

<b>Marktdaten im Überblick .....</b>	<b>2</b>
<b>Unternehmenskommentare .....</b>	<b>3</b>
CECONOMY St .....	3
ENGIE.....	5
Hannover Rück .....	11
Uniper.....	16
<b>Rechtliche Hinweise .....</b>	<b>22</b>

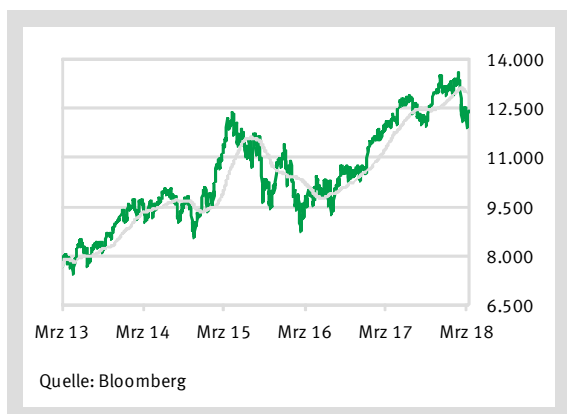


## Marktdaten im Überblick

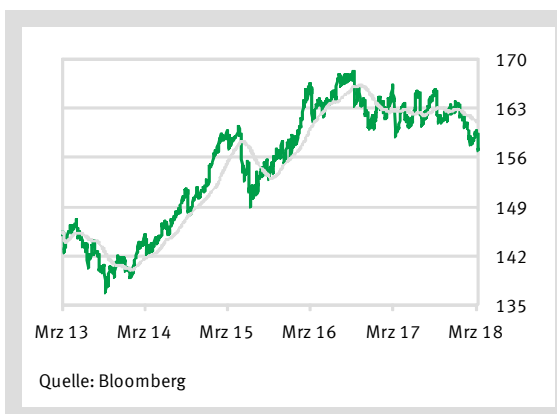
	Schlusskurs	Vortag	Änderung
<b>Deutschland</b>			
DAX	12.418	12.347	0,6%
MDAX	26.124	26.125	0,0%
TecDAX	2.713	2.692	0,8%
Bund-Future	157,27	156,98	0,2%
10J Bund in %	0,6320	0,6480	-2,5%
3M Zins in %	-0,7020	-0,7020	0,0%
<b>Europa</b>			
EuroStoxx 50	3.429	3.421	0,3%
FTSE 100	7.215	7.225	-0,1%
SMI	8.971	8.932	0,4%
<b>Welt</b>			
DOW JONES	25.179	25.336	-0,6%
S&P 500	2.783	2.787	-0,1%
NASDAQ COMPOSITE	7.588	7.561	0,4%
NIKKEI 225	21.824	21.469	1,7%
TOPIX	1.741	1.715	1,5%
<b>Rohstoffe / Devisen</b>			
EUR in USD	1,2334	1,2307	0,2%
Gold (USD je Feinunze)	1.319,15	1.320,60	-0,1%
Brent-Öl (USD je Barrel)	64,95	65,49	-0,8%

Quelle: Bloomberg

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



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



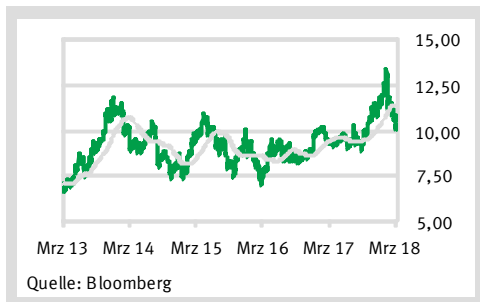
## Unternehmenskommentare

### CECONOMY St

**Halten** (Kaufen)

<b>Kurs am 12.03.18 um 17:35h</b>	9,97 EUR
<b>Erstellung abgeschlossen</b>	13.03.2018 / 12:40h
<b>Erstmals weitergegeben</b>	13.03.2018 / 14:40h
<b>Kursziel</b>	10,70 EUR
<b>Marktkapitalisierung</b>	3,23 Mrd. EUR
<b>Branche</b>	Einzelhandel
<b>Land</b>	Deutschland
<b>WKN</b>	725750
<b>Reuters</b>	CECG.DE

Kennzahlen	09/17	09/18e	09/19e
Ergebnis je Aktie (EUR)	0,27	0,67	0,77
Kurs/Gewinn	35,4	14,8	12,9
Dividende je Aktie (EUR)	0,26	0,32	0,35
Div.- Rendite	2,8%	3,2%	3,5%
Kurs/Umsatz	0,1	0,1	0,1
Kurs/Op. Ergebnis	9,8	6,6	6,3
Kurs/Cashflow	5,9	6,9	9,5
Kurs/Buchwert	4,6	3,9	3,2



Performance	3M	6M	12M
Absolut	-15,7%	-0,3%	7,1%
Relativ z. MDAX	-15,3%	-3,6%	-2,0%

**Erstempfehlung** 12.01.2010

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

13.03.2018 Von Kaufen auf Halten

### Anlass

Herabstufung der Stammaktie

### Einschätzung

Die CECONOMY-Stammaktie tendierte zuletzt schwach (1 Monat: -11%; rel. ggü. MDAX: -15 Prozentpunkte). Nach einem verhaltenen Jahresauftakt konnte sich der Konzern u.E. vor allem dem sich weiter intensivierenden Wettbewerb innerhalb der Consumer Electronics-Branche nicht entziehen. Angesichts des Trends hin zum Online-Bestellen, belastet insbesondere die zunehmende Marktanteilsausweitung seitens der reinen Online-Anbieter wie Amazon. Dies verschärft zusehends den Preiskampf und wird damit aus unserer Sicht in den kommenden Quartalen die Margenbelastung verstärken. Zudem stellt die Entwicklung in Russland u.E. weiterhin einen Belastungsfaktor dar. Daher unterstellen wir für die CECONOMY-Stammaktie nun ein konservativeres Szenario. Bei gesenkten Prognosen (u.a. EpS 2017/18e: 0,67 (alt: 0,70) Euro; EpS 2018/19e: 0,77 (alt: 0,86) Euro) und einem reduzierten Kursziel von 10,70 (alt: 14,00) Euro (Discounted-Cashflow-Modell; reduzierte Mittel- und Langfristannahmen) votieren wir neu mit Halten (alt: Kaufen). Seit der Abspaltung der Groß- und Einzelhandelsaktivitäten entwickelte sich der Titel im Einklang mit dem Markt (seit 13.07.2017: +4%; rel. ggü. MDAX: +/-0 Prozentpunkte). Positiv sehen wir weiterhin die führende Marktposition in Europa sowie die solide bilanzielle Situation des Konzerns (u.a. Nettoliquidität).

Laura Cherdron (Analystin)

## SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"><li>- führende Marktposition in Europa bei den Elektronikfachmärkten</li><li>- international multiplizierbares Geschäftsmodell</li><li>- hohe Wachstumsdynamik im Online-Geschäft</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>- geringe regionale Diversifizierung</li><li>- schwaches Schweden- und Russland-Geschäft</li><li>- zunehmende Margenbelastung durch steigende Wettbewerbsintensität</li></ul>
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"><li>- Ausbau des Online-Geschäfts</li><li>- überdurchschnittliches Wachstumspotenzial im Auslandsgeschäft</li><li>- größere Zukäufe</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>- zunehmender Online-Wettbewerb, v.a. durch Amazon</li><li>- schwache Konjunkturentwicklung</li><li>- Belastungen durch Währungseffekte</li></ul>

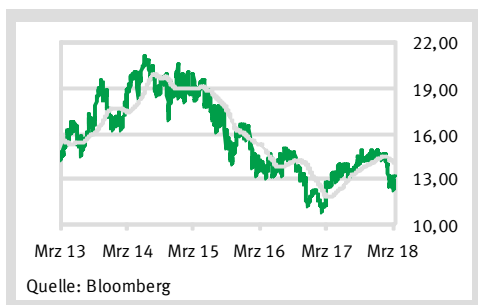
Quelle: NATIONAL-BANK AG

## ENGIE

Halten (Halten)

<b>Kurs am 12.03.18 um 17:35h</b>	13,19 EUR
<b>Erstellung abgeschlossen</b>	13.03.2018 / 12:40h
<b>Erstmals weitergegeben</b>	13.03.2018 / 14:40h
<b>Kursziel</b>	15,00 EUR
<b>Marktkapitalisierung</b>	31,50 Mrd. EUR
<b>Branche</b>	Versorger
<b>Land</b>	Frankreich
<b>WKN</b>	A0ER6Q
<b>Reuters</b>	ENGIE.PA

Kennzahlen	12/17	12/18e	12/19e
Ergebnis je Aktie (EUR)	0,53	0,99	1,12
Kurs/Gewinn	25,2	13,4	11,8
Dividende je Aktie (EUR)	0,70	0,75	0,80
Div.- Rendite	5,2%	5,7%	6,1%
Kurs/Umsatz	0,5	0,5	0,5
Kurs/Op. Ergebnis	6,1	5,8	5,2
Kurs/Cashflow	3,7	4,5	4,1
Kurs/Buchwert	0,8	0,7	0,7



Performance	3M	6M	12M
Absolut	-10,3%	-9,7%	4,5%
Relativ z. EuroStoxx 50	-6,0%	-7,1%	4,1%

**Erstempfehlung** 26.03.2014

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

## Anlass

Geschäftsbericht 2017

## Einschätzung

Das Zahlenwerk für das Geschäftsjahr 2017 war erneut durch den seit zwei Jahren laufenden massiven Konzernumbau geprägt (u.a. EBITDA berichtet: -2%; organisch: +5% y/y). Die Ziele für 2017 wurden erreicht (EBITDA) bzw. übertroffen (bereinigtes Nettoergebnis vor Ergebnisanteilen der Hybridkapitalgeber). Der Dividendenvorschlag für 2017 (0,70 Euro je Aktie) entsprach der Dividendenindikation und damit den Erwartungen. Der Ergebnisausblick für 2018 (Nettoergebnis vor Ergebnisanteilen der Hybridkapitalgeber) impliziert auf bereinigter sowie angepasster Basis einen Anstieg (y/y; aber bereinigt ohne Anpassung wahrscheinlich Rückgang). Die Dividendenindikation für 2018 wurde angehoben (0,75 (alt: 0,70) Euro je Aktie). Darin dokumentieren sich u.E. die deutlichen Fortschritte beim Konzernumbau sowie das Einschwenken auf einen Wachstumskurs (auch auf berichteter Basis) nach 2018. Wir haben unsere Prognosen angepasst (u.a. EpS 2018e: 0,99 (alt: 1,01) Euro; Dividende je Aktie (DpS) 2018e: 0,75 (alt: 0,70) Euro; EpS 2019e: 1,12 Euro; DpS 2019e: 0,80 (alt: 0,72) Euro). Unser Votum für die ENGIE-Aktie lautet bei einer attraktiven Dividendenrendite (2018e: 5,7%) weiterhin Halten (Kursziel: 15,00 (alt: 15,30) Euro (Discounted-Cashflow-Modell)).

Sven Diermeier (Senior Analyst)

## Highlights

- Die Ziele für 2017 hat ENGIE erfüllt bzw. übertroffen.
- Der Dividendenvorschlag für 2017 lautet auf 0,70 Euro je Aktie. Die Dividendenindikation für 2018 wurde auf 0,75 (bisher: 0,70) Euro je Aktie angehoben.
- Der Ausblick für 2018 impliziert auf bereinigter sowie angepasster Basis Ergebnisanstiege.

## Geschäftsentwicklung

Das EBITDA (fortgeführte Aktivitäten, Bereich E&P rückwirkend als nicht-fortgeführte Aktivität deklariert) ist im Geschäftsjahr 2017 um 2% auf 9,32 (Vj.: 9,49; unsere Prognose: 9,45; Marktkonsens: 9,39; Guidance: unteres Ende der Spanne von 9,3-9,9) Mrd. Euro gesunken. Ausschlaggebend für den Rückgang auf Konzernebene von 175 Mio. Euro y/y waren Konsolidierungseffekte (-678 Mio. Euro y/y). Auf organischer Basis ergab sich jedoch ein Anstieg von 5% y/y bzw. 477 Mio. Euro y/y. Bereichsseitig waren Afrika/Asien (+305 Mio. Euro y/y) sowie Sonstige (+251 Mio. Euro y/y) für den organischen Anstieg verantwortlich.

ENGIE	EBITDA		Veränderung	
	Gj. 2016	Gj. 2017	gg. Vj	gg.Vj.
	in Mio. EUR		in %	in Mio. EUR
Nordamerika	475	169	-64,4%	-306
Lateinamerika	1.696	1.711	0,9%	15
Afrika / Asien	1.162	1.323	13,9%	161
Benelux	755	551	-27,0%	-204
Frankreich	1.315	1.475	12,2%	160
Europa (ohne Benelux/Frankreich)	612	655	7,0%	43
Infrastruktur Europa	3.459	3.384	-2,2%	-75
Energiemanagement & LNG	3	-82	-	-85
Sonstiges	15	128	>100%	113
Konzern	9.491	9.316	-1,8%	-175

Quelle: ENGIE, NATIONAL-BANK AG

Das bereinigte Nettoergebnis (nach Anteilen Dritter und vor Ergebnisanteilen der Hybridkapitalgeber) kletterte um 7% auf 2,66 (Vj.: 2,48; unsere Prognose: 2,40; Guidance: Mitte der Spanne von 2,4-2,6) Mrd. Euro (bereinigtes EpS: 1,05 (Vj: 0,97) Euro). Zurückzuführen war dies auf die nicht-fortgeführten Aktivitäten (291 (Vj.: 47) Mio. Euro; fortgeführte Aktivitäten: -2% auf 2,37 (Vj.: 2,43) Mrd. Euro). Auf berichteter Basis verbesserte sich das Nettoergebnis (nach Anteilen Dritter und vor Ergebnisanteilen der Hybridkapitalgeber) auf +1.423 (Vj.: -415) Mio. Euro (EpS: +0,53 (Vj.: -0,23) Euro). Verantwortlich waren ein verbessertes nicht-operatives Ergebnis (-2.454 (Vj.: -3.512) Mio. Euro), das Steuerergebnis (+425 (Vj.: -481) Mio. Euro) sowie die nicht-fortgeführten Aktivitäten (+196 (Vj.: -111) Mio. Euro). Für das Geschäftsjahr 2017 will ENGIE eine Gesamtdividende von 0,70 (Vj.: 1,00; unsere Prognose: 0,70; Guidance: 0,70) Euro je Aktie ausschütten.

Die Nettofinanzverschuldung (Unternehmensdefinition) belief sich per Ende Dezember 2017 auf 20,9 (31.12.2016: 23,1) Mrd. Euro. ENGIE erhält von beiden großen Ratingagenturen weiterhin ein "A"-Rating (Standard & Poor's: "A-" (Ausblick: „negativ“); Moody's: "A2" (Ausblick: „stabil“)).

## Perspektiven

Im Rahmen der Veröffentlichung des Geschäftsberichts 2015 (am 25.02.2016) hatte ENGIE einen massiven Konzernumbau angekündigt, um die Abhängigkeit von den Rohstoffpreisen sowie die CO<sub>2</sub>-Intensität zu reduzieren. In diesem Zusammenhang sollen innerhalb von drei Jahren (2016-2018) Aktivitäten im Volumen von 15 Mrd. Euro (Nettoverschuldungseffekt) verkauft, stillgelegt oder mit Partnern betrieben werden. Davon wurden bisher 13,2 Mrd. Euro angekündigt und davon wiederum 11,6 Mrd. Euro realisiert (Stand: 31.12.2017). Für den Zeitraum 2016-2018 sind Wachstumsinvestitionen in Höhe von 14,3 (davon bisher umgesetzt: 10,2) Mrd. Euro budgetiert. Das Effizienzsteigerungsprogramm („Lean 2018“) soll bis 2018 einen Ergebnisbeitrag (EBITDA) von 1,3 (bisher: 1,2) Mrd. Euro liefern (davon bisher realisiert: 0,95 Mrd. Euro).

Für das Geschäftsjahr 2018 stellt ENGIE ein EBITDA von 9,3 bis 9,7 (2017 berichtet: 9,32; 2017 angepasst: 8,7) Mrd. Euro in Aussicht. Die Ergebnisentwicklung wird erneut durch Konsolidierungseffekte (EBITDA-Effekt: -0,4 Mrd. Euro) belastet. Auf organischer Basis soll ein EBITDA-Anstieg von >6% y/y (2017: +5% y/y) erzielt werden. Das bereinigte Nettoergebnis (vor Ergebnisanteilen der Hybridkapitalgeber) soll sich ohne Ergebnisbeiträge von E&P und LNG auf 2,45 bis 2,65 (2017: 2,66; 2017 bereinigt um IFRS 6/IFRS 15: 2,52; 2017 ohne E&P und LNG bereinigt um IFRS 6/IFRS 15: 2,36) Mrd. Euro belaufen. Die Dividende für 2018 soll sich auf 0,75 (Vj.: 0,70; bisherige Guidance: 0,70) Euro je Aktie belaufen. Die Kennziffer Nettoverschuldung/EBITDA soll nach wie vor nicht über 2,5 (31.12.2017: 2,3; 31.12.2016: 2,4) steigen. Es wird weiterhin der Erhalt des „A“-Ratings angestrebt.

Unsere Prognosen für die Geschäftsjahre 2018 (u.a. bereinigtes/berichtetes EpS: 0,99 (alt: 1,01) Euro; Dividende je Aktie: 0,75 (alt: 0,70) Euro) und 2019 (u.a. bereinigtes/berichtetes EpS: 1,12 Euro; Dividende je Aktie: 0,80 (alt: 0,72) Euro) haben wir mehrheitlich angepasst. Auf Basis unseres Discounted-Cashflow-Modells (Startjahr: 2018 (bisher: 2017)) haben wir ein neues Kursziel von 15,00 (alt: 15,30) Euro für die ENGIE-Aktie (seit Jahresbeginn: -8%; 12 Monate: +5%) ermittelt. Bei einem Aufwärtspotenzial von unter 15% hat unser Halten-Votum Bestand.

**SWOT-Analyse**

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> <li>- attraktive Dividendenrendite; „Dividendensicherheit“ für 2018</li> <li>- solide Bilanzkennzahlen („A“-Ratings)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- starker Einfluss des französischen Staates</li> <li>- hohe Abhängigkeit von Frankreich und Belgien (EBITDA-Anteil 2017: 52%)</li> <li>- hohe Firmenwerte</li> </ul>
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> <li>- erfolgreicher Konzernumbau (u.a. stärkere Internationalisierung, Reduzierung der CO2-Intensität, Reduzierung der Rohstoffpreisabhängigkeit)</li> <li>- Desinvestitionen (Buchgewinne)</li> <li>- Effizienzsteigerungsprogramm</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- sehr hohe Wettbewerbsintensität auf dem Strommarkt in Europa</li> <li>- regulatorische Veränderungen können erheblichen Einfluss auf die Ertragslage des Konzerns haben</li> <li>- Gasabsatz ist stark witterungsabhängig</li> <li>- Wechselkursentwicklung hat Einfluss auf die Geschäftsentwicklung</li> <li>- Ratingherabstufung</li> <li>- weitere Wertberichtigungen</li> <li>- Störfälle bei belgischen Kernkraftwerken</li> </ul>

Quelle: NATIONAL-BANK AG



**ENGIE: Gewinn- und Verlustrechnung**

in Mio. EUR (außer Ergebnis je Aktie und Dividende je Aktie)	2015	2016	2017	2018e	2019e
Umsatz	69.883	64.840	65.029	65.354	66.334
Rohertrag/Bruttoergebnis	30.575	28.220	28.289	28.494	29.320
EBITDA	11.274	9.491	9.316	9.476	10.116
Abschreibungen	-4.948	-3.855	-4.043	-4.005	-4.010
EBIT	6.326	5.636	5.273	5.471	6.106
Finanzergebnis	-11.115	-4.833	-3.750	-995	-975
EBT	-4.789	803	1.523	4.476	5.131
Steuern	-324	-481	425	-1.298	-1.488
Ergebnis nach Steuern	-5.113	322	1.948	3.178	3.643
Minderheitenanteile	351	-725	-959	-957	-967
Nettoergebnis	-4.762	-561	1.279	2.367	2.676
Anzahl Aktien (Mio. St.)	2.392	2.396	2.396	2.396	2.396
Ergebnis je Aktie	-1,99	-0,23	0,53	0,99	1,12
Dividende je Aktie	1,00	1,00	0,70	0,75	0,80
in % vom Umsatz					
Umsatz	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Rohertrag/Bruttoergebnis	43,8%	43,5%	43,5%	43,6%	44,2%
EBITDA	16,1%	14,6%	14,3%	14,5%	15,3%
Abschreibungen	7,1%	5,9%	6,2%	6,1%	6,0%
EBIT	9,1%	8,7%	8,1%	8,4%	9,2%
EBT	-6,9%	1,2%	2,3%	6,8%	7,7%
Steuern	0,5%	0,7%	-0,7%	2,0%	2,2%
Ergebnis nach Steuern	-7,3%	0,5%	3,0%	4,9%	5,5%
Nettoergebnis	-6,8%	-0,9%	2,0%	3,6%	4,0%

Quelle: NATIONAL-BANK AG; ENGIE

**ENGIE: Bilanz- und Kapitalflussdaten**

in Mio. EUR	2015	2016	2017	2018e	2019e
Bilanzsumme	160.658	158.499	150.332	152.244	154.773
Anlagevermögen	101.204	98.905	92.171	90.166	92.156
Geschäfts- und Firmenwert	19.024	17.372	17.285	17.285	17.285
Vorräte	4.207	3.656	4.155	4.248	4.378
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	19.349	20.835	20.311	20.456	20.829
Liquide Mittel	9.183	9.825	8.931	12.487	12.398
Eigenkapital	48.750	45.447	42.577	44.224	46.070
Verzinsliches Fremdkapital	39.155	36.950	33.468	33.468	33.468
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	17.101	17.075	16.432	16.469	16.650
Summe Fremdkapital	111.908	113.052	107.755	108.021	108.704
Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit	10.383	10.063	8.662	7.087	7.708
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-6.230	-2.756	-4.645	-2.000	-6.000
Free Cashflow	4.153	7.307	4.017	5.087	1.708
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	-3.295	-6.222	-4.761	-1.677	-1.797
Summe der Cashflows	858	1.085	-744	3.410	-89

Quelle: NATIONAL-BANK AG; ENGIE

**ENGIE: Wichtige Kennzahlen**

	2015	2016	2017	2018e	2019e
EV / Umsatz	1,0	0,9	0,9	0,9	0,8
EV / EBITDA	6,3	6,3	6,1	5,9	5,5
EV / EBIT	11,3	10,6	10,8	10,2	9,2
KGV	neg.	neg.	25,2	13,4	11,8
KBV	0,8	0,7	0,8	0,7	0,7
KCV	4,0	3,3	3,7	4,5	4,1
KUV	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5
Dividendenrendite	5,8%	7,3%	5,2%	5,7%	6,1%
Eigenkapitalrendite (ROE)	-9,8%	-1,2%	3,0%	5,4%	5,8%
ROCE	5,9%	5,3%	5,3%	5,6%	6,1%
ROI	-3,0%	-0,4%	0,9%	1,6%	1,7%
Eigenkapitalquote	30,3%	28,7%	28,3%	29,0%	29,8%
Anlagendeckungsgrad	48,2%	46,0%	46,2%	49,0%	50,0%
Anlagenintensität	63,0%	62,4%	61,3%	59,2%	59,5%
Vorräte / Umsatz	6,0%	5,6%	6,4%	6,5%	6,6%
Forderungen / Umsatz	27,7%	32,1%	31,2%	31,3%	31,4%
Working Capital-Quote	9,2%	11,4%	12,4%	12,6%	12,9%
Nettofinanzverschuldung (in Mio. EUR)	29.972	27.125	24.537	20.981	21.070
Nettofinanzverschuldung / EBITDA	2,7	2,9	2,6	2,2	2,1
Capex / Umsatz	8,9%	8,2%	8,9%	9,2%	9,0%
Capex / Abschreibungen	125,9%	137,2%	142,9%	149,8%	149,6%
Free Cashflow / Umsatz	5,9%	11,3%	6,2%	7,8%	2,6%
Free Cash Flow / Aktie (EUR)	1,74	3,05	1,68	2,12	0,71
Nettofinanzverschuldung / Aktie (EUR)	12,53	11,32	10,24	8,76	8,79
Cash / Aktie (EUR)	3,84	4,10	3,73	5,21	5,17
Buchwert / Aktie (EUR)	20,38	18,97	17,77	18,46	19,23

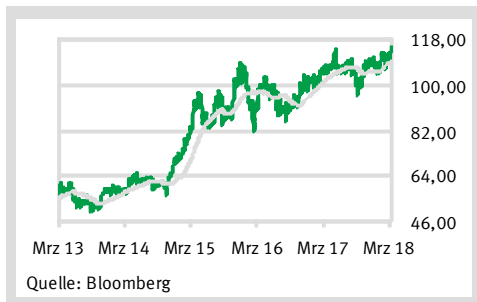
Quelle: NATIONAL-BANK AG; ENGIE

## Hannover Rück

**Halten** (Halten)

<b>Kurs am 12.03.18 um 17:35h</b>	114,90 EUR
<b>Erstellung abgeschlossen</b>	13.03.2018 / 12:40h
<b>Erstmals weitergegeben</b>	13.03.2018 / 14:40h
<b>Kursziel</b>	116,00 EUR
<b>Marktkapitalisierung</b>	13,86 Mrd. EUR
<b>Branche</b>	Versicherungen
<b>Land</b>	Deutschland
<b>WKN</b>	840221
<b>Reuters</b>	HNRGn.DE

Kennzahlen	12/17	12/18e	12/19e
Ergebnis je Aktie (EUR)	7,95	8,94	9,60
Kurs/Gewinn	13,3	12,8	12,0
Dividende je Aktie (EUR)	5,00	5,25	5,50
Div.- Rendite	4,7%	4,6%	4,8%
Kurs/Umsatz	0,7	0,8	0,7
Kurs/Op. Ergebnis	9,3	8,5	8,0
Combined Ratio	99,8%	96,2%	95,7%
Kurs/Buchwert	1,5	1,5	1,5



Performance	3M	6M	12M
Absolut	6,0%	13,6%	9,6%
Relativ z. MDAX	6,4%	10,3%	0,4%

**Erstempfehlung** 13.05.2014

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

09.11.2017 Von Verkauften auf Halten

## Anlass

Endgültige Zahlen für das vierte Quartal 2017

## Einschätzung

Die endgültigen Zahlen für das vierte Quartal (Q4) 2017 entsprachen weitgehend den am 07.02. veröffentlichten vorläufigen Zahlen. Demnach konnte im Gesamtjahr 2017 mit einem Nettoergebnis von 959 (Vj.: 1.171; vorläufig: rund 950; unsere Prognose: 822) Mio. Euro die am 08.11.2017 gesenkte Unternehmenszielsetzung (rund 800 Mio. Euro) deutlich übertroffen werden. Der Ausblick für 2018 (u.a. Nettoergebnis: >1 Mrd. Euro) wurde erwartungsgemäß bestätigt. Mit Blick auf das laufende Geschäftsjahr bleibt in der Schaden-Rückversicherung abzuwarten, ob sich in den kommenden Erneuerungsrounden weitere Preissteigerungen durchsetzen lassen (diese fielen u.E. in der Erneuerungsrounde zum 01.01.2018 - anders als erhofft - nur moderat aus). Die operative Entwicklung in der Personenrückversicherung dürfte weiter schwächeln, was neben Gewinnmitnahmen (Hannover Rück-Aktie seit Jahresbeginn: +10%) die Kursschwäche im bisherigen Handelsverlauf (11:15 Uhr: -4%) erklärt. Wir haben unsere Prognose unverändert belassen (u.a. EpS 2018e: 8,94 Euro; EpS 2019e: 9,60 Euro) und votieren bei einem neuen Kursziel von 116,00 (alt: 112,00) Euro (modifiziertes Gordon Growth-Modell; niedrigeres Beta ermittelt) weiterhin mit Halten für die Hannover Rück-Aktie, die auf Grund der attraktiven Dividendenpolitik gegen nachhaltige Kursrückgänge abgesichert sein sollte.

Markus Rießelmann (Analyst)

## Highlights

- Das Nettoergebnis stieg in Q4 2017 auf 410 (Vj.: 379 (vorläufig: rund 400)) Mio. Euro und übertraf damit unsere Prognose (273 Mio. Euro) deutlich.
- Ausblick für 2018 bestätigt: Die Hannover Rück rechnet mit einem Nettoergebnis von mehr als 1 Mrd. Euro.

## Geschäftsentwicklung

Die endgültigen Zahlen für das Q4 2017 entsprachen weitgehend den am 07.02. veröffentlichten vorläufigen Zahlen. Demnach stieg das Nettoergebnis auf 410 (Vj.: 379 (vorläufig: rund 400)) Mio. Euro und übertraf damit unsere Prognose (273 Mio. Euro) deutlich. Das erstmals veröffentlichte EBIT verbesserte sich auf 558 (Vj.: 498; unsere Prognose: 434) Mio. Euro. Ursächlich für die besser als von uns erwartete Ergebnisentwicklung war im Wesentlichen ein höher als von uns unterstellter Ergebnisbeitrag der Schaden-Rückversicherung (Nettoergebnis: 389 (Vj.: 334) Mio. Euro). Der Ergebnisanstieg war in erster Linie auf einen Anstieg beim versicherungstechnischen Ergebnis auf 311 (Vj.: 209) Mio. Euro zurückzuführen. Die entsprechende Schaden-Kosten-Quote verbesserte sich auf 87,1 (Vj.: 89,9%). Die segmentbezogenen Bruttoprämien legten deutlich um 21% auf 2,51 (Vj.: 2,08) Mrd. Euro zu. Das Nettoergebnis in der Personen-Rückversicherung fiel auf 37 (Vj.: 44) Mio. Euro. Der Ergebnisrückgang war auf ein verschlechtertes versicherungstechnisches Ergebnis (-76 (Vj.: -55) Mio. Euro) zurückzuführen, das nicht durch einen Anstieg des Kapitalanlageergebnisses (77 (Vj.: 67) Mio. Euro) kompensiert werden konnte. Die segmentbezogenen Bruttoprämien fielen um 1% auf 1,80 (Vj.: 1,82) Mrd. Euro.

Im Gesamtjahr 2017 konnte mit einem Nettoergebnis von 959 (Vj.: 1.171; vorläufig: rund 950; unsere Prognose: 822) Mio. Euro die am 08.11.2017 gesenkte Unternehmenszielsetzung (rund 800 Mio. Euro) deutlich übertroffen werden. Die Bruttoprämien stiegen um 9% auf 17,79 (Vj.: 16,35) Mrd. Euro (währungsbereinigt: +11%). Das Kapitalanlageergebnis verbesserte sich u.a. bedingt durch den Verkauf des Aktienportefeuilles in Q3 2017 auf 1,54 (Vj.: 1,22) Euro. Dies entsprach einer Kapitalanlagerendite von 3,8% (Vj.: 3,0%; Unternehmensprognose: >3,0%). Der Dividendenvorschlag für das Geschäftsjahr 2017 lag entsprechend unserer Erwartung und der Ankündigung zu den vorläufigen Zahlen bei 5,00 (Vj.: 5,00) Euro je Aktie (dabei Basisdividende: 3,50 Euro je Aktie; Sonderdividende: 1,50 Euro je Aktie).

<b>Hannover Rück</b>	<b>Bruttoprämien Q4 2016</b>	<b>Bruttoprämien Q4 2017</b>	<b>Veränderung</b>
	<b>in Mio. EUR</b>	<b>in Mio. EUR</b>	
Schaden-Rückversicherung	2.084	2.512	20,5%
Personen-Rückversicherung	1.816	1.795	-1,1%
Konzern	3.900	4.307	10,4%
	<b>Nettoergebnis Q4 2016</b>	<b>Nettoergebnis Q4 2017</b>	<b>Veränderung</b>
	<b>in Mio. EUR</b>	<b>in Mio. EUR</b>	
Schaden-Rückversicherung	334	389	16,2%
Personen-Rückversicherung	44	37	-16,1%
Konsolidierung / Sonstige	1	-16	-
Konzern	379	410	8,0%

Quelle: Hannover Rück, NATIONAL-BANK AG

<b>Hannover Rück</b>	<b>Bruttoprämien Gj. 2016</b> in Mio. EUR	<b>Bruttoprämien Gj. 2017</b> in Mio. EUR	<b>Veränderung</b>
Schaden-Rückversicherung	9.205	10.711	16,4%
Personen-Rückversicherung	7.149	7.080	-1,0%
Konzern	16.354	17.791	8,8%
	<b>Nettoergebnis Gj. 2016</b> in Mio. EUR	<b>Nettoergebnis Gj. 2017</b> in Mio. EUR	<b>Veränderung</b>
Schaden-Rückversicherung	950	837	-11,9%
Personen-Rückversicherung	253	173	-31,8%
Konsolidierung / Sonstige	-32	-51	-
Konzern	1.171	959	-18,2%

Quelle: Hannover Rück, NATIONAL-BANK AG

## Perspektiven

Das den Aktionären zurechenbare Eigenkapital stieg zum 31.12.2017 auf 8,53 (30.09.2017: 8,20) Mrd. Euro. Der Rückgang gegenüber dem Vorjahr (31.12.2016: 9,00 Mrd. Euro) resultierte im Wesentlichen aus negativen Währungseffekten. Die Eigenkapitalrendite verschlechterte sich zwar auf 10,9% (Vj.: 13,7%), lag damit aber über dem gesetzten Mindestziel (9,8%).

Anders als in den Vorjahren führten in 2017 zahlreiche Naturkatastrophen zu einer deutlichen Überschreitung des Großschadenbudgets (825 Mio. Euro). Im Gesamtjahr lag die Nettogroßschadenbelastung bei insgesamt 1,13 (Vj.: 0,63; 2015: 0,57; 2014: 0,43) Mrd. Euro. Die Hannover Rück konnte dies durch ein starkes Kapitalanlageergebnis zum Teil kompensieren und die unveränderte Dividende zeigt u.E. die Widerstandsfähigkeit des Geschäftsmodells. Der Ausblick für 2018 wurde bestätigt. Bei einem währungsbereinigten Wachstum der Bruttoprämien im einstelligen Prozentbereich rechnet Hannover Rück mit einem Nettoergebnis von mehr als 1 Mrd. Euro. Voraussetzung ist, dass die Großschadenbelastung den Erwartungswert von 825 Mio. Euro nicht wesentlich übersteigt. Die Kapitalanlagerendite wird bei 2,7% erwartet. Mit Blick auf das laufende Geschäftsjahr bleibt in der Schaden-Rückversicherung abzuwarten, ob sich in den kommenden Erneuerungsrunden weitere Preissteigerungen durchsetzen lassen (diese fielen u.E. in der Erneuerungsrunde zum 01.01.2018 - anders als erhofft - nur moderat aus). Die operative Entwicklung in der Personenrückversicherung dürfte weiter schwächeln. Hier geht die Hannover Rück von einem EBIT von rund 200 (2017: 245) Mio. Euro aus.

Wir haben unsere Prognosen unverändert belassen (u.a. EpS 2018e: 8,94 Euro; EpS 2019e: 9,60 Euro). Bei einem neuen Kursziel von 116,00 (alt: 112,00) Euro (modifiziertes Gordon Growth-Modell; niedrigeres Beta ermittelt) votieren wir weiterhin mit Halten für die Hannover Rück-Aktie (seit Jahresbeginn: +10%). Den sich verbessernden Aussichten in der Schaden-Rückversicherung (moderate Preissteigerungen in den Erneuerungsrunden) steht die operative Schwäche in der Personenrückversicherung gegenüber. Die Hannover Rück-Aktie ist u.E. auf Grund der attraktiven Dividendenpolitik gegen nachhaltige Kursrückgänge abgesichert.

**SWOT-Analyse**

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> <li>- trotz herausforderndem Niedrigzinsniveau gutes Kapitalanlageergebnis</li> <li>- gute Profitabilität (Eigenkapitalrendite)</li> <li>- attraktive Dividendenrendite</li> <li>- positive Entwicklung in der Schaden-Rückversicherung</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- hohe Ergebnisvolatilität durch zyklisches Rückversicherungsgeschäft</li> <li>- Preisrückgänge in der Erneuerungsrunde; hohe Wettbewerbsintensität</li> <li>- Ergebnis maßgeblich abhängig von der Entwicklung der Kapitalanlagen</li> <li>- niedriges Zinsniveau beeinträchtigt Kapitalanlageergebnis</li> </ul>
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Ausbau der Marktposition in der Personen-Rückversicherung</li> <li>- ansteigendes Zinsniveau</li> <li>- Trendwende bei den Raten in den Erneuerungsrunden</li> <li>- Großschadenbelastung in 2018 bleibt deutlich unter dem Erwartungswert von 825 Mio. Euro</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- erneute Verschärfung der Euro-Schuldenkrise</li> <li>- weitere Aufweichung der Rückversicherungsmärkte (Schaden-Rückversicherung); weiterhin wettbewerbsintensives Umfeld erwartet</li> <li>- hohe Schadenbelastungen können Ergebnis wesentlich beeinträchtigen</li> </ul>

Quelle: NATIONAL-BANK AG

**Hannover Rück: Gewinn- und Verlustrechnung**

in Mio. EUR (außer Ergebnis je Aktie und Dividende je Aktie)	2015	2016	2017	2018e	2019e
Gesamterträge	17.069	16.354	17.791	18.290	18.875
Verwaltungsaufwendungen	15.313	14.664	16.426	16.662	17.139
EBT	1.671	1.618	1.293	1.556	1.668
Steuern	-456	-391	-248	-405	-434
Ergebnis nach Steuern	1.215	1.226	1.045	1.152	1.234
Minderheitenanteile	-64	-55	-86	-73	-76
Nettoergebnis	1.151	1.171	959	1.079	1.158
Anzahl Aktien (Mio. St.)	121	121	121	121	121
Ergebnis je Aktie	9,54	9,71	7,95	8,94	9,60
Dividende je Aktie	4,75	5,00	5,00	5,25	5,50

Quelle: NATIONAL-BANK AG; Hannover Rück

**Hannover Rück: Bilanz- und Kapitalflussdaten**

in Mio. EUR	2015	2016	2017	2018e	2019e
Bilanzsumme	63.215	63.529	61.197	61.803	62.521
Barreserve	821	849	836	742	743
Finanzanlagen	39.347	41.793	40.057	40.859	41.676
Goodwill	60	65	92	92	92
Verbindlichkeiten aus Versicherungsverträgen	41.922	41.760	40.898	41.307	41.720
Verbindlichkeiten aus Investmentverträgen	5.948	5.532	4.924	4.998	5.073
Eigenkapital	8.068	8.997	8.528	9.004	9.529

Quelle: NATIONAL-BANK AG; Hannover Rück

**Hannover Rück: Wichtige Kennzahlen**

	2015	2016	2017	2018e	2019e
Buchwert / Aktie	66,9	74,6	70,7	74,7	79,0
KGV	9,7	9,9	13,3	12,8	12,0
KBV	1,4	1,3	1,5	1,5	1,5
Dividendenrendite	5,1%	5,2%	4,7%	4,6%	4,8%
ROE (vor Steuern)	21,4%	19,0%	14,8%	17,8%	18,0%
ROE (nach Steuern)	14,7%	13,7%	10,9%	12,3%	12,5%
Combined Ratio	94,4%	93,7%	99,8%	96,2%	95,7%
Bedeckungsquote	221,3%	229,8%	260,3%	245,2%	238,0%

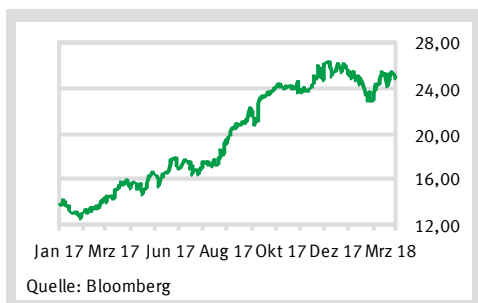
Quelle: NATIONAL-BANK AG; Hannover Rück

## Uniper

Halten (Halten)

<b>Kurs am 12.03.18 um 17:35h</b>	24,93 EUR
<b>Erstellung abgeschlossen</b>	13.03.2018 / 12:40h
<b>Erstmals weitergegeben</b>	13.03.2018 / 14:40h
<b>Kursziel</b>	26,00 EUR
<b>Marktkapitalisierung</b>	9,12 Mrd. EUR
<b>Branche</b>	Versorger
<b>Land</b>	Deutschland
<b>WKN</b>	UNSE01
<b>Reuters</b>	UN01.DE

Kennzahlen	12/17	12/18e	12/19e
Ergebnis je Aktie (EUR)	-1,79	1,58	1,71
Kurs/Gewinn	neg.	15,8	14,6
Dividende je Aktie (EUR)	0,74	0,86	1,07
Div.- Rendite	4,0%	3,4%	4,3%
Kurs/Umsatz	0,1	0,1	0,1
Kurs/Op. Ergebnis	6,1	9,4	8,7
Kurs/Cashflow	4,9	8,5	7,2
Kurs/Buchwert	0,5	0,7	0,7



Performance	3M	6M	12M
Absolut	-4,1%	15,4%	77,3%
Relativ z. MDAX	-3,7%	12,1%	68,2%

**Erstempfehlung** 24.11.2016

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

## Anlass

Geschäftsbericht 2017

## Einschätzung

Da die zentrale Ergebnissteuerkenngröße (bereinigtes EBIT) ebenso wie der Dividendenvorschlag (0,74 Euro je Aktie) bereits im Vorfeld bekannt gegeben worden war, blieb der Geschäftsbericht 2017 ohne größere Überraschungen. Die Verschuldungskennzahlen haben sich im Quartalsverlauf auf Grund des Verkaufs von Yushnoe-Russkoje deutlich verbessert und erfüllten per 31.12.2017 die Unternehmenszielsetzung komfortabel. Der Ergebnisausblick für 2018, der einen Ergebnisrückgang (bereinigtes EBIT) impliziert, wurde bestätigt. Das gleiche gilt für die Ausschüttungspolitik (Ausschüttungsquote bezogen auf den bereinigten FFO: 75%-100%; CAGR 2016-2020e: +25%). Wir haben unsere Prognosen teilweise angepasst (u.a. EpS 2018e: 1,58 Euro; Dividende je Aktie (DpS) 2018e: 0,86 (alt: 0,90) Euro; EpS 2019e: 1,71 Euro; DpS 2019e: 1,07 (alt: 1,10) Euro). Es besteht „Sicherheit“ über die mittelfristige Dividendenpolitik. Unklarheiten existieren dagegen bezüglich der Ziele des zukünftigen Großaktionärs, der finnischen Fortum (47,12% der Uniper-Aktien angedient, Transaktion aber noch nicht vollzogen), hinsichtlich Uniper. Die Dividendenrendite (2018e: 3,4%) ist u.E. ansprechend. Zudem sind steigende (abgesicherte) Großhandelsstrompreise, wenn auch erst ab 2020e, in Sicht. Unser Votum für die Uniper-Aktie lautet weiterhin Halten (Kursziel: unverändert 26,00 Euro (Discounted-Cashflow-Modell)).

Sven Diermeier (Senior Analyst)



## Highlights

- Der Dividendenvorschlag für 2017 lautet auf 0,74 Euro je Aktie.
- Der Ergebnisausblick für 2018 sowie die Dividendenpolitik bis 2020 wurden bestätigt.
- Fortum wurden 47,12% der Uniper-Aktien im Rahmen des freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebots angeboten.

## Geschäftsentwicklung

Das bereinigte EBIT stieg im vierten Quartal (Q4) 2017 deutlich um 47% auf 162 (Vj.: 110) Mio. Euro. Ausschlaggebend für den Ergebnisanstieg auf der Konzernebene (bereinigtes EBIT: +52 Mio. Euro y/y) war der Bereich Europäische Stromerzeugung (bereinigtes EBIT: +84 Mio. Euro y/y). Infolge höherer Sonderbelastungen (neutrales Ergebnis (nicht-operatives Ergebnis): -1.234 (Vj.: -403) Mio. Euro; Wertberichtigung auf die Beteiligung Yushnoe-Russkoje beim Verkauf) verschlechterte sich das berichtete Nettoergebnis auf -1.320 (Vj.: +999) Mio. Euro.

Uniper	Bereinigtes EBITDA		Veränderung	Veränderung
	Q4 2016	Q4 2017	gg. Vj.	gg. Vj. (in Mio. EUR)
	in Mio. EUR			
Europäische Stromerzeugung	-27	57	-	84
Globaler Handel	32	63	96,9%	31
Internationale Stromerzeugung	123	79	-35,8%	-44
Sonstige, Konsolidierung	-18	-37	-	-19
Konzern	110	162	47,3%	52

Quelle: Uniper, NATIONAL-BANK AG

Im Geschäftsjahr 2017 gab das bereinigte EBIT um 18% y/y bzw. 248 Mio. Euro y/y nach. Ausschlaggebend hierfür war vor allem, dass Uniper in Q1 2016 von der erfolgreichen Neuverhandlung von Gasbezugsverträgen mit Gazprom (Auflösung von Rückstellungen; Ergebniseffekt: ca. +400 Mio. Euro) profitiert hatte (bereinigtes EBIT des Bereichs Globaler Handel: -986 Mio. Euro y/y). Die Ergebnisanstiege in den Bereichen Europäische und Internationale Stromerzeugung sind auf den Wegfall von Einmaleffekten (Restrukturierungskosten und AKW-Rückstellungen in 2016), geringere Steuern (Grundsteuer für Wasserkraftwerke, AKW-Steuer jeweils Schweden) sowie höhere Produktionsvolumen zurückzuführen. Das berichtete Nettoergebnis verbesserte sich infolge geringerer Sonderbelastungen (-1.226 (Vj.: -5.325) Mio. Euro) auf -656 (Vj.: -3.217) Mio. Euro (EpS: -1,79 (Vj.: -8,79) Euro). Auf bereinigter Basis ergab sich jedoch ein Rückgang des Nettoergebnisses (781 (Vj.: 839; unsere Prognose: 754) Mio. Euro bzw. 2,13 (Vj.: 2,29) Euro je Aktie). Der Dividendenvorschlag für 2017 lautet auf 0,74 (Vj.: 0,55) Euro je Aktie.

Der freie Cashflow war in Q4 2017 infolge höherer Desinvestitionserlöse (Yushnoe-Russkoje-Verkauf) deutlich positiv (+1.871 (Vj.: -463) Mio. Euro; Gj. 2017: +2.338 (Vj.: +2.638) Mio. Euro). Die Kennzahl Nettoverschuldung/EBITDA verbesserte sich entsprechend im Quartalsverlauf deutlich und bezifferte sich per Ende Dezember 2017 auf 1,4 (30.09.2017: 2,4; 31.12.2016: 2,0; 31.12.2015: 3,9; Unternehmensziel: <2,0). Gegenwärtig verfügt Uniper bei Standard & Poor's über das niedrigste Investmentgrade-Rating ("BBB-"), allerdings mit "positivem" Ausblick.

Uniper	Bereinigtes EBITDA		Veränderung gg. Vj.	Veränderung gg. Vj. (in Mio. EUR)
	Gj. 2016	Gj. 2017 in Mio. EUR		
Europäische Stromerzeugung	126	337	>100%	211
Globaler Handel	1.327	341	-74,3%	-986
Internationale Stromerzeugung	106	616	>100%	510
Sonstige, Konsolidierung	-197	-180	-	17
Konzern	1.362	1.114	-18,2%	-248

Quelle: Uniper, NATIONAL-BANK AG

## Perspektiven

Uniper will vor allem organisch wachsen. Der regionale Fokus liegt weiterhin auf Europa, wobei aber die USA und Asien an Bedeutung gewinnen sollen. Ein Großteil der Trends in der Energielandschaft kommen dem Versorger entgegen (u.a. Dekarbonisierung (mehr Gas), steigende Bedeutung von Versorgungssicherheit durch Ausbau der Erneuerbaren Energien). Ein Großteil (>65% bis >85%) der sogenannten Outright-Stromproduktion (Wasser- und Kernkraftwerke) für Deutschland und Schweden wurde für die Jahre 2018 und 2019 bereits abgesichert. Dabei liegen die abgesicherten Preise für 2018 und 2019 unter denen für 2017. Für 2020 deutet sich zumindest für Deutschland eine Preiserholung an. Ein Großteil der anvisierten Effizienzsteigerungen (0,4 Mrd. Euro bis Ende 2018 ggü. 2015; 2016-2017: 0,3 Mrd. Euro) wurde bereits erreicht. Die Ersatzinvestitionen soll bei unter 0,4 Mrd. Euro bleiben.

Der Ergebnisausblick für das Geschäftsjahr 2018 wurde bestätigt (bereinigtes EBIT: 0,8-1,1 (2017: 1,11) Mrd. Euro). Die Hauptbelastungsfaktoren sind dabei der fehlende Ergebnisbeitrag von Yushnoe-Russkoje sowie das Nicht-Wiederholen von Versicherungszahlungen für das russische Kraftwerk Berjosowskaja 3. Dabei sollen die Bereiche Europäische Stromerzeugung und Globaler Handel Ergebnisanstiege (spürbar bzw. deutlich) verzeichnen. Die Dividendenpolitik wurde ebenfalls wiederholt. Die Ausschüttungsquote bezogen auf den bereinigten FFO soll sich auf 75%-100% belaufen. Der bereinigte FFO wird für 2018 bei 0,5-0,8 Mrd. Euro erwartet. Zudem soll die Dividende je Aktie bis 2020 (Basis: 0,55 Euro je Aktie für 2016) um durchschnittlich 25% p.a. steigen (impliziert für 2020e: 1,34 Euro je Aktie).

Fortum wurden im Rahmen des freiwilligen Übernahmeangebots (22,00 Euro je Uniper-Aktie in bar vor Dividendenausschüttung) 172.439.375 Uniper-Aktien (entspricht: 47,12% des Uniper-Aktienkapitals) angedient, davon der überwiegende Teil von E.ON (170.720.340 Stück bzw. 46,65%). Die Transaktion ist allerdings noch nicht vollzogen worden.

Unsere Prognosen für die Geschäftsjahre 2018 (u.a. bereinigtes/berichtetes EpS: 1,58 Euro; Dividende je Aktie: 0,86 (alt: 0,90) Euro) und 2019 (u.a. bereinigtes/berichtetes EpS: 1,71 Euro; Dividende je Aktie: 1,07 (alt: 1,10) Euro) haben wir teilweise angepasst. Auf Basis unseres Discounted-Cashflow-Modells haben wir ein unverändertes Kursziel von 26,00 Euro für die Uniper-Aktie (3 Monate: -4%) ermittelt. Bei einem geringfügigen Aufwärtspotenzial lautet unser Votum weiterhin Halten.

## SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> <li>- führende Marktpositionen in diversen Märkten</li> <li>- ausgewogener Mix der konventionellen Stromerzeugungskapazitäten</li> <li>- ansprechende Dividendenrendite</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- begrenzte Wachstumsmöglichkeiten</li> <li>- Investmentgrade-Rating auf der niedrigsten Stufe</li> <li>- keine Erneuerbaren Energien (Ausnahme große Wasserkraftwerke) im Produktionsportfolio</li> </ul>
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> <li>- steigende Energierohstoffpreise (Strom, Kohle, Gas)</li> <li>- Einführung eines Kapazitätsmarktes in Deutschland</li> <li>- beschleunigter Braunkohleausstieg in Deutschland</li> <li>- Ratingheraufstufung („positiver“ Ausblick bei S&amp;P)</li> <li>- Großaktionär Fortum (eventuell neues erhöhtes Übernahmeangebot)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- inadäquates Hedging (Fehleinschätzung)</li> <li>- eine veränderte Regulierung kann erheblichen Einfluss auf die Profitabilität haben</li> <li>- Länderrisiko: vor allem Russland</li> <li>- rasanter Ausbau der Erneuerbaren Energien (Verdrängung von konventionellen Stromerzeugungskapazitäten)</li> </ul>

Quelle: NATIONAL-BANK AG

**Uniper: Gewinn- und Verlustrechnung**

in Mio. EUR (außer Ergebnis je Aktie und Dividende je Aktie)	2015	2016	2017	2018e	2019e
Umsatz	92.115	67.285	72.745	73.691	74.649
Rohertrag/Bruttoergebnis	2.859	4.253	3.417	2.793	2.829
EBITDA (bereinigt)	1.717	2.122	1.741	1.625	1.725
Abschreibungen	-916	-760	-627	-650	-675
EBIT (bereinigt)	801	1.362	1.114	975	1.050
Finanzergebnis	-4.162	-5.620	-1.244	-89	-90
EBT	-3.361	-4.258	-130	886	960
Steuern	-396	1.024	-408	-244	-264
Ergebnis nach Steuern	-3.757	-3.234	-538	642	696
Minderheitenanteile	-328	17	-118	-64	-70
Nettoergebnis	-4.085	-3.217	-656	578	626
Anzahl Aktien (Mio. St.)	362	366	366	366	366
Ergebnis je Aktie	-11,28	-8,79	-1,79	1,58	1,71
Dividende je Aktie	0,00	0,55	0,74	0,86	1,07
in % vom Umsatz					
Umsatz	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Rohertrag/Bruttoergebnis	3,1%	6,3%	4,7%	3,8%	3,8%
EBITDA (bereinigt)	1,9%	3,2%	2,4%	2,2%	2,3%
Abschreibungen	1,0%	1,1%	0,9%	0,9%	0,9%
EBIT (bereinigt)	0,9%	2,0%	1,5%	1,3%	1,4%
EBT	-3,6%	-6,3%	-0,2%	1,2%	1,3%
Steuern	0,4%	-1,5%	0,6%	0,3%	0,4%
Ergebnis nach Steuern	-4,1%	-4,8%	-0,7%	0,9%	0,9%
Nettoergebnis	-4,4%	-4,8%	-0,9%	0,8%	0,8%

Quelle: NATIONAL-BANK AG; Uniper

**Uniper: Bilanz- und Kapitalflussdaten**

in Mio. EUR	2015	2016	2017	2018e	2019e
Bilanzsumme	63.523	48.871	43.161	44.323	45.295
Anlagevermögen	29.461	27.199	22.877	23.002	23.077
Geschäfts- und Firmenwert	2.555	2.701	1.890	1.890	1.890
Vorräte	1.734	1.746	1.659	1.842	1.904
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	23.085	18.250	16.163	16.949	17.542
Liquide Mittel	360	341	1.027	1.059	1.264
Eigenkapital	15.001	12.803	12.789	13.161	13.542
Verzinsliches Fremdkapital	12.847	2.870	1.923	1.922	1.921
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	20.642	18.348	16.277	17.317	17.729
Summe Fremdkapital	48.522	36.068	30.372	31.163	31.753
Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit	1.465	2.184	1.385	1.079	1.271
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-610	-328	517	-775	-750
Free Cashflow	855	1.856	1.902	304	521
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	-979	-2.000	-1.129	-272	-316
Summe der Cashflows	-124	-144	773	32	205

Quelle: NATIONAL-BANK AG; Uniper

**Uniper: Wichtige Kennzahlen**

	2015	2016	2017	2018e	2019e
EV / Umsatz	-	0,1	0,1	0,1	0,1
EV / EBITDA	-	3,2	4,4	6,2	5,8
EV / EBIT	-	5,0	6,9	10,3	9,5
KBV	-	neg.	neg.	15,8	14,6
KBV	-	0,3	0,5	0,7	0,7
KCV	-	2,0	4,9	8,5	7,2
KUV	-	0,1	0,1	0,1	0,1
Dividendenrendite	-	4,7%	4,0%	3,4%	4,3%
Eigenkapitalrendite (ROE)	-27,2%	-25,1%	-5,1%	4,4%	4,6%
ROCE	2,4%	4,7%	4,6%	4,0%	4,2%
ROI	-6,4%	-6,6%	-1,5%	1,3%	1,4%
Eigenkapitalquote	23,6%	26,2%	29,6%	29,7%	29,9%
Anlagendeckungsgrad	50,9%	47,1%	55,9%	57,2%	58,7%
Anlagenintensität	46,4%	55,7%	53,0%	51,9%	50,9%
Vorräte / Umsatz	1,9%	2,6%	2,3%	2,5%	2,6%
Forderungen / Umsatz	25,1%	27,1%	22,2%	23,0%	23,5%
Working Capital-Quote	4,5%	2,4%	2,1%	2,0%	2,3%
Nettofinanzverschuldung (in Mio. EUR)	12.487	2.529	896	863	657
Nettofinanzverschuldung / EBITDA	7,3	1,2	0,5	0,5	0,4
Capex / Umsatz	0,7%	1,2%	1,2%	1,1%	1,0%
Capex / Abschreibungen	66,6%	102,8%	134,4%	119,2%	111,1%
Free Cashflow / Umsatz	0,9%	2,8%	5,0%	0,4%	0,7%
Free Cash Flow / Aktie (EUR)	2,36	5,07	9,98	0,83	1,42
Nettofinanzverschuldung / Aktie (EUR)	34,49	6,91	2,45	2,36	1,80
Cash / Aktie (EUR)	0,99	0,93	2,81	2,89	3,45
Buchwert / Aktie (EUR)	41,44	34,99	34,95	35,96	37,00

Quelle: NATIONAL-BANK AG; Uniper

## 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).