem EBIT in der Bandbreite von 305 bis 325 (2017: 244,6) Mio. Euro. Wir haben unsere Prognosen für 2018 erhöht (u.a. EpS: 13,30 (alt: 12,04) Euro) und prognostizieren für 2019 u.a. ein EpS von 16,67 Euro. Das v.a. ergebnisseitig erfreuliche Quartal sowie die weitere Verbesserung der Profitabilität werten wir positiv, dennoch bleibt der Konzern damit weiterhin hinter Wettbewerbern wie Adidas zurück. Nach der Reduzierung des Anteils von Kering erwarten wir weitere strategische Details im Rahmen des Kapitalmarkttags (am 20.03.). Die Puma-Aktie tendierte zuletzt seitwärts. Die angekündigte Dividende in der einmaligen Höhe von 12,50 Euro sollte die Aktie nach unten absichern. Wir votieren bei einem Kursziel von 340,00 Euro (DCF-Modell) weiterhin mit Halten.

Laura Cherdron (Analystin)

Highlights

- Der Dividendenvorschlag für 2017 lautet auf 12,50 (Vj.: 0,75; unsere Prognose: 1,70) Euro je Aktie und enthält eine Sachdividende im Zuge der Reduzierung des Kering-Anteils.
-
- Für 2018 rechnet der Konzern mit einem Umsatzanstieg (wb.) von rd. 10% (2017: +15,9%) y/y und einem EBIT in der Bandbreite von 305 bis 325 (2017: 244,6) Mio. Euro.

Geschäftsentwicklung

Puma erzielte in Q4 2017 einen Umsatzanstieg von 8,6% auf 1,04 (Vj.: 0,96; unsere Prognose: 1,15; Marktkonsens: 1,05) Mrd. Euro. Der währungsbereinigte (wb.) Anstieg belief sich auf 14,5% y/y. Zu dem Wachstum konnten auf wb.-Basis alle Regionen und Segmente mit einem zweistelligen Wachstum (außer Accessoires) beitragen. Die größte Region EMEA konnte dabei das wb.-Wachstum weiter steigern (wb.: +18,5% y/y; neun Monate (9M) wb.: +19,7% y/y; berichtet: +16,6% y/y auf 348,0 Mio. Euro). Dies traf auch auf die Region Amerika zu, die wb. um 14,4% y/y (9M wb.: +14,3% y/y; berichtet: +6,1% y/y auf 417,1 Mio. Euro) zulegte. Bei Betrachtung der Segmente war der größte Bereich Schuhe erneut mit deutlichem Abstand Wachstumstreiber (wb.: +19,2% y/y; 9M wb.: +24,9% y/y; berichtet: +12,3% y/y auf 467,3 Mio. Euro). In 2017 erzielte Puma einen Umsatzanstieg von 14,0% auf 4,14 (Vj.: 3,63) Mrd. Euro. Währungsbereinigt kletterte der Umsatz um 15,9% y/y und lag damit am oberen Ende der Unternehmenszielspanne (Anstieg (wb.): +14% bis +16% y/y).

Das Konzern-EBIT kletterte in Q4 2017 auf 29,8 (Vj.: 14,1; unsere Prognose: 23,0; Marktkonsens: 33) Mio. Euro. Hierfür verantwortlich war eine deutlich verbesserte Bruttomarge (47,1% (Vj.: 44,6%); u.a. Preiserhöhungen), die jedoch durch überproportional erhöhte operative Aufwendungen (+11,7% y/y auf 465,3 Mio. Euro) abgeschwächt wurde. Die EBIT-Marge kletterte auf 2,9% (Vj.: 1,5%) und erreichte damit das höchste Q4-Niveau seit 2012. Das Nettoergebnis stieg bei höheren Finanzaufwendungen (-7,5 (Vj.: -2,0) Mio. Euro) und einem Steueraufwand (-4,2 (Vj.: +0,4) Mio. Euro) auf +2,2 (Vj.: -4,6; unsere Prognose: +11,1) Mio. Euro. In 2017 kletterte das EBIT auf 244,6 (Vj.: 127,6) Mio. Euro und lag damit ebenfalls am oberen Ende der Guidance (235 bis 245 Mio. Euro). Das Nettoergebnis belief sich auf 135,8 (Vj.: 62,4) Mio. Euro und das EpS entsprechend auf 9,09 (Vj.: 4,17) Euro. Der Dividendenvorschlag für 2017 lautet auf 12,50 (Vj.: 0,75; unsere Prognose: 1,70) Euro je Aktie. Die Nettoliquidität bezifferte sich zum 31.12.2017 auf 386,0 (30.09.2017: 44,7; 30.06.2017: 68,4; 31.12.2016: 301,4) Mio. Euro.

Puma	Umsatz (in Mio. EUR)		Veränderung gg. Vj.	Umsatz (in Mio. EUR)		Veränderung gg. Vj.
	Q4 2016	Q4 2017		Gj. 2016	Gj. 2017	
EMEA*	298	348	16,6%	1.383	1.646	19,1%
Amerika	393	417	6,1%	1.340	1.495	11,6%
Asien/Pazifik	267	275	3,1%	905	995	10,0%
Konzern	958	1.040	8,6%	3.627	4.136	14,0%
Schuhe	416	467	12,3%	1.627	1.975	21,4%
Textilien	367	389	6,0%	1.333	1.441	8,1%
Accessoires	176	184	5,0%	667	720	8,0%

Quelle: NATIONAL-BANK AG; Puma

*EMEA: Europa, Naher Osten, Afrika

Perspektiven

Puma setzt mit seiner seit 2013 bestehenden Strategie „Forever Faster“ auf ein schnelles Reagieren auf Trends, die Beschleunigung von Entscheidungsprozessen sowie den Ausbau der Innovationsfähigkeit. Hierfür sollen die Marke Puma als Sportmarke repositioniert, die Produktentwicklung optimiert sowie die Vertriebsqualität und Online-Präsenz verbessert werden. Bestandteil der Strategie sind auch verstärkte Kooperationen mit berühmten Persönlichkeiten (u.a. Usain Bolt, Cara Delevingne; neu in Q3: Selena Gomez) und Vereinen. So ist der Konzern u.a. ab der Saison 2018/19 Ausrüster von Borussia Mönchengladbach und Olympique de Marseille. Mit den Maßnahmen zielt das Unternehmen v.a. auf eine Stärkung der operativen Marge ab. Wir halten den Fokus auf die Verbesserung des im Vergleich zu Wettbewerbern schwächeren Margenniveaus für sinnvoll. Zudem ist u.E. die Möglichkeit schnell auf sich ändernde Kundentrends reagieren zu können wichtig.

Für 2018 rechnet der Konzern mit einem Umsatzanstieg (wb.) von rd. 10% y/y. Zudem erwartet das Unternehmen eine leicht verbesserte Bruttomarge (2017: 47,3%). Die operativen Aufwendungen sollen währungsbereinigt um einen mittleren bis hohen einstelligen Prozentbereich ansteigen. Hinsichtlich des EBIT geht der Konzern von einem Niveau in der Bandbreite von 305 bis 325 (2017: 244,6) Mio. Euro aus. Zudem wird eine deutliche Verbesserung des Nettogewinns erwartet. Wir haben unsere Prognosen für 2018 erhöht (EpS: 13,30 (alt: 12,04) Euro; Dividende je Aktie (DpS): 2,50 (alt: 2,10) Euro) und prognostizieren für 2019 ein EpS von 16,67 Euro und ein DpS von 2,90 Euro.

Die Puma-Aktie tendierte in den letzten Wochen seitwärts (1 Monat: +/-0%; rel. ggü. SDAX: +6 Prozentpunkte). Wir sehen das Q4-Zahlenwerk als erfreulich an und werten vor allem die weitere Verbesserung der Profitabilität positiv. Dennoch bleibt der Konzern damit weiterhin hinter Wettbewerber wie Adidas zurück (u.a. EBIT-Marge 2017e: bis zu 9,2%; Puma: 5,9%). Den Ausblick für 2018 werten wir insbesondere ergebnisseitig als erfreulich. Aktuell profitiert Puma u.E. vom intakten Branchenumfeld mit einem starken Wachstum bei Athleisure-Produkten. In den kommenden Monaten gehen wir zudem von weiteren Impulsen von den Olympischen Winterspielen sowie der anstehenden Fußball-WM aus. Wir votieren bei einem unveränderten Kursziel von 340,00 Euro (Discounted-Cashflow-Modell; Startjahr 2018 (alt: 2017)) nach wie vor mit Halten.

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> - erfolgreiche Markenstrategie mit weltweit hohem Bekanntheitsgrad - striktes Kostenmanagement - starke Umsatz- und Ergebnisentwicklung für 2017 auf Grund der abgeschlossenen Neuausrichtung 	<ul style="list-style-type: none"> - teilweise hohe Abhängigkeit von Modetrends - schwächeres EBIT-Margenniveau im Vergleich zu Wettbewerbern - schwache Marktposition im wichtigen US-Markt
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> - hohes Wachstumspotenzial in Regionen wie Asien und Lateinamerika - nachhaltige Trendwende - Wachstumsimpulse durch Anteilsreduzierung von Kering 	<ul style="list-style-type: none"> - negative Währungseffekte - erzielter Turnaround ist nicht nachhaltig - schwächeres Marktumfeld

Quelle: NATIONAL-BANK AG

Puma: Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. EUR (außer Ergebnis je Aktie und Dividende je Aktie)	2015	2016	2017	2018e	2019e
Umsatz	3.387	3.627	4.136	4.549	5.012
Rohertrag	1.540	1.656	1.954	2.102	2.316
EBITDA	154	188	315	396	476
Abschreibungen	-58	-60	-70	-77	-85
EBIT	96	128	245	318	391
Finanzergebnis	-11	-9	-13	-12	-10
EBT	85	119	231	306	381
Steuern	-23	-31	-63	-80	-100
Ergebnis nach Steuern	62	88	168	227	281
Minderheitenanteile	-25	-26	-32	-28	-32
Nettoergebnis	37	62	136	199	249
Anzahl Aktien (Mio. St.)	15	15	15	15	15
Ergebnis je Aktie	2,48	4,17	9,09	13,30	16,67
Dividende je Aktie	0,50	0,75	12,50	2,50	2,90
in % vom Umsatz					
Umsatz	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Rohertrag	45,5%	45,7%	47,3%	46,2%	46,2%
EBITDA	4,5%	5,2%	7,6%	8,7%	9,5%
Abschreibungen	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%
EBIT	2,8%	3,5%	5,9%	7,0%	7,8%
EBT	2,5%	3,3%	5,6%	6,7%	7,6%
Steuern	0,7%	0,8%	1,5%	1,8%	2,0%
Ergebnis nach Steuern	1,8%	2,4%	4,1%	5,0%	5,6%
Nettoergebnis	1,1%	1,7%	3,3%	4,4%	5,0%

Quelle: NATIONAL-BANK AG; Puma

Puma: Bilanz- und Kapitalflussdaten

in Mio. EUR	2015	2016	2017	2018e	2019e
Bilanzsumme	2.620	2.765	2.854	2.914	3.199
Anlagevermögen	936	1.000	969	973	969
Geschäfts- und Firmenwert	716	716	716	794	882
Vorräte	657	719	779	864	967
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	483	499	504	546	601
Liquide Mittel	339	327	415	340	465
Eigenkapital	1.619	1.722	1.657	1.697	1.940
Verzinsliches Fremdkapital	14	25	29	28	26
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	520	581	646	682	752
Summe Fremdkapital	1.001	1.043	1.197	1.217	1.258
Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit	-37	131	227	194	246
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-62	-81	-110	-81	-82
Free Cashflow	-99	50	117	113	164
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	29	-61	-23	-188	-39
Summe der Cashflows	-70	-11	94	-75	125

Quelle: NATIONAL-BANK AG; Puma

Puma: Wichtige Kennzahlen

	2015	2016	2017	2018e	2019e
EV / Umsatz	0,7	0,8	1,1	1,0	0,9
EV / EBITDA	15,0	15,3	13,8	11,0	9,2
EV / EBIT	24,0	22,5	17,8	13,7	11,1
KGV	71,1	51,0	34,9	23,9	19,0
KBV	1,6	1,8	2,9	2,8	2,4
KCV	-71,1	24,2	20,9	24,4	19,3
KUV	0,8	0,9	1,1	1,0	0,9
Dividendenrendite	0,3%	0,4%	3,9%	0,8%	0,9%
Eigenkapitalrendite (ROE)	2,3%	3,6%	8,2%	11,7%	12,8%
ROCE	6,2%	7,8%	15,2%	18,7%	21,9%
ROI	1,4%	2,3%	4,8%	6,8%	7,8%
Eigenkapitalquote	61,8%	62,3%	58,1%	58,2%	60,7%
Anlagendeckungsgrad	173,1%	172,3%	171,0%	174,4%	200,2%
Anlagenintensität	35,7%	36,2%	34,0%	33,4%	30,3%
Vorräte / Umsatz	19,4%	19,8%	18,8%	19,0%	19,3%
Forderungen / Umsatz	14,3%	13,8%	12,2%	12,0%	12,0%
Working Capital-Quote	18,3%	17,6%	15,4%	16,0%	16,3%
Nettofinanzverschuldung (in Mio. EUR)	-325	-301	-386	-312	-439
Nettofinanzverschuldung / EBITDA	-2,1	-1,6	-1,2	-0,8	-0,9
Capex / Umsatz	2,3%	2,3%	2,0%	1,8%	1,6%
Capex / Abschreibungen	137,4%	140,2%	116,6%	104,7%	96,2%
Free Cashflow / Umsatz	-2,9%	1,4%	2,8%	2,5%	3,3%
Free Cash Flow / Aktie (EUR)	-6,61	3,33	7,82	7,57	10,98
Nettofinanzverschuldung / Aktie (EUR)	-21,74	-20,17	-25,84	-20,91	-29,39
Cash / Aktie (EUR)	22,68	21,87	27,78	22,75	31,14
Buchwert / Aktie (EUR)	108,39	115,28	110,89	113,57	129,89

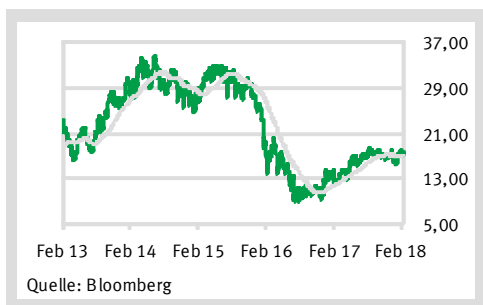
Quelle: NATIONAL-BANK AG; Puma

UniCredit

Kaufen (Halten)

Kurs am 12.02.18 um 17:39h	17,84 EUR
Erstellung abgeschlossen	13.02.2018 / 12:10h
Erstmals weitergegeben	13.02.2018 / 14:10h
Kursziel	22,00 EUR
Marktkapitalisierung	39,70 Mrd. EUR
Branche	Banken
Land	Italien
WKN	A2DJV6
Reuters	CRD.MI

Kennzahlen	12/17 (e)	12/18e	12/19e
Ergebnis je Aktie (EUR)	2,46	1,67	2,15
Kurs/Gewinn	6,4	10,7	8,3
Dividende je Aktie (EUR)	0,32	0,40	0,65
Div.- Rendite	2,0%	2,2%	3,6%
Kurs/Umsatz	1,8	2,0	1,9
Kurs/Op. Ergebnis	7,9	7,9	6,1
Cost/Income	57,9%	56,4%	52,1%
Kurs/Buchwert	0,6	0,7	0,7



Performance	3M	6M	12M
Absolut	5,4%	2,3%	40,9%
Relativ z. FTSEMI	5,8%	-2,3%	23,7%

Erstempfehlung 20.05.2014

Historie der Umstufungen (12 Monate):

13.02.2018 Von Halten auf Kaufen

Anlass

Zahlen für das vierte Quartal 2017

Einschätzung

Das Nettoergebnis übertraf mit +0,80 (Vj.: -13,57) Mrd. Euro im vierten Quartal (Q4) 2017 die Erwartungen (unsere Prognose: 56 (Marktkonsens: 523) Mio. Euro) und konnte u.E. vollends überzeugen. In 2017 hat die Ende 2016 gestartete Restrukturierung sehr zeitnah erste Erfolge gezeigt. So konnte beispielsweise die bereinigte Rendite auf das tangible Eigenkapital auf 7,2% (2016: 2,0%) gesteigert. Zudem wurde die Bilanz - wie angekündigt - durch den Verkauf notleidender Kredite im Volumen von 17,7 Mrd. Euro "bereinigt". Die Zielsetzungen für 2019 (u.a. Nettoergebnis: 4,7 Mrd. Euro) wurden bestätigt und sind aus unserer Sicht absolut realistisch. Sollte die Restrukturierung bis 2019 noch besser als erwartet verlaufen (Marktkonsens Nettoergebnis 2019e: 4,60 Mrd. Euro), sehen wir zudem positives Überraschungspotential bei der geplanten Dividendenpolitik (Ausschüttungsquote 2019e: 30%; danach: zwischen 30% und 50%), was der UniCredit-Aktie (u.a. KBV 2018e: 0,7) in Bezug auf den Bewertungsabstand zur Peer Group (KBV 2018e: 0,9) zu Gute kommen sollte. Bei mehrheitlich angehobenen Prognosen (u.a. DpS 2018e: 0,40 (alt: 0,35) Euro; EpS 2019e: 2,15 (alt: 2,10) Euro) und einem neuen Kursziel von 22,00 (alt: 19,00) Euro (Sum-of-the-Parts-Modell; Basis 2019 (bisher: 2018)) stufen wir die UniCredit-Aktie auf Kaufen (alt: Halten) hoch.

Markus Riebelmann (Analyst)

Highlights

- Das Nettoergebnis übertraf mit +0,80 (Vj.: -13,57) Mrd. Euro in Q4 2017 sowohl unsere Prognose als auch den Marktkonsens.
- Für stufen die UniCredit-Aktie bei einem neuen Kursziel von 22,00 (alt: 19,00) Euro auf Kaufen (alt: Halten) hoch.

Geschäftsentwicklung

Mit einem Nettoergebnis von +0,80 (Vj.: -13,57) Mrd. Euro in Q4 2017 wurden sowohl unsere Prognose (56 Mio. Euro) als auch der Marktkonsens (523 Mio. Euro) übertroffen. Im Vorjahr sorgten Einmaleffekte von 13,2 Mrd. Euro (u.a. 8,1 Mrd. Euro für Wertberichtigungen auf notleidende Kredite) für den signifikanten Nettoverlust. Das bereinigte Nettoergebnis verbesserte sich auf 0,71 (Vj.: -0,35) Mrd. Euro. Ursächlich für die besser als von uns erwartete Ergebnisentwicklung waren sowohl höhere Gesamterträge von 4,84 (Vj.: 4,41; unsere Prognose: 4,50) Mrd. Euro als auch geringer als von uns prognostizierte operative Aufwendungen (2,79 (Vj.: 3,56; unsere Prognose: 3,14) Mrd. Euro). Auf der Erlösebene hat uns insbesondere der "deutliche" Anstieg beim Zinsüberschuss (+7% y/y (+3% q/q) auf 2,58 Mrd. Euro) überrascht. Bis auf den EBT-Anstieg im Osteuropa-Geschäft waren die Ergebnisverbesserungen zumeist auf die wegfallenden Einmaleffekte zurückzuführen. Überrascht hat uns die sehr robuste Erlösentwicklung in der Corporate and Investment Bank (995 (Vj.: 968) Mio. Euro; dabei Provisionsüberschuss: +17% y/y auf 169 Mio. Euro). Auf dem Heimatmarkt (Erlöse: +12% y/y) profitierte UniCredit sowohl von einem Anstieg beim Zinsüberschuss (+5% y/y auf 0,92 Mrd. Euro) als auch beim Provisionsüberschuss: +16% y/y auf 0,94 Mrd. Euro). Im Deutschland-Geschäft machten sich vor allem ein höherer Zinsüberschuss (+13% y/y) und geringere operative Aufwendungen (-5% y/y) positiv bemerkbar. Ferner haben sich die Kreditkennziffern auf Konzernebene verbessert. Die Quote ausfallgefährdeter Kredite sank zum 31.12.2017 auf 10,2% (30.09.2017: 10,6%). Für das Geschäftsjahr 2017 soll eine Dividende von 0,32 (Vj.: 0,00; unsere Prognose: 0,25) Euro je Aktie ausgeschüttet werden.

UniCredit	Gesamterträge Q4 2016 in Mio. EUR	Gesamterträge Q4 2017 in Mio. EUR	Veränderung in Mio. EUR
Commercial Bank - Italien	1.678	1.873	195
Commercial Bank - Deutschland	616	635	19
Commercial Bank - Österreich	401	397	-4
Corporate and Investment Bank	968	995	27
Osteuropa	998	1.004	6
Sonstige	-256	-62	194
Konzern	4.405	4.842	437
UniCredit	EBT Q4 2016 in Mio. EUR	EBT Q4 2017 in Mio. EUR	Veränderung in Mio. EUR
Commercial Bank - Italien	-1.757	499	2.256
Commercial Bank - Deutschland	-214	84	298
Commercial Bank - Österreich	-342	91	433
Corporate and Investment Bank	-256	431	687
Osteuropa	265	420	155
Sonstige	-10.060	-695	9.365
Konzern	-12.364	830	13.194

Quelle: UniCredit, NATIONAL-BANK AG

Perspektiven

Die zum 31.12.2017 ausgewiesene harte Kernkapitalquote nach Basel III verschlechterte sich auf 13,6% (30.09.2017: 13,8%; nach Einführung von IFRS 9 (effektiv: 01.01.2018): rund 13,0%), lag damit u.E. aber weiterhin auf einem sehr guten Niveau. Der Rückgang resultierte im Wesentlichen aus einem Anstieg der risikogewichteten Aktiva. Die Leverage Ratio stieg zum 31.12.2017 auf 5,6% (30.09.2017: 5,4%) und lag damit ebenfalls auf einem sehr guten Niveau.

Insgesamt konnte uns die operative Entwicklung im Schlussquartal erneut überzeugen. Bedingt durch einen Anstieg der Gesamterträge und ein gutes Kostenmanagement konnte UniCredit die Erwartungen übertreffen. In 2017 hat die Ende 2016 gestartete Restrukturierung sehr zeitnah erste Erfolge gezeigt. So konnte beispielsweise die bereinigte Rendite auf das tangible Eigenkapital auf 7,2% (2016: 2,0%) gesteigert. Zudem wurde die Bilanz - wie angekündigt - durch den Verkauf notleidender Kredite im Volumen von 17,7 Mrd. Euro "bereinigt". Die Zielsetzungen für 2019 (u.a. Nettoergebnis: 4,7 (bereinigt 2017: 3,71) Mrd. Euro; Rendite auf das tangible Eigenkapital: >9%) wurden bestätigt und sind aus unserer Sicht absolut realistisch. Im laufenden Geschäftsjahr sollte sich das Provisionswachstum (u.a. bedingt durch den Verkauf von Pioneer) abschwächen (2017: +7% y/y). Beim Zinsüberschuss rechnen wir angesichts einer sehr robusten Konjunktur in der Eurozone und einer weiteren Versteilerung der Zinsstrukturkurve (erhöhter Anreiz für Banken, Kredite zu vergeben) wieder mit Wachstum (2017: +/-0% y/y).

Für 2018 haben wir unsere Dividendenerwartung auf 0,40 (alt: 0,35) Euro je Aktie angehoben (EpS 2018e: unverändert). Für 2019 prognostizieren wir nun ein EpS von 2,15 (alt: 2,10) Euro (DpS 2019e: unverändert). Bei einem neuen Kursziel von 22,00 (alt: 19,00) Euro (Sum-of-the-Parts-Modell; Basis 2019 (bisher: 2018)) stufen wir die UniCredit-Aktie auf Kaufen (alt: Halten) hoch. Insgesamt sehen wir UniCredit in einem von steigenden Zinsen geprägten europäischen Marktumfeld als sehr gut aufgestellt an, um den Bewertungsabstand zur Peer Group (KBV 2018e: 0,7, Peer Group: 0,9; KGV 2019e: 8,2, Peer Group: 10,2) weiter abzubauen.

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> - regionale Ertragsdiversifikation - günstige Refinanzierung durch umfangreiche Kundeneinlagen - gute Kostenkontrolle - zuletzt erste Erfolge des Strategieplans sichtbar (u.a. Asset-Verkäufe) 	<ul style="list-style-type: none"> - weiterhin hohe Ergebnisbelastung aus dem Bereich Non Core - hoher Anteil des Zinsergebnisses an den Gesamterträgen - Niedrigzinsniveau belastet das Zinsergebnis - hohes Engagement in italienischen Staatsanleihen
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> - Maßnahmenpaket des Strategieplans bis 2019 - positive Kosteneffekte durch umfangreiche Restrukturierung - Renditerückgang bei italienischen Staatsanleihen - verbesserte konjunkturelle Aussichten für Italien - weitere Anhebung der geplanten Ausschüttungsquoten 	<ul style="list-style-type: none"> - weitergehende regulatorische Anforderungen - Engagement in Ukraine und Russland - anhaltend niedriges Zinsniveau (keine signifikanten Zinserhöhungen erwartet) - Renditeanstieg bei italienischen Staatsanleihen (fehlende Konsolidierungserfolge in Italien)

Quelle: NATIONAL-BANK AG

UniCredit: Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. EUR (außer Ergebnis je Aktie und Dividende je Aktie)	2015	2016	2017(e)	2018e	2019e
Gesamterträge	18.866	19.595	19.619	19.599	20.402
Verwaltungsaufwand	12.266	12.453	11.350	11.054	10.630
Risikovorsorge	3.991	12.207	2.605	2.475	2.277
EBT	749	-10.185	4.148	5.053	6.533
Steuern	98	-734	-609	-1.162	-1.503
Ergebnis nach Steuern	848	-10.918	3.539	3.891	5.030
Minderheitenanteile	-352	-464	-313	-272	-252
Nettoergebnis	1.694	-11.792	5.473	3.719	4.795
Anzahl Aktien (Mio. St.)	627	618	2.226	2.226	2.226
Ergebnis je Aktie	2,70	-19,09	2,46	1,67	2,15
Dividende je Aktie	1,20	0,00	0,32	0,40	0,65

Quelle: NATIONAL-BANK AG; UniCredit

UniCredit: Bilanz- und Kapitalflussdaten

in Mio. EUR	2015	2016	2017(e)	2018e	2019e
Bilanzsumme	860.433	859.533	836.790	837.787	849.348
Barreserve	9.611	13.858	64.493	65.138	65.789
Forderungen aus dem Kreditgeschäft	445.382	444.607	447.727	451.309	455.822
Goodwill	1.744	1.484	1.484	1.484	1.484
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	110.333	103.852	123.244	129.406	135.877
Zum Fair Value bewertete Verpflichtungen	455	2.497	3.011	3.041	3.072
Verbindlichkeiten gegenüber Kunden	419.686	452.419	462.895	453.637	444.564
Eigenkapital	50.087	39.336	58.506	56.512	60.417

Quelle: NATIONAL-BANK AG; UniCredit

UniCredit: Wichtige Kennzahlen

	2015	2016	2017(e)	2018e	2019e
Buchwert / Aktie	79,8	63,7	26,3	25,4	27,1
KGV	10,9	neg.	6,4	10,7	8,3
KBV	0,4	0,2	0,6	0,7	0,7
Dividendenrendite	4,1%	0,0%	2,0%	2,2%	3,6%
ROE (vor Steuern)	1,5%	-22,8%	8,5%	8,8%	11,2%
ROE (nach Steuern)	3,4%	-26,4%	9,4%	6,5%	8,2%
Aufwands-Ertragsquote	65,0%	63,6%	57,9%	56,4%	52,1%
Core Tier 1 Capital	42.732	29.190	48.430	46.258	49.606
Risk weighted assets	390.599	387.136	356.100	345.417	355.780
Core Tier 1-Quote	10,9%	7,5%	13,6%	13,4%	13,9%
RoRWA	0,4%	-3,0%	1,5%	1,1%	1,4%

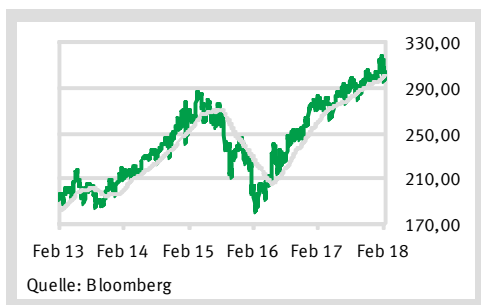
Quelle: NATIONAL-BANK AG; UniCredit

Zurich Insurance Group

Verkaufen (Verkaufen)

Kurs am 12.02.18 um 17:30h	303,00 CHF
Erstellung abgeschlossen	13.02.2018 / 12:10h
Erstmals weitergegeben	13.02.2018 / 14:10h
Kursziel	-
Marktkapitalisierung	45,86 Mrd. CHF
Branche	Versicherungen
Land	Schweiz
WKN	579919
Reuters	ZURN.S

Kennzahlen	12/17 (e)	12/18 e	12/19 e
Ergebnis je Aktie (USD)	20,02	24,33	26,04
Kurs/Gewinn	14,5	13,3	12,4
Dividende je Aktie (USD)	19,22	19,76	20,29
Div.- Rendite	6,6%	6,1%	6,3%
Kurs/Umsatz	0,7	0,7	0,7
Kurs/Op. Ergebnis	10,4	9,5	8,6
Combined Ratio	100,9%	97,5%	96,8%
Kurs/Buchwert	1,3	1,4	1,4



Performance	3M	6M	12M
Absolut	1,0%	4,8%	10,1%
Relativ z. Stoxx Europe 50	5,8%	5,5%	11,7%

Erstempfehlung 22.05.2014

Historie der Umstufungen (12 Monate):

Anlass

Zahlen für das zweite Halbjahr 2017

Einschätzung

Mit einem Nettoergebnis von 1,50 (Vj.: 1,60) Mrd. USD im zweiten Halbjahr (H2) 2017 wurde unsere Prognose von 1,33 Mrd. USD übertroffen. Insgesamt konnte die operative Entwicklung in der zweiten Jahreshälfte sowie im Gesamtjahr u.E. aber nur bedingt überzeugen. Während sich die Segmente Life und Farmers mehr oder weniger erwartungsgemäß entwickelten, blieb die operative Entwicklung in der Schaden- und Unfallrückversicherung - auch unter Ausklammerung der Großschäden in H2 2017 - hinter den Erwartungen zurück. So stieg die Schaden-Kosten-Quote im Groß- und Firmenkundengeschäft (entspricht rund 54% des Betriebsergebnisses in der Schaden- und Unfallversicherung) ohne Berücksichtigung der Großschäden auf 101% (Vj.: 99,1%). Die Reduzierung der Kosten in diesem Versicherungszweig bleibt das Hauptaugenmerk der Zurich, um in 2019 auf die anvisierte Schaden-Kosten-Quote im Segment Property and Casualty von 95% bis 96% (2017 ohne Großschäden: 98,2%) zu kommen. Bei angehobenen Prognosen (EpS 2018e: 24,33 (alt: 23,92) USD; EpS 2019e: 26,04 (alt: 24,63) USD) bestätigen wir unser Verkaufen-Votum für die Zurich-Aktie, die u.E. auf dem aktuellen Bewertungsniveau (u.a. KBV 2018e: 1,4; Peer Group: 1,0) unverändert überbewertet ist.

Markus Rießelmann (Analyst)

Highlights

- Das Betriebsergebnis lag mit 1,64 (Vj.: 2,33) Mrd. USD in H2 2017 im Rahmen unserer Erwartung von 1,59 Mrd. USD.
- Auf Basis des internen Modells (Zurich Economic Capital Model) verschlechterte sich die Kapitalquote zum 31.12.2017 auf 132% (30.09.2017: 136%), lag damit aber weiterhin oberhalb des Zielbandes von 100% bis 120%.

Geschäftsentwicklung

Mit einem Nettoergebnis von 1,50 (Vj.: 1,60) Mrd. USD in H2 2017 wurde unsere Prognose von 1,33 Mrd. USD übertroffen. Das Betriebsergebnis (BOP) verschlechterte sich auf 1,64 (Vj.: 2,33) Mrd. USD und lag damit im Rahmen unserer Erwartung von 1,59 Mrd. USD.

Ursächlich für den Rückgang des BOP in H2 2017 war im Wesentlichen das Segment Property and Casualty (0,53 (Vj.: 1,23) Mrd. USD). Hier belasteten, wie bereits am 19.10.2017 angekündigt, die Wirbelstürme Harvey, Irma und Maria mit 700 Mio. USD Gesamtschäden (vor Steuern). Entsprechend verschlechterte sich das versicherungstechnische Ergebnis auf -293 (Vj.: +234) Mio. USD (dabei Schaden-Kosten-Quote: 102,2% (Vj.: 98,2%)). Das Kapitalanlageergebnis stagnierte bei 929 (Vj.: 930) Mio. USD. Die segmentbezogenen Bruttoprämien legten um 3% auf 15,02 (Vj.: 14,61) Mrd. USD zu. Demgegenüber stieg das BOP im Segment Life auf 0,61 (Vj.: 0,57) Mrd. USD. Das Lebensversicherungsgeschäft profitierte sowohl von einem verbesserten versicherungstechnischen Ergebnis (453 (Vj.: 445) Mio. USD) als auch von einem Anstieg des Kapitalanlageergebnisses (392 (Vj.: 288) Mio. USD). Die segmentbezogenen Bruttoprämien sanken um 6% auf 7,02 (Vj.: 7,48) Mrd. USD. Das Jahresprämienäquivalent (APE) stieg um 4% auf 2,59 (Vj.: 2,48) Mrd. USD, während der Wert des Neugeschäfts um 50% auf 495 (Vj.: 329) Mio. USD zulegte. Die Marge im Neugeschäft stieg in 2017 auf 23,3% (Vj.: 19,4%). Die operative Entwicklung im Segment Farmers verlief u.E. unauffällig (BOP: 0,90 (Vj.: 0,96) Mrd. USD). Der Dividendenvorschlag für das Geschäftsjahr 2017 übertraf mit 18,00 (Vj.: 17,00; unsere Prognose: 17,00) CHF je Aktie unsere Erwartung.

Zurich Insurance Group	Betriebserträge H2 2016	Betriebserträge H2 2017	Veränderung gg. Vj.
	in Mio. USD	in Mio. USD	
General Insurance	14.267	14.881	4,3%
Global Life	18.772	13.974	-25,6%
Farmers	2.802	2.818	0,6%
Sonstige	-126	310	-
Konzern	35.715	31.983	-10,4%

Quelle: Zurich Insurance Group, NATIONAL-BANK AG

Zurich Insurance Group	Betriebsergebnis H2 2016	Betriebsergebnis H2 2017	Veränderung gg. Vj.
	in Mio. USD	in Mio. USD	
General Insurance	1.233	526	-57,3%
Global Life	567	608	7,2%
Farmers	956	897	-6,2%
Sonstige	-236	-97	-
Konzern	2.332	1.637	-29,8%

Quelle: Zurich Insurance Group, NATIONAL-BANK AG

Perspektiven

Auf Basis des internen Modells (Zurich Economic Capital Model; kein Ausweis der Solvabilitätsquote nach Solvency II) verschlechterte sich die Kapitalquote zum 31.12.2017 auf 132% (30.09.2017: 136%; 31.12.2016: 125%), lag damit aber weiterhin oberhalb des Zielbandes von 100% bis 120%.

Insgesamt konnte die operative Entwicklung in der zweiten Jahreshälfte sowie im Gesamtjahr u.E. nur bedingt überzeugen. Während sich die Segmente Life und Farmers mehr oder weniger erwartungsgemäß entwickelten, blieb die operative Entwicklung in der Schaden- und Unfallrückversicherung (insbesondere im Groß- und Firmenkundengeschäft) - auch unter Ausklammerung der Großschäden in H2 2017 - hinter den Erwartungen zurück. So stieg die Schaden-Kosten-Quote im Groß- und Firmenkundengeschäft (entspricht rund 54% des BOP in der Schaden- und Unfallversicherung) ohne Berücksichtigung der Großschäden auf 101% (Vj.: 99,1%). Die Reduzierung der Kosten in diesem Versicherungszweig bleibt das Hauptaugenmerk der Zurich, um in 2019 auf die anvisierte Schaden-Kosten-Quote im Segment Property and Casualty von 95% bis 96% (2017 ohne Großschäden: 98,2%) zu kommen. Basierend auf den Kosten von 2015 sollen bis 2019 auf Konzernebene Nettoeinsparungen von 1,5 Mrd. USD erzielt werden (in 2016 und 2017 erreicht: 0,70 (davon im Segment Property and Casualty: 0,40) Mrd. USD). Dies geht in 2017 und im laufenden Geschäftsjahr mit durchschnittlichen Restrukturierungskosten von 0,5 Mrd. USD pro Jahr einher. Darüber hinaus hat Zurich den Rückkauf von Aktien in einem Volumen von 1 Mrd. USD angekündigt, um die in vergangenen Jahren durch Aktienzuteilungen aus Beteiligungsplänen für Manager und Mitarbeiter entstandene Verwässerung teilweise zu eliminieren.

Wir haben unsere Ergebnisprognose sowohl für 2018 (EpS: 24,33 (alt: 23,92) USD) als auch für 2019 (EpS: 26,04 (alt: 24,63) USD) angehoben. Wir votieren weiterhin mit Verkaufen für die Zurich-Aktie. Gegen die Aktie spricht u.E. insbesondere das im Branchenvergleich hohe Bewertungsniveau (KBV 2018e: 1,4, KGV 2019e: 12,4; Median europäischer Versicherer KBV 2018e: 1,0, KGV 2019e: 10,2), das die Herausforderungen des Versicherers in der Schaden- und Unfallversicherung nicht adäquat widerspiegelt.

SWOT-Analyse

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

Quelle: NATIONAL-BANK AG

Zurich Insurance Group: Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. USD (außer Ergebnis je Aktie und Dividende je Aktie)	2015	2016	2017(e)	2018e	2019e
Gesamterträge	59.671	66.471	62.844	66.058	66.388
Verwaltungsaufwand	54.799	60.581	57.496	59.868	59.767
EBITDA	4.872	5.890	5.348	6.190	6.621
EBT	2.916	4.495	3.803	4.762	5.256
Nettoergebnis nach Steuern	1.842	3.211	3.004	3.629	3.861
Anzahl Aktien (Mio. St.)	149	149	150	149	148
Ergebnis je Aktie (USD)	12,36	21,51	20,02	24,33	26,04
Dividende je Aktie (USD)	17,68	17,26	19,22	19,76	20,29

Quelle: NATIONAL-BANK AG; Zurich Insurance Group

Zurich Insurance Group: Bilanz- und Kapitalflussdaten

in Mio. USD	2015	2016	2017(e)	2018e	2019e
Bilanzsumme	381.972	382.348	422.065	426.297	430.573
Barreserve	8.159	7.197	8.228	8.393	8.560
Finanzanlagen	317.966	308.518	314.782	317.930	321.109
Goodwill	6.055	6.590	7.115	7.115	7.115
Verbindlichkeiten aus Versicherungsverträgen	237.622	238.326	261.335	263.948	266.588
Verbindlichkeiten aus Investmentverträgen	70.627	69.113	55.627	55.905	56.185
Eigenkapital	31.178	30.660	33.062	33.807	34.721

Quelle: NATIONAL-BANK AG; Zurich Insurance Group

Zurich Insurance Group: Wichtige Kennzahlen

	2015	2016	2017(e)	2018e	2019e
Buchwert / Aktie	209,3	205,4	218,5	223,4	229,4
KGV	23,7	11,1	14,5	13,3	12,4
KBV	1,4	1,2	1,3	1,4	1,4
Dividendenrendite	6,0%	7,2%	6,6%	6,1%	6,3%
ROE (vor Steuern)	8,8%	14,5%	11,9%	14,2%	15,3%
ROE (nach Steuern)	5,6%	10,4%	9,4%	10,9%	11,3%
Combined Ratio	103,6%	98,1%	100,9%	97,5%	96,8%
Solvabilitätsquote	121,0%	125,0%	132,0%	128,0%	122,0%

Quelle: NATIONAL-BANK AG; Zurich Insurance Group

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

sowie eine Übersicht der Empfehlungen unter

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.