

Marktdaten im Überblick	2
Unternehmenskommentare	3
Bilfinger	3
BT Group	5
Commerzbank	11
Nordex	16
RWE St	18
Rechtliche Hinweise	24

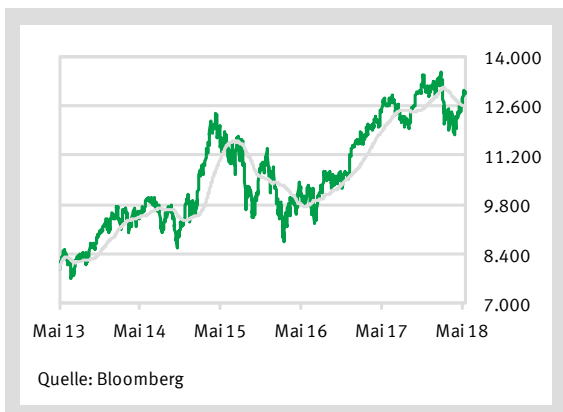


Marktdaten im Überblick

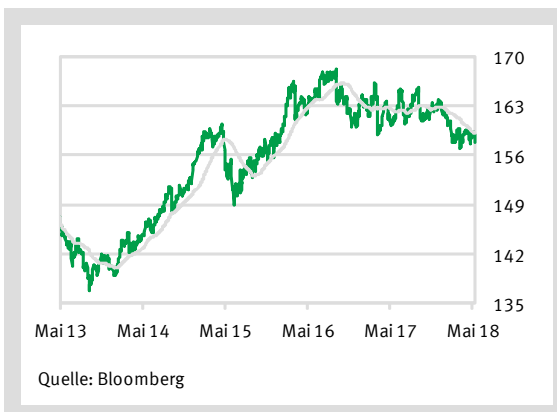
	Schlusskurs	Vortag	Änderung
Deutschland			
DAX	12.970	12.978	-0,1%
MDAX	26.570	26.645	-0,3%
TecDAX	2.772	2.773	0,0%
Bund-Future	157,76	158,14	-0,2%
10J Bund in %	0,6450	0,6110	5,6%
3M Zins in %	-0,5590	-0,5960	-6,2%
Europa			
EuroStoxx 50	3.564	3.566	0,0%
FTSE 100	7.723	7.711	0,2%
SMI	8.994	9.001	-0,1%
Welt			
DOW JONES	24.706	24.899	-0,8%
S&P 500	2.711	2.730	-0,7%
NASDAQ COMPOSITE	7.352	7.411	-0,8%
NIKKEI 225	22.818	22.866	-0,2%
TOPIX	1.805	1.806	0,0%
Rohstoffe / Devisen			
EUR in USD	1,1838	1,1927	-0,7%
Gold (USD je Feinunze)	1.295,00	1.319,85	-1,9%
Brent-Öl (USD je Barrel)	78,43	78,23	0,3%

Quelle: Bloomberg

DAX (Kurs und gleitender 90 Tage-Durchschnitt)



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



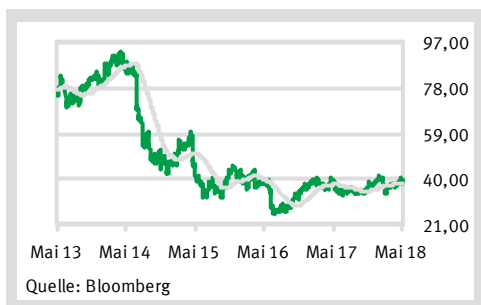
Unternehmenskommentare

Bilfinger

Halten (Halten)

Kurs am 15.05.18 um 17:35h	39,20 EUR
Erstellung abgeschlossen	16.05.2018 / 12:40h
Erstmals weitergegeben	16.05.2018 / 16:45h
Kursziel	40,00 EUR
Marktkapitalisierung	1,64 Mrd. EUR
Branche	Industrie
Land	Deutschland
WKN	590900
Reuters	GBFG.DE

Kennzahlen	12/17	12/18e	12/19e
Ergebnis je Aktie (EUR)	-2,01	-0,10	1,63
Kurs/Gewinn	neg.	neg.	24,1
Dividende je Aktie (EUR)	1,00	1,00	1,00
Div.- Rendite	2,8%	2,6%	2,6%
Kurs/Umsatz	0,4	0,4	0,4
Kurs/Op. Ergebnis	neg.	85,7	14,5
Kurs/Cashflow	-13,4	28,2	12,9
Kurs/Buchwert	1,2	1,4	1,3



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

Erstempfehlung 25.03.2014

Historie der Umstufungen (12 Monate):

Anlass

Zahlen für das erste Quartal 2018

Einschätzung

Das Zahlenwerk für das erste Quartal (Q1) 2018 zeigte ergebnisseitig Verbesserungen bei allen wichtigen Kennzahlen, blieb aber hinteren unsere Prognosen zurück. Das Unternehmen verfügt trotz eines negativen freien Q1-Cashflows sowie der Aktienrückkäufe nach wie vor über eine Nettoliquidität. Der Auftragseingang ist u.a. basiseffektbedingt deutlich gestiegen (+19% y/y) und das Book-to-Bill-Ratio lag bei über 1. Der Ausblick für 2018 (u.a. bereinigtes EBITA im mittleren bis höheren einstelligen Mio.-Euro-Bereich; 2017 ohne Berücksichtigung von Rückstellungen für Altgeschäft (53 Mio. Euro): 56 Mio. Euro) wurde bestätigt. Wir sehen hier Bilfinger nach dem Auftaktquartal auf Kurs. Wir haben unsere optimistischen Prognosen angepasst (u.a. bereinigtes EpS 2018e: 0,94 (alt: 1,02) Euro; berichtetes EpS 2018e: -0,10 (alt: +0,06) Euro; bereinigtes EpS 2019e: 2,07 (alt: 2,33) Euro; berichtetes EpS 2019e: 1,63 (alt: 1,86) Euro). Die kommunizierte Ausschüttungspolitik (u.a. Aktienrückkaufprogramm (bis zu 67 Mio. Euro verblieben)) sollte die Bilfinger-Aktie stützen. In Erwartung weiterer Fortschritte und einer Rückkehr in die Gewinnzone (auf berichteter Basis) in 2019 (KGV 2019e: 24,1; Dividendenrendite 2018e: 2,6%) lautet unser Votum für die Bilfinger-Aktie weiterhin Halten (Kursziel: 40,00 (alt: 38,00) Euro (Discounted-Cashflow-Modell, niedrigeres Beta, zeitliche Anpassung, geringere Aktienanzahl)).

Sven Diermeier (Senior Analyst)

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> - führende Marktpositionen - Sperrminorität von Cevian (hohes Interesse an der Schaffung von Shareholder Value) - mit Thomas Blades steht seit 01.07.2016 ein erfahrener Manager an der Konzernspitze - hohe Nettoliquidität (Mindestdividende angekündigt) 	<ul style="list-style-type: none"> - hohe Abhängigkeit vom Energiesektor - fehlende Präsenz in Entwicklungs- und Schwellenländern - kein Investmentgrade-Rating - mehrere Gewinnwarnungen (Vertrauensverlust bei Investoren) - bisher keine Kontinuität an der Konzernspitze
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> - erfolgreiche Umsetzung des Strategieprogramms 2020 (recht erfreulicher Mittelfristausblick) - steigende Energiepreise (erhöhte Investitionstätigkeit der Kundenindustrien) - alternder Anlagenpark (steigender Wartungs-/Modernisierungsbedarf) - Aktienrückkaufprogramm 	<ul style="list-style-type: none"> - dauerhaft niedrige Energiepreise (geringe Investitionstätigkeit der Kundenindustrien) - hohe Sonderbelastungen (u.a. Wertberichtigungen und Restrukturierungskosten) - Scheitern des Strategieplans

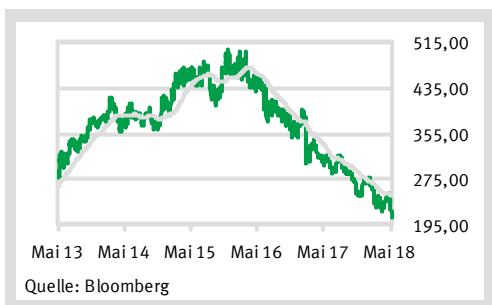
Quelle: NATIONAL-BANK AG

BT Group

Halten (Halten)

Kurs am 15.05.18 um 17:34h	206,80 GBp
Erstellung abgeschlossen	16.05.2018 / 12:40h
Erstmals weitergegeben	16.05.2018 / 16:45h
Kursziel	230,00 GBp
Marktkapitalisierung	20,49 Mrd. GBP
Branche	Telekommunikation
Land	Großbritannien
WKN	794796
Reuters	BT.L

Kennzahlen	03/18(e)	03/19e	03/20e
Ergebnis je Aktie (GBp)	20,50	23,43	22,64
Kurs/Gewinn	13,4	8,8	9,1
Dividende je Aktie (GBp)	15,40	15,40	15,40
Div.- Rendite	5,6%	7,4%	7,4%
Kurs/Umsatz	1,1	0,9	0,9
Kurs/Op. Ergebnis	8,1	5,5	5,6
Kurs/Cashflow	5,5	3,3	3,7
Kurs/Buchwert	2,6	1,9	1,8



Performance	3M	6M	12M
Absolut	-9,5%	-15,5%	-33,3%
Relativ z. FTSE 100	-15,3%	-20,1%	-35,9%

Erstempfehlung 03.12.2015

Historie der Umstufungen (12 Monate):

Anlass

Zahlen für das vierte Quartal 2017/18

Einschätzung

Die eigentlich positiv ausgefallenen Zahlen für das vierte Quartal (Q4) 2017/18 (31.03.) wurden von zahlreichen negativen zukunftsgerichteten Aussagen von BT überschattet. Zum einen fiel der Ausblick für das laufende Geschäftsjahr enttäuschend aus. Umsatz und Ergebnis sollen demnach weiter sinken. Zum anderen hat der Konzern mit seinem Strategie-Update verschreckt und die Aktie weiter auf Talfahrt geschickt (Kursentwicklung am Tag der Zahlenbekanntgabe am 10.05.: -7,4%; seitdem: -13,3%). Demnach soll die Dividende, die überraschenderweise schon für das Geschäftsjahr 2017/18 nur noch konstant gehalten wurde, in 2018/19 und in 2019/20 ebenfalls stagnieren. Bislang wurde eine „progressive“ Ausschüttungspolitik verfolgt. Auch die Ankündigung, 13.000 Stellen streichen zu wollen um damit 1,5 Mrd. GBP pro Jahr zu sparen, zeugt davon, dass BT derzeit mit signifikanten Problemen zu kämpfen hat. Die Einmalkosten für die Kostensenkung beziffern sich zudem auf 800 Mio. GBP. Bei reduzierten Prognosen haben wir unser Kursziel auf 230,00 (alt: 270,00) GBp (Peer Group-Modell) erneut gesenkt. Den deutlich unterdurchschnittlichen Bewertungskennziffern stehen die zahlreichen Probleme (Bilanzskandal in Italien, der schwache Ausblick, Restrukturierungsmaßnahmen bzw. Risikofaktoren wie u.a. das Defizit in der Pensionskasse sowie der Brexit) gegenüber. Unser Halten-Votum hat daher Bestand.

Markus Friebl (Analyst)

Highlights

- Zwar enttäuschte die Umsatzentwicklung in Q4 2017/18, die Ergebnisentwicklung fiel jedoch überwiegend erfreulich aus.
- Der Ausblick für das laufende Geschäftsjahr fiel enttäuschend aus. Umsatz und Ergebnis sollen demnach weiter sinken. Zudem will BT für die nächsten zwei Geschäftsjahre die Dividende konstant halten und 13.000 Stellen abbauen.

Geschäftsentwicklung

Der Umsatz sank in Q4 2017/18 auf berichteter Basis um 2,5% auf 5,97 (Vj.: 6,12; unsere Prognose: 6,13) Mrd. GBP (bereinigt: -2,6% y/y auf 5,97 (unsere Prognose: 6,13; Marktkonsens: 6,05) Mrd. GBP), was unter den Erwartungen lag. Die Entwicklung auf der Segmentebene verlief erneut unterschiedlich, folgte aber in etwa der Entwicklung der vorangegangenen Quartale. Im Geschäftsjahr 2017/18 verzeichnete der berichtete Konzernumsatz einen Rückgang um 1,4% auf 23,72 (Vj.: 24,06) Mrd. GBP (bereinigt: -1,4% auf 23,75 (Vj.: 24,08) Mrd. GBP).

BT Group	bereinigter Umsatz		Veränderung gg. Vj.	bereinigter Umsatz		Veränderung gg. Vj.
	Q4 2016/17	Q4 2017/18		Gj. 2016/17	Gj. 2017/18	
	in Mio. GBP			in Mio. GBP		
BT Consumer	1.246	1.289	3,5%	4.934	5.066	2,7%
EE	1.259	1.320	4,8%	5.090	5.294	4,0%
Business and Publ	1.222	1.157	-5,3%	4.758	4.563	-4,1%
Global Services	1.422	1.241	-12,7%	5.479	5.013	-8,5%
Wholesale and Ver	541	506	-6,5%	2.109	2.009	-4,7%
Openreach	1.289	1.289	0,0%	5.098	5.123	0,5%
Sonstiges	-851	-835	-	-3.386	-3.322	-
Konzern	6.128	5.967	-2,6%	24.082	23.746	-1,4%

Quelle: BT Group, NATIONAL-BANK AG

Das berichtete EBITDA stieg in Q4 2017/18 auf Grund überproportional gesunkener operativer Ausgaben deutlich um 23,4% auf 1,96 (Vj.: 1,59; unsere Prognose: 1,89) Mrd. GBP und auf bereinigter Basis nur leicht um 0,7% auf 2,08 (Vj.: 2,07; unsere Prognose: 1,94; Marktkonsens: 2,07) Mrd. GBP. Das berichtete Nettoergebnis konnte noch stärker um 90,0% auf 722 (Vj.: 380; unsere Prognose: 633; Marktkonsens: 738) Mio. GBP zulegen und das bereinigte Nettoergebnis wiederum nur um 3,9% auf 872 (Vj.: 839; unsere Prognose: 703) Mio. GBP. Die deutlichen Unterschiede zwischen berichteter und bereinigter Ergebnisentwicklung resultieren dabei aus den Integrationskosten von EE sowie aus regulatorischen Kosten im Vorjahreszeitraum. Im Geschäftsjahr 2017/18 stieg das berichtete Nettoergebnis um 6,5% auf 2,03 (Vj.: 1,91) Mrd. GBP (bereinigt: -3,3% auf 2,77 (Vj.: 2,87) Mrd. GBP).

BT Group	bereinigtes EBITDA		Veränderung	bereinigtes EBITDA		Veränderung
	Q4 2016/17	Q4 2017/18		Gj. 2016/17	Gj. 2017/18	
	in Mio. GBP		gg. Vj.	in Mio. GBP		gg. Vj.
BT Consumer	261	295	13,0%	1.012	1.023	1,1%
EE	316	433	37,0%	1.156	1.353	17,0%
Business and Publ	391	362	-7,4%	1.528	1.418	-7,2%
Global Services	204	137	-32,8%	495	434	-12,3%
Wholesale and Ver	220	204	-7,3%	834	754	-9,6%
Openreach	695	641	-7,8%	2.633	2.520	-4,3%
Sonstiges	-18	11	-	-13	3	-
Konzern	2.069	2.083	0,7%	7.645	7.505	-1,8%

Quelle: BT Group, NATIONAL-BANK AG

Perspektiven

Bei der Kundenentwicklung setzten sich in Q4 2017/18 zum Teil die Wachstumstrends der Vorquartale fort, allerdings hat sich die Entwicklung hier im Vergleich zu den Vorquartalen deutlich verschlechtert. So stieg die Zahl der Breitbandkunden (Privatkundengeschäft) zwar weiter um 2 Tsd. q/q auf 9,34 Mio., damit hat sich aber die Wachstumsdynamik deutlich verringert. Die Zahl der Glasfaseranschlüsse kletterte dagegen weiter deutlich um 202 Tsd. q/q auf 5,71 Millionen. Bei den TV-Kunden hat sich wiederum der erstmalige Rückgang des Vorquartals in Q4 mit -16 Tsd. q/q auf 1,74 Mio. beschleunigt. Auch im Mobilfunkgeschäft hat sich die Entwicklung im Vergleich zu den Vorquartalen deutlich verschlechtert. So konnte die Zahl der Vertragskunden lediglich um 95 Tsd. q/q auf 17,60 Mio. gesteigert werden. Bislang waren hier Wachstumsraten von mehr als 200 Tsd. pro Quartal die Regel.

Der erstmals bekannt gegebene Ausblick für das laufende Geschäftsjahr sowie ein strategisches Update fielen sehr enttäuschend aus. Für das Geschäftsjahr 2018/19 (31.03.) wird ein bereinigter Umsatzrückgang von rund 2% (unsere bisherige Prognose: +0,2%; Marktkonsens: -0,4%) y/y in Aussicht gestellt. Das bereinigte EBITDA soll auf 7,3-7,4 (Vj.: 7,51; unsere bisherige Prognose: 7,56; Marktkonsens: 7,52) Mrd. GBP erneut sinken und der normalisierte freie Cashflow lediglich zwischen 2,3 und 2,5 (Vj.: 2,97) Mrd. GBP liegen. Zudem blieb die Schlussdividende für 2017/18 mit 10,55 (unsere Prognose: 11,00) GBp je Aktie (Auszahlung am 03.09.2018) überraschenderweise erneut nur auf dem Wert des Vorjahres, womit die Gesamtjahresdividende mit 15,40 GBp je Aktie unverändert zum Vorjahr bleibt. Zusätzlich gab der Konzern noch bekannt, die Dividende für die nächsten zwei Geschäftsjahre auf diesem Wert belassen zu wollen. Bislang wurde eine „progressive“ Ausschüttungspolitik verfolgt und wir sowie auch der Marktkonsens gingen bislang von stetig steigenden Dividenden aus. Auch die Ankündigung, 13.000 Stellen streichen zu wollen um damit 1,5 Mrd. GBP pro Jahr zu sparen, zeugt davon, dass BT derzeit mit signifikanten Problemen zu kämpfen hat. Die Einmalkosten für die Kostensenkung beziffern sich zudem auf 800 Mio. GBP.

Auf Grund des enttäuschenden Ausblicks haben wir unsere Prognosen reduziert (u.a. EpS 2018/19e: 23,43 (alt: 24,55) GBp (berichtet) bzw. 26,26 (alt: 27,37) GBp (bereinigt); EpS 2019/20e: 22,64 (alt: 24,04) GBp (berichtet) bzw. 25,46 (alt: 26,86) GBp (bereinigt)). Unsere Dividendenprognosen lauten nun entsprechend für 2018/19 (alt: 16,80 GBp) und 2019/20 (alt: 17,64 GBp) jeweils 15,40 GBp je Aktie. Bei einem auf 230,00 (alt: 270,00) GBp (Peer Group-Modell) reduzierten Kursziel bestätigen wir unser Halten-Votum.

SWOT-Analyse

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

Quelle: NATIONAL-BANK AG

BT Group: Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. GBP (außer Ergebnis je Aktie und Dividende je Aktie)	2015/16	2016/17	2017/18(e)	2018/19e	2019/20e
Umsatz	19.012	24.062	23.723	23.249	23.016
EBITDA	6.244	6.739	6.895	7.137	7.043
Abschreibungen	-2.631	-3.572	-3.514	-3.441	-3.406
EBIT	3.613	3.167	3.381	3.697	3.637
Finanzergebnis	-712	-804	-764	-790	-829
EBT	2.907	2.354	2.616	2.906	2.808
Steuern	-441	-446	-584	-581	-562
Ergebnis nach Steuern	2.466	1.908	2.032	2.325	2.246
Minderheitenanteile	0	0	0	0	0
Nettoergebnis	2.466	1.908	2.032	2.325	2.246
Anzahl Aktien (Mio. St.)	86	99	99	99	99
Ergebnis je Aktie	28,61	19,20	20,50	23,43	22,64
Dividende je Aktie	14,00	15,40	15,40	15,40	15,40
in % vom Umsatz					
Umsatz	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
EBITDA	32,8%	28,0%	29,1%	30,7%	30,6%
Abschreibungen	13,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%
EBIT	19,0%	13,2%	14,3%	15,9%	15,8%
EBT	15,3%	9,8%	11,0%	12,5%	12,2%
Steuern	2,3%	1,9%	2,5%	2,5%	2,4%
Ergebnis nach Steuern	13,0%	7,9%	8,6%	10,0%	9,8%
Nettoergebnis	13,0%	7,9%	8,6%	10,0%	9,8%

Quelle: NATIONAL-BANK AG; BT Group

BT Group: Bilanz- und Kapitalflussdaten

in Mio. GBP	2015/16	2016/17	2017/18(e)	2018/19e	2019/20e
Bilanzsumme	42.966	42.372	42.759	43.526	43.897
Anlagevermögen	34.418	35.497	34.410	34.669	34.963
Geschäfts- und Firmenwert	15.450	15.029	14.447	14.447	14.447
Vorräte	189	227	239	232	230
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	3.978	3.835	4.014	3.720	3.683
Liquide Mittel	3.914	2.048	3.550	4.332	4.420
Eigenkapital	10.112	8.335	10.304	10.903	11.421
Verzinsliches Fremdkapital	14.761	12.713	14.275	14.275	14.275
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	7.418	7.437	7.168	7.207	7.135
Summe Fremdkapital	32.854	34.037	32.455	32.624	32.476
Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit	5.151	6.174	4.927	6.208	5.516
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-5.117	-1.658	-4.833	-3.700	-3.700
Free Cashflow	34	4.516	94	2.508	1.816
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	42	-4.502	-75	-1.726	-1.728
Summe der Cashflows	76	14	19	782	88

Quelle: NATIONAL-BANK AG; BT Group

BT Group: Wichtige Kennzahlen

	2015/16	2016/17	2017/18(e)	2018/19e	2019/20e
EV / Umsatz	2,6	2,0	1,6	1,3	1,4
EV / EBITDA	8,0	7,2	5,5	4,4	4,4
EV / EBIT	13,9	15,4	11,2	8,4	8,6
KGV	16,0	19,9	13,4	8,8	9,1
KBV	3,9	4,6	2,6	1,9	1,8
KCV	7,6	6,2	5,5	3,3	3,7
KUV	2,1	1,6	1,1	0,9	0,9
Dividendenrendite	3,1%	4,0%	5,6%	7,4%	7,4%
Eigenkapitalrendite (ROE)	24,4%	22,9%	19,7%	21,3%	19,7%
ROCE	11,6%	9,9%	10,7%	11,8%	11,5%
ROI	5,7%	4,5%	4,8%	5,3%	5,1%
Eigenkapitalquote	23,5%	19,7%	24,1%	25,0%	26,0%
Anlagendeckungsgrad	29,4%	23,5%	29,9%	31,4%	32,7%
Anlagenintensität	80,1%	83,8%	80,5%	79,7%	79,6%
Vorräte / Umsatz	1,0%	0,9%	1,0%	1,0%	1,0%
Forderungen / Umsatz	20,9%	15,9%	16,9%	16,0%	16,0%
Working Capital-Quote	-17,1%	-14,0%	-12,3%	-14,0%	-14,0%
Nettofinanzverschuldung (in Mio. GBP)	10.847	10.665	10.725	9.943	9.855
Nettofinanzverschuldung / EBITDA	1,7	1,6	1,6	1,4	1,4
Capex / Umsatz	13,8%	14,4%	14,8%	15,9%	16,1%
Capex / Abschreibungen	99,7%	96,7%	100,2%	107,5%	108,6%
Free Cashflow / Umsatz	0,2%	18,8%	0,4%	10,8%	7,9%
Free Cash Flow / Aktie (GBP)	0,39	45,44	0,95	25,28	18,30
Nettofinanzverschuldung / Aktie (GBP)	125,85	107,32	108,21	100,22	99,34
Cash / Aktie (GBP)	45,41	20,61	35,82	43,66	44,55
Buchwert / Aktie (GBP)	117,32	83,87	103,97	109,89	115,12

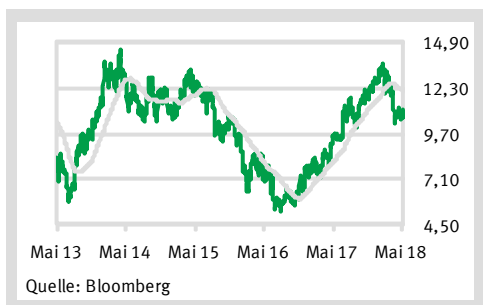
Quelle: NATIONAL-BANK AG; BT Group

Commerzbank

Halten (Halten)

Kurs am 15.05.18 um 17:35h	11,01EUR
Erstellung abgeschlossen	16.05.2018 / 12:40h
Erstmals weitergegeben	16.05.2018 / 16:45h
Kursziel	12,50 EUR
Marktkapitalisierung	13,78 Mrd. EUR
Branche	Banken
Land	Deutschland
WKN	CBK100
Reuters	CBKG.DE

Kennzahlen	12/17	12/18e	12/19e
Ergebnis je Aktie (EUR)	0,12	0,77	0,99
Kurs/Gewinn	80,2	14,2	11,2
Dividende je Aktie (EUR)	0,00	0,15	0,30
Div.- Rendite	0,0%	1,4%	2,7%
Kurs/Umsatz	1,4	1,5	1,5
Kurs/Op. Ergebnis	9,6	9,6	7,7
Cost/Income	77,3%	78,2%	74,5%
Kurs/Buchwert	0,4	0,5	0,5



Performance	3M	6M	12M
Absolut	-13,9%	-8,7%	13,6%
Relativ z. DAX30	-16,3%	-6,1%	14,7%

Erstempfehlung 25.02.2009

Historie der Umstufungen (12 Monate):

08.02.2018 Von Verkauften auf Halten

Anlass

Zahlen für das erste Quartal 2018

Einschätzung

Das operative Ergebnis blieb im ersten Quartal (Q1) 2018 mit 289 (Vj.: 330; Marktkonsens: 274) Mio. Euro leicht hinter unserer Erwartung von 301 Mio. Euro zurück. Insgesamt fielen die Zahlen des Auftaktquartals aus unserer Sicht lediglich durchwachsen aus. Die Commerzbank profierte vor allem von einem ungewöhnlich - und laut CFO Engels nicht nachhaltig - niedrigen Risikoergebnis. Zudem enttäuschte die bereinigte Ertragsentwicklung im Firmenkundengeschäft (-9% y/y). Dennoch stellt die Commerzbank für das laufende Geschäftsjahr weiterhin einen Anstieg der bereinigten Erträge für beide Kernsegmente (Privat- und Unternehmenskunden Q1 2018: +4% y/y) in Aussicht, was in Bezug auf das Firmenkundengeschäft nun sehr ambitioniert wirkt. Bei angepassten Prognosen (u.a. EpS 2018e: 0,77 (alt: 0,74) Euro; EpS 2019e: 0,99 (alt: 1,07) Euro) und einem neuen Kursziel von 12,50 (alt: 13,00) Euro (Sum-of-the-Parts-Modell) votieren wir weiterhin mit Halten. Der deutliche Bewertungsabschlag der Commerzbank-Aktie (KBV 2018e: 0,5; Peer Group: 0,8) bleibt u.E. angesichts der unterdurchschnittlichen Rentabilität (RoE 2019e: 4,2%; Peer Group: 8,3%) und der sehr verhaltenen Ertragsperspektiven gerechtfertigt.

Markus Rießelmann (Analyst)

Highlights

- Während das operative Ergebnis in Q1 2018 unsere Erwartung leicht verfehlte, übertraf das Nettoergebnis unsere Prognose.
- Die zum 31.03.2018 ausgewiesene harte Kernkapitalquote nach Basel III fiel auf Grund der erstmaligen Anwendung von IFRS 9 auf 13,3% (31.12.2017: 14,1%).

Geschäftsentwicklung

Das operative Ergebnis blieb in Q1 2018 mit 289 (Vj.: 330; Marktkonsens: 274) Mio. Euro leicht hinter unserer Erwartung von 301 Mio. Euro zurück. Im Gegensatz dazu übertraf das Nettoergebnis auf Grund von einmaligen steuerlichen Effekten mit 250 (Vj.: 229; Marktkonsens: 177) Mio. Euro unsere Prognose (207 Mio. Euro). Die leicht schwächer als von uns erwartete operative Ergebnisentwicklung war vor allem auf höher als von uns unterstellte operative Aufwendungen (1,94 (Vj.: 1,87; unsere Prognose: 1,81) Mrd. Euro) zurückzuführen. Demgegenüber stand ein deutlicher stärker als von uns prognostizierter Rückgang des Risikoergebnisses (neu unter IFRS 9 (bisher: Risikovorsorge)) auf -77 (Vj.: -195; unsere Prognose: -138) Mio. Euro. Die Gesamterträge lagen mit einem Rückgang um 4% auf 2,30 (Vj.: 2,39; unsere Prognose: 2,25) Mrd. Euro im Rahmen unserer Erwartung. Auf der Segmentebene blieb das Firmenkundengeschäft (EBT: 145 (Vj.: 267) Mio. Euro) erneut hinter den Erwartungen zurück. Der EBT-Rückgang war vor allem auf geringere Segmenterträgen (0,97 (Vj.: 1,10) Mrd. Euro; dabei Zinsüberschuss: 0,37 (Vj.: 0,48) Mrd. Euro) zurückzuführen. Darüber hinaus stiegen die operativen Aufwendungen leicht auf 0,80 (Vj.: 0,79) Mrd. Euro. Im Segment Privat- und Unternehmerkunden, dessen Ergebnis (EBT: 202 (Vj.: 194) Mio. Euro) im Rahmen der Erwartungen lag, machte sich ein Anstieg der Erlöse um 6% auf 1,24 (Vj.: 1,17) Mrd. Euro (dabei Zinsüberschuss: +9% y/y auf 616 Mio. Euro) positiv bemerkbar. In Q1 2018 wurden darüber hinaus 73.000 Neukunden (netto) hinzugewonnen, womit das Kundenwachstum gegenüber den zwei Vorquartalen wieder an Dynamik gewann. Im Segment Asset & Capital Recovery (EBT: +18 (Vj.: -33) Mio. Euro) profitierte die Commerzbank von der Neubewertung des Schiffsfinanzierungsportfolios im Rahmen der erstmaligen Anwendung von IFRS 9 (Risikoergebnis: 0 (Vj.: 119) Mio. Euro).

Commerzbank	Gesamterträge Q1 2017	Gesamterträge Q1 2018	Veränderung
	in Mio. EUR	in Mio. EUR	in Mio. Euro
Privat- und Unternehmerkunden	1.168	1.237	69
Firmenkunden	1.100	966	-134
Asset & Capital Recovery	115	45	-70
Sonstige und Konsolidierung	7	54	47
Konzern	2.390	2.302	-88
	EBT Q1 2017	EBT Q1 2018	Veränderung
	in Mio. EUR	in Mio. EUR	in Mio. EUR
Privat- und Unternehmerkunden	194	202	8
Firmenkunden	267	145	-122
Asset & Capital Recovery	-33	18	51
Sonstige und Konsolidierung	-98	-76	22
Konzern	330	289	-41

Quelle: Commerzbank, NATIONAL-BANK AG

Perspektiven

Die zum 31.03.2018 ausgewiesene harte Kernkapitalquote nach Basel III verschlechterte sich deutlich auf 13,3% (31.12.2017: 14,1%), lag damit u.E. aber weiterhin auf einem guten Niveau. Der Rückgang resultierte ausschließlich aus der erstmaligen Anwendung von IFRS 9. Die Leverage Ratio fiel zum 31.03.2018 - ebenfalls im Wesentlichen bedingt durch IFRS 9 - auf 4,6% (31.12.2017: 5,1%) und lag damit u.E. ebenso nach wie vor auf einem guten Niveau.

Insgesamt fielen die Zahlen des Auftaktquartals aus unserer Sicht lediglich durchwachsen aus. Die Commerzbank profitierte vor allem von einem ungewöhnlich - und laut CFO Engels nicht nachhaltig - niedrigen Risikoergebnis. Zudem enttäuschte die bereinigte Ertragsentwicklung im Firmenkundengeschäft (-9% y/y). Dennoch stellt die Commerzbank für das laufende Geschäftsjahr weiterhin einen Anstieg der bereinigten Erträge für beide Kernsegmente (Privat- und Unternehmenskunden Q1 2018: +4% y/y) in Aussicht, was in Bezug auf das Firmenkundengeschäft nun sehr ambitioniert wirkt. Die Kostenbasis soll sich weiter bei rund 7 Mrd. Euro bewegen und das Risikoergebnis bei unter 600 Mio. Euro liegen. Im weiteren Jahresverlauf sollte es der Commerzbank u.E. besser gelingen den Druck auf den Zinsüberschuss (Q1 2018: +/-0% y/y) über Kreditwachstum abzufedern. Angesichts der großen Abhängigkeit vom Zinsüberschuss (rund 46% der Gesamterträge) bleiben die Ertragsperspektiven allerdings sehr verhalten.

Wir haben unsere Prognosen mehrheitlich angepasst (EpS 2018e: 0,77 (alt: 0,74) Euro, DpS: 0,15 (alt: 0,10) Euro; EpS 2019e: 0,99 (alt: 1,07) Euro, DpS 2019e: unverändert). Zwar bleibt die Rendite auf das materielle Eigenkapital auf Grund einer u.E. zu hohen Kostenbasis unterdurchschnittlich (RoTE 2019e: 4,8%; entspricht RoE 2019e: 4,2%; Peer Group: 8,3%). Allerdings erscheint uns vor dem Hintergrund einer zu erwartenden Zinswende der EZB (u.E. erster Leitzinsanstieg Mitte 2019) sowie einer positiv fortschreitenden Nettoneukundengewinnung die Zielsetzung bis Ende 2020 (RoTE>6%) zunehmend realistischer. Bei einem neuen Kursziel von 12,50 (alt: 13,00) Euro (Sum-of-the-Parts-Modell) bestätigen wir unser Halten-Votum für die Commerzbank-Aktie.

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> - Stärkung der harten Kernkapitalquote nach Basel III - strikte Kostenkontrolle - gute Fortschritte beim Risikoabbau - zweitgrößtes deutsches Kreditinstitut mit einem soliden Fundament an Retailkunden - sehr gute Marktstellung im deutschen Mittelstandsgeschäft 	<ul style="list-style-type: none"> - unverändert operative Schwäche im Privatkundengeschäft - noch hohe Ergebnisbelastung durch die Schiffsfinanzierung - Ertragseinbußen und Ergebnisbelastung infolge des ACR-Portfolioabbaus - schwache Profitabilität (RoE) - zu hohe Aufwands-Ertragsquote im Privatkundengeschäft
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> - weiterhin positive Nettoneukundenentwicklung im Segment Privatkunden- und Unternehmerkunden - weiterer Verkauf von Kreditpaketen; Rückführung des ACR-Portfolios - abnehmende europäische Länderrisiken - Kostensenkungen im Rahmen von Commerzbank 4.0 - ansteigendes Zinsniveau 	<ul style="list-style-type: none"> - anhaltend niedriges Zinsniveau - Rechtsstreitigkeiten - weitergehende regulatorische Anforderungen - zunehmende Wettbewerbsintensität im Bereich Mittelstand - hohe Abhängigkeit von der Wirtschaftsentwicklung in Deutschland

Quelle: NATIONAL-BANK AG

Commerzbank: Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. EUR (außer Ergebnis je Aktie und Dividende je Aktie)	2015	2016	2017	2018e	2019e
Gesamterträge	9.795	9.399	9.163	8.925	9.094
Verwaltungsaufwand	7.157	7.100	7.079	6.979	6.775
Risikovorsorge	696	900	781	508	523
EBT	1.828	643	495	1.438	1.796
Steuern	-629	-261	-245	-362	-449
Ergebnis nach Steuern	1.199	382	250	1.076	1.347
Minderheitenanteile	-115	-103	-94	-108	-112
Nettoergebnis	1.084	279	156	968	1.235
Anzahl Aktien (Mio. St.)	1.207	1.252	1.252	1.252	1.252
Ergebnis je Aktie	0,90	0,22	0,12	0,77	0,99
Dividende je Aktie	0,20	0,00	0,00	0,15	0,30

Quelle: NATIONAL-BANK AG; Commerzbank

Commerzbank: Bilanz- und Kapitalflussdaten

in Mio. EUR	2015	2016	2017	2018e	2019e
Bilanzsumme	532.701	480.436	452.513	471.466	476.148
Barreserve	28.509	36.206	55.733	56.290	56.853
Finanzielle Vermögenswerte - Loans and Receivables	290.680	276.578	265.712	278.998	281.788
Goodwill	3.525	3.047	3.312	3.312	3.312
Finanzielle Verbindlichkeiten - Amortised Cost	83.154	343.798	341.276	342.982	346.412
Finanzielle Verbindlichkeiten - Held for Trading	86.454	77.772	56.484	53.660	53.123
Finanzielle Verbindlichkeiten - Fair Value Option	261.179	18.084	14.940	37.350	38.097
Eigenkapital	28.117	28.547	28.882	28.564	29.611

Quelle: NATIONAL-BANK AG; Commerzbank

Commerzbank: Wichtige Kennzahlen

	2015	2016	2017	2018e	2019e
Buchwert / Aktie	23,3	22,8	23,1	22,8	23,6
KGV	12,4	31,0	80,2	14,2	11,2
KBV	0,5	0,3	0,4	0,5	0,5
Dividendenrendite	1,8%	0,0%	0,0%	1,4%	2,7%
ROE (vor Steuern)	6,7%	2,3%	1,7%	5,0%	6,2%
ROE (nach Steuern)	4,0%	1,0%	0,5%	3,4%	4,2%
Aufwands-Ertragsquote	73,1%	75,5%	77,3%	78,2%	74,5%
Core Tier 1 Capital	23.693	23.395	24.039	23.073	23.932
Risk weighted assets	197.441	189.848	171.019	171.874	172.733
Core Tier 1-Quote	12,0%	12,3%	14,1%	13,4%	13,9%
RoRWA	0,5%	0,1%	0,1%	0,6%	0,7%

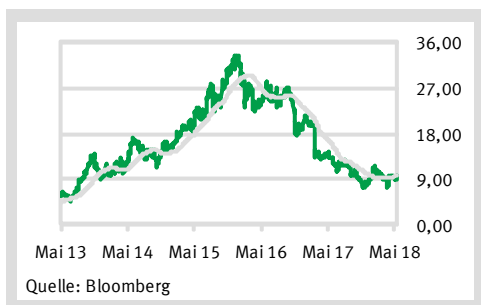
Quelle: NATIONAL-BANK AG; Commerzbank

Nordex

Verkaufen (Verkaufen)

Kurs am 15.05.18 um 17:35h	9,70 EUR
Erstellung abgeschlossen	16.05.2018 / 12:40h
Erstmals weitergegeben	16.05.2018 / 16:45h
Kursziel	-
Marktkapitalisierung	0,94 Mrd. EUR
Branche	Erneuerbare Energien
Land	Deutschland
WKN	A0D655
Reuters	NDXG.DE

Kennzahlen	12/17	12/18e	12/19e
Ergebnis je Aktie (EUR)	0,00	-0,46	-0,15
Kurs/Gewinn	-	neg.	neg.
Dividende je Aktie (EUR)	0,00	0,00	0,00
Div.- Rendite	0,0%	0,0%	0,0%
Kurs/Umsatz	0,4	0,4	0,3
Kurs/Op. Ergebnis	28,0	neg.	207,0
Kurs/Cashflow	13,3	11,2	8,9
Kurs/Buchwert	1,3	1,1	1,1



Performance	3M	6M	12M
Absolut	2,4%	30,7%	-28,0%
Relativ z. TecDAX	-5,0%	20,2%	-50,8%

Erstempfehlung 25.03.2014

Historie der Umstufungen (12 Monate):

15.11.2017	Von Halten auf Verkaufen
19.09.2017	Von Verkaufen auf Halten
12.05.2017	Von Halten auf Verkaufen

Anlass

Zahlen für das erste Quartal 2018

Einschätzung

Nordex ist erwartungsgemäß schwach ins das Geschäftsjahr gestartet (Umsatz: -25% y/y; EBITDA: -61% y/y). Der freie Cashflow war im ersten Quartal (Q1) 2018 trotz einer geringeren Kapitalbindung deutlich negativ. Die Kennzahl Nettofinanzverschuldung zu EBITDA liegt aber mit 0,9 (per 31.03.2018) nach wie vor unter der Obergrenze (1,5). Der Auftragseingang (Projekte: +146% y/y) ist in Q1 2018 deutlich gestiegen, was vor allem auf einen Basis-effekt (sehr schwaches Q1 2017) zurückzuführen ist. Der feste Auftragsbestand (Projekte) hat sich nur auf den ersten Blick sehr dynamisch entwickelt (per 31.03.2018: +36% y/y; bereinigt um IFRS 15: +3% y/y). Der Ausblick für das Geschäftsjahr 2018 (Umsatz: 2,4-2,6 Mrd. Euro; EBITDA-Marge: 4%-5%), der deutliche Rückgänge bei Umsatz und EBITDA impliziert, wurde bestätigt. Wir behalten unsere Prognosen bei (u.a. EpS 2018e: -0,46 Euro; EpS 2019e: -0,15 Euro). Auch wenn sich die Auftragsentwicklung in den letzten beiden Quartalen sichtbar verbessert hat, sehen hier wir Nordex noch nicht „über dem Berg“ und halten den gestrigen Kursanstieg (am 15.05.: +9%) für nicht gerechtfertigt. Eine Dividendenausschüttung ist auf absehbare Zeit nicht zu erwarten und in der Bilanz sind hohe Firmenwerte gebucht. Unser Votum für die Nordex-Aktie (u.a. KBV 2018e: 1,1) lautet weiterhin Verkaufen.

Sven Diermeier (Senior Analyst)

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> - hohes technologisches Know-how - breite regionale und produktseitige Aufstellung - Ankeraktionär Acciona (29,9%) 	<ul style="list-style-type: none"> - hohe Investitionen in Produktinnovationen - von Quartal zu Quartal volatile Geschäftsentwicklung - hoher Goodwill in der Bilanz - mehrere Gewinnwarnungen - hohe Abhängigkeit von Deutschland (Umsatzanteil 2017: 30%) - keine Dividendenausschüttung auf absehbare Zeit
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> - Erreichen der so genannten Netzparität (Unabhängigkeit von staatlicher Förderung, Konkurrenzfähigkeit zu anderen Stromerzeugungstechnologien) - Produktinnovationen (Senkung der Stromgestehungskosten; Abmilderung des Preisdrucks) - Effizienzsteigerungen - Anstieg der Preise für Strom (Großhandelsebene) sowie für fossile Energieträger und CO2-Emissionszertifikate - Branchenkonsolidierung - Sonderausschreibungen in Deutschland 	<ul style="list-style-type: none"> - die Nachfrage nach Windenergieanlagen ist subventionsgetrieben (hohe Abhängigkeit von staatlichen Förderprogrammen) - Fehlinvestitionen/-innovationen, Verpassen technologischer Trends - Projektverzögerungen können die Rentabilität deutlich belasten - Großteil der Komponenten wird extern beschafft (Lieferverzögerungen, Preisanstieg, Qualitätsprobleme) - dauerhaft niedrige Preise für Strom (Großhandelsebene) sowie für fossile Energieträger und CO2-Emissionszertifikate - steigende Zinsen (höhere Finanzierungskosten für die Kunden)

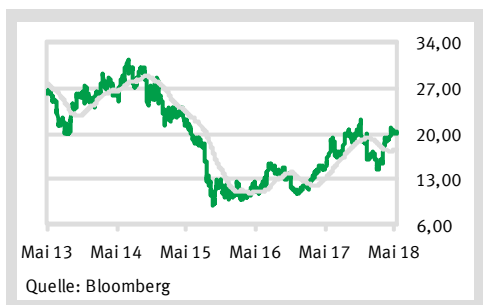
Quelle: NATIONAL-BANK AG

RWE St

Halten (Halten)

Kurs am 15.05.18 um 17:35h	20,23 EUR
Erstellung abgeschlossen	16.05.2018 / 12:40h
Erstmals weitergegeben	16.05.2018 / 16:45h
Kursziel	20,50 EUR
Marktkapitalisierung	11,65 Mrd. EUR
Branche	Versorger
Land	Deutschland
WKN	703712
Reuters	RWEG.DE

Kennzahlen	12/17	12/18e	12/19e
Ergebnis je Aktie (EUR)	3,09	1,49	1,49
Kurs/Gewinn	6,5	13,6	13,6
Dividende je Aktie (EUR)	1,50	0,70	0,80
Div.- Rendite	7,4%	3,5%	4,0%
Kurs/Umsatz	0,2	0,3	0,3
Kurs/Op. Ergebnis	2,9	4,1	3,9
Kurs/Cashflow	-7,1	3,4	3,3
Kurs/Buchwert	1,0	1,0	0,9



Performance	3M	6M	12M
Absolut	33,4%	5,0%	30,2%
Relativ z. DAX30	31,1%	7,6%	31,3%

Erstempfehlung 18.12.2008

Historie der Umstufungen (12 Monate):

Anlass

Zahlen für das erste Quartal 2018

Einschätzung

Das bereinigte/operative Zahlenwerk für das erste Quartal (Q1) 2018 bewegte sich weitgehend im Rahmen der Erwartungen. Der bisherige Ergebnisausblick für den Gesamtkonzern (d.h. innogy vollkonsolidiert) wird durch die Vereinbarung mit E.ON im Jahresverlauf seine Gültigkeit verlieren. Die Ergebnis-Guidance auf stand-alone-Basis (innogy als Finanzbeteiligung) wurde aber bestätigt (impliziert Ergebnisrückgänge). Zudem wurde das Ziel für die Nettoverschuldung erhöht. Im Großen und Ganzen erkennen wir die strategische Rationalität hinter der Vereinbarung mit E.ON (stärkere Fokussierung (Stromerzeugung sowie Energiehandel), Größe gewinnt bei Erneuerbare Energien an Bedeutung, Verbesserung der Struktur des Kraftwerksparks). Allerdings würde das bisherige „Stabilisierungselement“ innogy durch die Beteiligung an E.ON u.E. nicht vollständig kompensiert. Zudem waren die Erneuerbare Energien sowohl bei RWE/innogy selbst als auch bei E.ON in den letzten Jahren kein „Selbstläufer“ und die Problematik Braunkohle/Kernenergie bleibt dem Konzern „erhalten“. Es besteht zunächst für 2018 „Dividendensicherheit“ (bestätigte Dividendenindikation: 0,70 Euro je Aktie). Unsere Prognosen haben wir mehrheitlich erhöht. Unser Votum für die RWE-Stammaktie (Dividendenrendite 2018e: 3,5%) lautet weiterhin Halten (Kursziel: 20,50 (alt: 20,00) Euro (Discounted-Cashflow-Modell)).

Sven Diermeier (Senior Analyst)

Highlights

- E.ON hat den innogy-Aktionären am 27.04. ein öffentliches, freiwilliges Übernahmeangebot vorgelegt.
- Der Ergebnisausblick für das Geschäftsjahr 2018 - auf stand-alone-Basis - wurde bestätigt, während die Guidance für den Gesamtkonzern im Laufe des Jahres ihre Gültigkeit verlieren wird.
- RWE will für 2018 nach wie vor eine Dividende von 0,70 Euro je Stammaktie ausschütten.

Geschäftsentwicklung

Das bereinigte Konzern-EBITDA sank im ersten Quartal (Q1) 2018 um 11% bzw. 240 Mio. Euro auf 1.891 (Vj.: 2.131; unsere Prognose: 1.875; Marktkonsens: 1.866) Mio. Euro. Dabei zeigten alle Bereiche eine Ergebnisverschlechterung, insbesondere aber der Energiehandel (bereinigtes EBITDA: -170 Mio. Euro y/y). Der Bereich Braunkohle & Kernenergie (bereinigtes EBITDA: -33 Mio. Euro y/y) wurde durch geringere Margen in der Stromerzeugung sowie die Schließung des AKWs Gundremmingen B belastet. Der Ergebnisrückgang bei innogy (bereinigtes EBITDA: -35 Mio. Euro y/y) resultierte aus dem Vertriebsgeschäft in Deutschland (hohe Wettbewerbsintensität) und den Niederlanden/Belgien (höhere Beschaffungskosten). Das bereinigte Nettoergebnis verringerte sich überproportional um 25% auf 517 (Vj.: 689; unsere Prognose: 525; Marktkonsens: 513) Mio. Euro (bereinigtes EpS: 0,84 (Vj.: 1,12) Euro). Ausschlaggebend waren unterproportional gesunkene Abschreibungen, eine höhere Steuerquote sowie nahezu unveränderte Anteile Dritter. Auf berichteter Basis ergab sich ein noch deutlicherer Rückgang des Nettoergebnisses (-35% auf 620 (Vj.: 946) Mio. Euro; berichtetes EpS: 1,01 (Vj.: 1,54) Euro). Verantwortlich hierfür waren geringere Sondereffekte (neutrales/nicht-operatives Ergebnis: 198 (Vj.: 277) Mio. Euro).

RWE	Bereinigtes EBITDA		Veränderung	
	Q1 2017	Q1 2018	gg. Vj.	gg. Vj.
	in Mio. EUR	in Mio. EUR	in Mio. EUR	in %
Braunkohle & Kernenergie	213	180	-33	-15,5%
Europäische Stromerzeugung	167	159	-8	-4,8%
Energiehandel	146	-24	-170	-
innogy	1.617	1.582	-35	-2,2%
Sonstige, Konsolidierung	-12	-6	6	-
Konzern	2.131	1.891	-240	-11,3%

Quelle: RWE, NATIONAL-BANK AG

Der freie Cashflow (weicht von der Unternehmensdefinition ab) zeigte sich in Q1 2018 auf Grund einer deutlich geringeren Kapitalbindung (Working Capital) verbessert und war positiv (+315 (Vj.: -1.330) Mio. Euro). Die Kennzahl Wirtschaftliche Nettoverschuldung zu bereinigtem EBITDA belief sich per Ende März 2018 auf 3,8 (31.12.2017: 3,5; 31.12.2016: 4,2). RWE verfügt nach wie vor über kein „A“-Rating (Moody's: „Baa3“; auf der Beobachtungsliste für eine Herabstufung).

Perspektiven

Nachdem RWE im Oktober 2016 einen Minderheitsanteil (23,2%) der Tochter innogy (Emissions-/Platzierungspreis: 36,00 Euro je Aktie) an die Börse gebracht hatte, will RWE den Konzern weiter umbauen und sich damit stärker fokussieren. Hierzu wurde am 12.03.2018 eine Vereinbarung mit E.ON geschlossen. RWE wird seine 76,79%ige innogy-Beteiligung (zu 40,00 Euro je innogy-Aktie vor den Dividendenzahlungen für 2017 und 2018 (bereinigt: 36,76 Euro); entspricht: 17,1 Mrd. Euro) an E.ON verkaufen und noch 1,5 Mrd. Euro in bar zahlen. Im Gegenzug erhält RWE einen Großteil des Erneuerbare Energien-Geschäfts (von E.ON und innogy), das innogy-Gasspeichergeschäft, die Kelag-Beteiligung, die E.ON-Minderheitsbeteiligungen an den von RWE betriebenen AKWs Emsland und Gundremmingen sowie eine effektive Beteiligung von 16,67% an der E.ON SE (20%ige Kapitalerhöhung per Sacheinlage; 440,2 Mio. neue E.ON-Aktien). Nach Vollzug der Transaktionen (Abschluss bis Ende 2019 erwartet) wird RWE auf die Geschäftsfelder Stromerzeugung (konventionell und erneuerbar) sowie Energiehandel fokussiert sein. Der Verschuldungsfaktor würde sich auf 2,5-3,0 (31.12.2017 inklusive innogy: 3,5; 31.12.2017 stand-alone: 2,2) belaufen. Die Struktur des Kraftwerksparks würde sich verbessern (per 31.12.2017 inkl. innogy: 43 GW (davon Erneuerbare Energien (EE): 10%; stand-alone: 39 GW (EE: 1%); pro-forma: 46 GW (EE: 18%)).

Im Rahmen des Q1-Berichts (am 15.05.) hat RWE angekündigt, dass auf Grund der Vereinbarungen mit E.ON im Laufe des Geschäftsjahres die Teile von innogy, die langfristig an E.ON übergehen (Netze, Vertrieb) als nicht-fortgeführte Aktivitäten klassifiziert werden. Daher wird der bisherige Ausblick (2018) für den Gesamtkonzern (bereinigtes EBITDA: 4,9 bis 5,2 (2017: 5,76) Mrd. Euro; bereinigtes Nettoergebnis: 0,7 bis 1,0 (2017: 1,23) Mrd. Euro) dann seine Gültigkeit verlieren. Der stand-alone-Ausblick für das laufende Geschäftsjahr (u.a. bereinigtes EBITDA: 1,4, bis 1,7 (2017: 2,07) Mrd. Euro; bereinigtes Nettoergebnis: 0,5-0,8 (2017: 0,97) Mrd. Euro) wurde dagegen bestätigt. Die Guidance für die wirtschaftliche Nettoverschuldung (stand-alone) wurde erhöht (moderat sinken (bisher: moderat steigen)). Für das Geschäftsjahr 2018 beabsichtigt RWE nach wie vor eine Dividende je Stammaktie von 0,70 Euro ausschütten. Für 2019 wird eine Dividendenerhöhung angestrebt.

Wir haben unsere Prognosen für die Geschäftsjahre 2018 (u.a. bereinigtes EpS: 1,49 (alt: 1,50) Euro; berichtetes EpS: 1,49 (alt: 1,34) Euro; Dividende je Aktie: 0,70 Euro) und 2019 (u.a. bereinigtes EpS: 1,65 (alt: 1,61) Euro; berichtetes EpS: 1,49 (alt: 1,45) Euro; Dividende je Aktie: 0,80 Euro) mehrheitlich erhöht. Auf Basis unseres Discounted-Cashflow-Modells haben wir ein neues Kursziel von 20,50 (alt: 20,00) Euro für die RWE-Stammaktie (QTD: +6%; YTD: +25%) ermittelt. Unser Votum lautet bei einem geringfügigen Aufwärtspotenzial weiterhin Halten.

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> - starke Marktstellung in Deutschland - Unterstützung von Gewerkschaften und Landespolitikern (NRW, Brandenburg, Sachsen) hinsichtlich der Kohleverstromung und des Braunkohletagebaus - ansprechende Dividendenrendite (Dividendenindikation für 2018) 	<ul style="list-style-type: none"> - nur geringer Anteil der Stromerzeugung entfällt auf die Erneuerbare Energien; hohe CO2-Intensität der Stromerzeugung; Kernkraftwerke spätestens ab 2022e cash-negativ - hohe Abhängigkeit vom Deutschland-Geschäft - hoher Goodwill im Vergleich zum Eigenkapital - keine Dividendenkontinuität (Dividendenausfall für 2015 und 2016 für die Stammaktionäre)
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> - neues Geschäftsmodell (u.a. Elektromobilität, Photovoltaik, Glasfasernetze) über die Tochter innogy - Effizienzsteigerungsprogramm - Anstieg der Öl- und Rohstoffpreise - attraktiver Verkaufspreis für Urenco (Buchgewinne) - Vereinbarung mit E.ON (stärkere Fokussierung, stärkeres Engagement im Bereich Erneuerbare Energien, stärkere Integration des Kraftwerksparks) 	<ul style="list-style-type: none"> - eine veränderte Regulierung kann erheblichen Einfluss auf die Profitabilität haben (u.a. beschleunigter (Braun-)Kohleausstieg in Deutschland) - dauerhaft niedrige Stromgroßhandelspreise - hohe Wettbewerbsintensität - Vereinbarung mit E.ON (Verlust des Stabilisierungselements innogy, Einfluss auf E.ON deutlich geringer als auf innogy) - steigende Marktzinsen (Attraktivität der Dividendenrendite sinkt)

Quelle: NATIONAL-BANK AG

RWE: Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. EUR (außer Ergebnis je Aktie und Dividende je Aktie)	2015	2016	2017	2018e	2019e
Umsatz	48.599	45.833	44.585	44.808	44.360
Rohertrag/Bruttoergebnis	11.981	10.193	11.108	10.530	10.602
EBITDA	7.017	5.403	5.756	5.101	5.255
Abschreibungen	-3.180	-2.321	-2.110	-2.100	-2.100
EBIT	3.837	3.082	3.646	3.001	3.155
Finanzergebnis	-4.474	-8.889	-590	-918	-1.075
EBT	-637	-5.807	3.056	2.083	2.080
Steuern	-603	323	-741	-563	-545
Ergebnis nach Steuern	-1.240	-5.484	2.315	1.520	1.535
Minderheitenanteile	-454	-226	-415	-603	-621
Nettoergebnis	-170	-5.710	1.900	918	914
Anzahl Aktien (Mio. St.)	615	615	615	615	615
Ergebnis je Aktie	-0,28	-9,29	3,09	1,49	1,49
Dividende je Aktie	0,00	0,00	1,50	0,70	0,80
in % vom Umsatz					
Umsatz	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Rohertrag/Bruttoergebnis	24,7%	22,2%	24,9%	23,5%	23,9%
EBITDA	14,4%	11,8%	12,9%	11,4%	11,8%
Abschreibungen	6,5%	5,1%	4,7%	4,7%	4,7%
EBIT	7,9%	6,7%	8,2%	6,7%	7,1%
EBT	-1,3%	-12,7%	6,9%	4,6%	4,7%
Steuern	1,2%	-0,7%	1,7%	1,3%	1,2%
Ergebnis nach Steuern	-2,6%	-12,0%	5,2%	3,4%	3,5%
Nettoergebnis	-0,3%	-12,5%	4,3%	2,0%	2,1%

Quelle: NATIONAL-BANK AG; RWE

RWE: Bilanz- und Kapitalflussdaten

in Mio. EUR	2015	2016	2017	2018e	2019e
Bilanzsumme	79.334	76.402	69.059	69.901	71.258
Anlagevermögen	51.453	45.911	45.694	46.544	47.394
Geschäfts- und Firmenwert	11.979	11.663	11.197	11.197	11.197
Vorräte	1.959	1.968	1.924	1.972	1.996
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	5.601	4.999	5.405	5.467	5.456
Liquide Mittel	9.959	14.401	8.826	8.672	9.129
Eigenkapital	8.894	7.990	11.991	12.589	13.694
Verzinsliches Fremdkapital	19.080	18.183	17.201	17.257	17.313
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	6.122	5.431	5.077	5.063	5.057
Summe Fremdkapital	70.440	68.412	57.068	57.311	57.564
Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit	3.214	2.352	-1.754	3.662	3.781
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-1.906	-4.570	2.691	-2.950	-2.950
Free Cashflow	1.308	-2.218	937	712	831
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	-2.043	4.282	-1.536	-866	-374
Summe der Cashflows	-735	2.064	-599	-154	457

Quelle: NATIONAL-BANK AG; RWE

RWE: Wichtige Kennzahlen

	2015	2016	2017	2018e	2019e
EV / Umsatz	0,4	0,3	0,4	0,5	0,5
EV / EBITDA	2,9	2,1	3,3	4,1	4,0
EV / EBIT	5,3	3,7	5,2	7,0	6,7
KGV	neg.	neg.	6,5	13,6	13,6
KBV	1,3	1,0	1,0	1,0	0,9
KCV	3,5	3,4	-7,1	3,4	3,3
KUV	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	7,4%	3,5%	4,0%
Eigenkapitalrendite (ROE)	-1,9%	-71,5%	15,8%	7,3%	6,7%
ROCE	7,3%	6,5%	7,6%	6,1%	6,3%
ROI	-0,2%	-7,5%	2,8%	1,3%	1,3%
Eigenkapitalquote	11,2%	10,5%	17,4%	18,0%	19,2%
Anlagendeckungsgrad	17,3%	17,4%	26,2%	27,0%	28,9%
Anlagenintensität	64,9%	60,1%	66,2%	66,6%	66,5%
Vorräte / Umsatz	4,0%	4,3%	4,3%	4,4%	4,5%
Forderungen / Umsatz	11,5%	10,9%	12,1%	12,2%	12,3%
Working Capital-Quote	3,0%	3,4%	5,1%	5,3%	5,4%
Nettofinanzverschuldung (in Mio. EUR)	9.121	3.782	8.375	8.585	8.184
Nettofinanzverschuldung / EBITDA	1,3	0,7	1,5	1,7	1,6
Capex / Umsatz	6,5%	5,0%	5,8%	6,6%	6,7%
Capex / Abschreibungen	99,8%	99,4%	122,3%	140,5%	140,5%
Free Cashflow / Umsatz	2,7%	-4,8%	2,1%	1,6%	1,9%
Free Cash Flow / Aktie (EUR)	2,13	-3,61	1,52	1,16	1,35
Nettofinanzverschuldung / Aktie (EUR)	14,84	6,15	13,62	13,96	13,31
Cash / Aktie (EUR)	16,20	23,43	14,36	14,11	14,85
Buchwert / Aktie (EUR)	14,47	13,00	19,51	20,48	22,28

Quelle: NATIONAL-BANK AG; RWE

Rechtliche Hinweise: WICHTIGE INFORMATION: BITTE LESEN !

Die in dieser Ausgabe enthaltenen Angaben, verwendeten Zahlen und Informationen beruhen auf eigener Kenntnis und/oder dritten Quellen (Bloomberg, Thomson Reuters, Unternehmen, Börsen-Zeitung, Frankfurter Allgemeine Zeitung, Handelsblatt, Finanz und Wirtschaft, Wall Street Journal, Financial Times, Dow Jones Newswires, dpa-afx, IWF, OECD, Eurostat, Statistisches Bundesamt) die wir hinsichtlich der Recherche und Prüfung für verlässlich halten. Die Gewähr für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität der Angaben können wir nicht übernehmen. Diese Ausgabe stellt keine Anlageberatung dar, sondern dient ausschließlich dem Zweck, eine Hilfe für die eigene und selbständige Anlageentscheidung zu bieten. Die Meinungsäußerungen der Autoren geben deren aktuelle Einschätzung wieder, die sich ohne Ankündigung ändern kann, und stimmen nicht notwendigerweise mit der Auffassung der NATIONAL-BANK AG überein. Angaben zu Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für eine vergleichbare künftige Entwicklung. Die NATIONAL-BANK AG übernimmt keinerlei Haftung für den Fall der Verwendung der veröffentlichten Informationen oder deren Inhalt.

Aufsichtsbehörde:

Die NATIONAL-BANK AG unterliegt der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn sowie der Europäischen Zentralbank, Sonnemannstraße 20, 60314 Frankfurt am Main.

Mögliche Interessenkonflikte:

Diese Ausgabe wurde in Übereinstimmung mit den internen Regeln der NATIONAL-BANK AG zum Umgang mit möglichen Interessenkonflikten erstellt. Danach sind in einer Anlageempfehlung mögliche Interessenkonflikte der NATIONAL-BANK AG zur Information der Anleger offen zu legen. Im Einzelnen sind dies:

- 1) Der Verfasser einer Anlageempfehlung oder einer seiner Mitarbeiter bzw. Kollegen hält unmittelbar die den Gegenstand der Anlageempfehlung bildenden Wertpapiere oder hierauf bezogene Derivate.
- 2) Ein Mitglied der Geschäftsleitung oder ein Mitarbeiter der NATIONAL-BANK AG ist Mitglied im Vorstand oder Aufsichtsrat der zur Anlage empfohlenen Gesellschaft.
- 3) Die NATIONAL-BANK AG hält Anteile von mehr als 5% des Aktienkapitals der bewerteten Gesellschaft.
- 4) Die NATIONAL-BANK AG hält Nettoverkaufs- oder -kaufposition, welche die Schwelle von 0,5% des Aktienkapitals der bewerteten Gesellschaft überschreitet.
- 5) Die NATIONAL-BANK AG war in den vergangenen zwölf Monaten an der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten der bewerteten Gesellschaft federführend beteiligt.

Die Überwachung der korrekten Handhabung möglicher Interessenkonflikte obliegt dem Compliance Beauftragten der NATIONAL-BANK AG.

Zusammenfassung der Bewertungsgrundlagen

Zur Unternehmensbewertung werden gängige und anerkannte Bewertungsmethoden (u.a. Discounted-Cash-Flow-Methode (DCF-Methode), Peer-Group-Analyse) verwandt. In der DCF-Methode wird der Ertragswert der Emittenten berechnet, der die Summe der abgezinsten Unternehmenserfolge, d.h. des Barwertes der zukünftigen Nettoausschüttungen des Emittenten, darstellt. Der Ertragswert wird somit durch die erwarteten künftigen Unternehmenserfolge und durch den angewandten Kapitalisierungszinsfuß bestimmt. In der Peer-Group-Analyse werden an der Börse notierte Emittenten durch den Vergleich von Verhältniskennzahlen (z.B. Kurs-/Gewinnverhältnis, Kurs-/Buchwert-Verhältnis, Enterprise Value/Umsatz, Enterprise Value/EBITDA, Enterprise Value/EBIT) bewertet. Die Vergleichbarkeit der Verhältniskennzahlen wird in erster Linie durch die Geschäftstätigkeit und die wirtschaftlichen Aussichten bestimmt. Bei der Einstufung von Anlageempfehlungen stellen die Analysten 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.