

<b>Marktdaten im Überblick .....</b>	<b>2</b>
<b>Unternehmenskommentare .....</b>	<b>3</b>
AXA.....	3
Commerzbank .....	5
Continental .....	7
Deutsche Telekom .....	13
Symrise.....	19
<b>Rechtliche Hinweise .....</b>	<b>21</b>

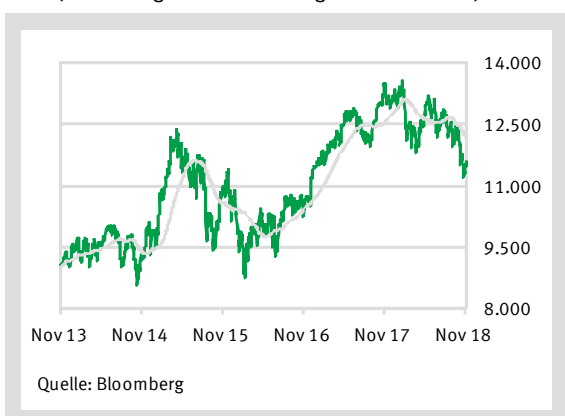


## Marktdaten im Überblick

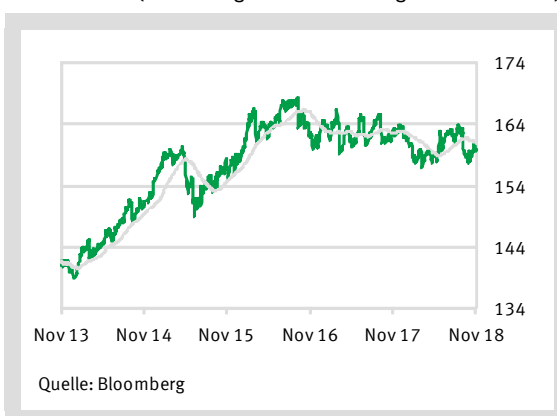
	Schlusskurs	Vortag	Änderung
<b>Deutschland</b>			
DAX	11.579	11.484	0,8%
MDAX	24.421	24.203	0,9%
TecDAX	2.687	2.656	1,2%
Bund-Future	159,50	159,70	-0,1%
10J Bund in %	0,4470	0,4340	3,0%
3M Zins in %	-0,7490	-0,7680	-2,5%
<b>Europa</b>			
EuroStoxx 50	3.246	3.207	1,2%
FTSE 100	7.117	7.041	1,1%
SMI	9.051	8.992	0,7%
<b>Welt</b>			
DOW JONES	26.180	25.635	2,1%
S&P 500	2.814	2.755	2,1%
NASDAQ COMPOSITE	7.571	7.376	2,6%
NIKKEI 225	22.086	22.148	-0,3%
TOPIX	1.652	1.659	-0,4%
<b>Rohstoffe / Devisen</b>			
EUR in USD	1,1426	1,1427	0,0%
Gold (USD je Feinunze)	1.229,95	1.231,60	-0,1%
Brent-Öl (USD je Barrel)	72,07	72,13	-0,1%

Quelle: Bloomberg

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



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



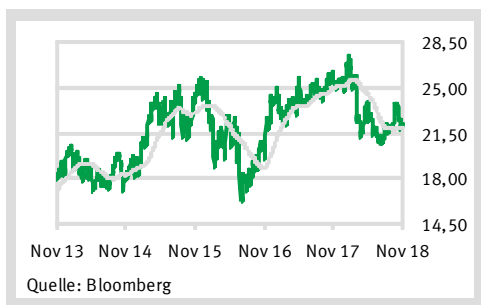
## Unternehmenskommentare

### AXA

**Halten** (Halten)

<b>Kurs am 07.11.18 um 17:39h</b>	22,24 EUR
<b>Erstellung abgeschlossen</b>	08.11.2018 / 13:30h
<b>Erstmals weitergegeben</b>	08.11.2018 / 15:30h
<b>Kursziel</b>	25,00 EUR
<b>Marktkapitalisierung</b>	53,93 Mrd. EUR
<b>Branche</b>	Versicherungen
<b>Land</b>	Frankreich
<b>WKN</b>	855705
<b>Reuters</b>	AXAF.PA

Kennzahlen	12/17	12/18e	12/19e
Ergebnis je Aktie (EUR)	2,49	2,35	2,67
Kurs/Gewinn	9,8	9,4	8,3
Dividende je Aktie (EUR)	1,26	1,30	1,38
Div.- Rendite	5,2%	5,8%	6,2%
Kurs/Umsatz	0,5	0,4	0,4
Kurs/Op. Ergebnis	7,8	7,1	6,6
Combined Ratio	96,3%	95,9%	95,7%
Kurs/Buchwert	0,9	0,8	0,7



Performance	3M	6M	12M
Absolut	0,2%	-1,3%	-12,4%
Relativ z. EuroStoxx 50	7,3%	7,5%	-1,2%

**Erstempfehlung** 05.12.2011

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

### Anlass

Zahlen für das dritte Quartal 2018

### Einschätzung

AXA veröffentlicht für das dritte Quartal traditionell lediglich sogenannte "Activity Indicators". Demnach stiegen die Bruttobeiträge im dritten Quartal (Q3) 2018 um 5% auf 22,23 (Vj.: 21,09) Mrd. Euro und blieben damit leicht hinter unserer Erwartung von 22,72 Mrd. Euro zurück. Insgesamt fielen die Q3-Zahlen aus unserer Sicht dennoch solide aus. Das Wachstum der Bruttobeiträge hat sich nach den verhaltenen ersten sechs Monaten beschleunigt. Dabei konnte in sämtlichen Regionen und Geschäftsbereichen auf vergleichbarer Basis ein Zuwachs verzeichnet werden. Die Übernahme der XL Group wurde am 12.09.2018 abgeschlossen. Die damit verbundene Hinwendung zum Sachversicherungsgeschäft kommt somit weiter voran. Nach dem Teil-IPO der US-Tochter AXA Equitable Holdings steht der Schuldenabbau zusammen mit der Integration der XL Group im Fokus und dürfte die AXA-Aktie in den kommenden Monaten vornehmlich beeinflussen. Bei gesenkter Ergebnisprognose für 2018 (EpS: 2,35 (alt: 2,41) Euro) und einem unveränderten Kursziel von 25,00 Euro (modifiziertes Gordon Growth-Modell) votieren wir weiterhin mit Halten für die AXA-Aktie. Das Kurspotential ist aus unserer Sicht im Hinblick auf die Risiken in Zusammenhang mit der XL Group-Übernahme derzeit nur moderat.

Markus Rießelmann (Analyst)

**SWOT-Analyse**

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> <li>- regional gut diversifizierte Ertragsstruktur</li> <li>- weltweite Präsenz (Netzwerk mit über 50.000 Vertretern)</li> <li>- gute Marktposition in Europa (Marktführer in Frankreich)</li> <li>- Fortschritte im Rahmen des Effizienzsteigerungsprogramms</li> <li>- attraktive Dividendenrendite</li> <li>- komfortable Solvabilitätsquote</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- anhaltend niedriges Zinsniveau</li> <li>- zyklisches Schadenversicherungsgeschäft</li> <li>- vergleichsweise geringer Ergebnisbeitrag des Segments Asset Management</li> <li>- fehlende Wachstumsperspektiven in Kernländern/-regionen</li> <li>- relativ hohes Engagement in europäischen Peripherieländern</li> </ul>
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Expansion in strategische Wachstumsmärkte (u.a. Asien, Lateinamerika)</li> <li>- Konzernumbau</li> <li>- positiver Preistrend in der Schaden- und Unfallversicherung (v.a. Firmenkundengeschäft)</li> <li>- Margenverbesserung in der Lebensversicherung</li> <li>- Abschlag zum Buchwert</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- rückläufiger Preistrend in der Schaden- und Unfallversicherung</li> <li>- erneute Verschärfung der Staatsschuldenkrise in Europa (vor allem einhergehend mit Renditeanstieg italienischer und spanischer Staatsanleihen)</li> <li>- regulatorische Bestimmungen (Solvency II)</li> <li>- XL Group-Übernahme</li> </ul>

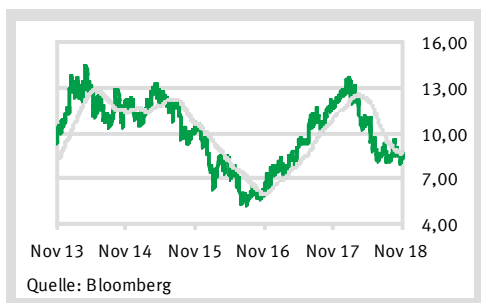
Quelle: NATIONAL-BANK AG

## Commerzbank

Halten (Halten)

<b>Kurs am 07.11.18 um 17:35h</b>	8,36 EUR
<b>Erstellung abgeschlossen</b>	08.11.2018 / 13:30h
<b>Erstmals weitergegeben</b>	08.11.2018 / 15:30h
<b>Kursziel</b>	9,50 EUR
<b>Marktkapitalisierung</b>	10,47 Mrd. EUR
<b>Branche</b>	Banken
<b>Land</b>	Deutschland
<b>WKN</b>	CBK100
<b>Reuters</b>	CBKG.DE

Kennzahlen	12/17	12/18e	12/19e
Ergebnis je Aktie (EUR)	0,12	0,76	0,80
Kurs/Gewinn	83,4	11,0	10,5
Dividende je Aktie (EUR)	0,00	0,20	0,30
Div.- Rendite	0,0%	2,4%	3,6%
Kurs/Umsatz	1,4	1,2	1,2
Kurs/Op. Ergebnis	9,7	7,7	7,0
Cost/Income	77,3%	79,8%	77,7%
Kurs/Buchwert	0,4	0,4	0,4



Performance	3M	6M	12M
Absolut	-4,8%	-21,0%	-28,7%
Relativ z. MDAX	4,1%	-10,8%	-17,1%

**Erstempfehlung** 25.02.2009

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

08.02.2018 Von Verkauften auf Halten

## Anlass

Zahlen für das dritte Quartal 2018

## Einschätzung

Das operative Ergebnis übertraf im dritten Quartal (Q3) 2018 mit 331 (Vj.: 623) Mio. Euro die Erwartungen. Insgesamt fielen die Q3-Zahlen aus unserer Sicht solide aus. Der Schwachpunkt blieb das Firmenkundengeschäft (bereinigte Segmenterträge: -6% y/y). Der Ausblick für 2018 (u.a. höhere bereinigte Gesamterträge auf Konzernebene) wurde bestätigt. Für den weiteren Jahresverlauf und für 2019 sehen wir die bisherige Entwicklung des Zinsüberschusses (Q3 2018: +3% q/q; Q2 2018: +11% q/q) als ermutigend an. Der Commerzbank sollte es u.E. weiter besser gelingen den Margendruck über Kreditwachstum abzufedern. Allerdings bleiben die Ertragsperspektiven der Bank angesichts des sehr kompetitiven Wettbewerbsumfelds in Deutschland moderat. Im Rahmen der Telefonkonferenz zu den Q3-Zahlen wurde das in 2016 erstmals ausgegebene Ertragsziel für 2020 von 9,8 Mrd. Euro "offiziell" gestrichen ("leicht unter 9,8 Mrd. Euro"), was angesichts der Markterwartung (9,17 Mrd. Euro) nicht überrascht. Bei leicht angehobener Ergebnisprognose für 2019 (EpS: 0,80 (alt: 0,79) Euro) und einem unveränderten Kursziel von 9,50 Euro (Sum-of-the-Parts-Modell) votieren wir weiterhin mit Halten. Der deutliche Bewertungsabschlag der Commerzbank-Aktie (KBV 2018e: 0,4; Peer Group: 0,7) bleibt u.E. angesichts der unterdurchschnittlichen Rentabilität (RoE 2019e: 3,4%; Peer Group: 8,1%) und der verhaltenen Ertragsperspektiven gerechtfertigt.

Markus Rießelmann (Analyst)

## SWOT-Analyse

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

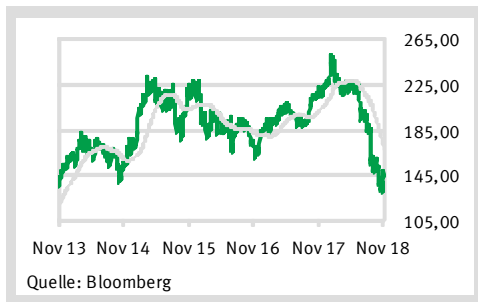
Quelle: NATIONAL-BANK AG

## Continental

Halten (Halten)

<b>Kurs am 07.11.18 um 17:35h</b>	144,20 EUR
<b>Erstellung abgeschlossen</b>	08.11.2018 / 13:30h
<b>Erstmals weitergegeben</b>	08.11.2018 / 15:30h
<b>Kursziel</b>	158,00 EUR
<b>Marktkapitalisierung</b>	28,84 Mrd. EUR
<b>Branche</b>	Automobile / Zulieferer
<b>Land</b>	Deutschland
<b>WKN</b>	543900
<b>Reuters</b>	CONG.DE

Kennzahlen	12/17	12/18e	12/19e
Ergebnis je Aktie (EUR)	14,92	13,73	14,48
Kurs/Gewinn	13,5	10,5	10,0
Dividende je Aktie (EUR)	4,50	4,50	4,50
Div.- Rendite	2,2%	3,1%	3,1%
Kurs/Umsatz	0,9	0,6	0,6
Kurs/Op. Ergebnis	8,8	7,4	6,7
Kurs/Cashflow	7,7	6,4	5,8
Kurs/Buchwert	2,5	1,6	1,4



Performance	3M	6M	12M
Absolut	-23,3%	-36,8%	-33,4%
Relativ z. DAX30	-15,0%	-25,2%	-17,5%

**Erstempfehlung** 26.09.2012

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

## Anlass

Zahlen für das dritte Quartal 2018

## Einschätzung

Das operative/bereinigte Zahlenwerk für das dritte Quartal (Q3) 2018 blieb hinter unseren Erwartungen zurück. Das organische Wachstum hat sich deutlich abgeschwächt. Dennoch konnte der Automotive-Bereich (organischer Umsatz y/y) die Branche (Produktion y/y) erneut deutlich outperformen. Der Bereich Powertrain, der ab Mitte 2019 an die Börse gebracht werden soll, war defizitär. Der Ausblick für das Geschäftsjahr 2018 wurde trotz zweier Gewinnwarnungen erneut teilweise angepasst (u.a. Umsatz: rund 44,5 (bisher: rund 45) Mrd. Euro). Die bereinigte EBIT-Marge (Q1-Q3 2018: 9,0%) liegt unter der bestätigten Zielsetzung (>9%). Unsere Prognosen haben wir angepasst (u.a. EpS 2018e: steuer- und sondereffektbedingt 13,73 (alt: 13,68) Euro; EpS 2019e: 14,48 (alt: 15,10) Euro). Für einen erfolgreichen Teilbörsengang von Powertrain sind noch einige Hausaufgaben zu erledigen und das Sentiment für Automobil-Aktie muss sich aufhellen. Unter Berücksichtigung der Gemengelage (schwache operative Q3-Zahlen, hohe Guidance-Volatilität, Margenrückstand, Handelskonflikte/Konjunkturunsicherheiten, eventuell Senkung der Autokaufsteuer in China) lautet unser Votum für die Conti-Aktie weiterhin Halten (Kursziel: 158,00 (alt: 175,00) Euro (Discounted-Cashflow-Modell)).

Sven Diermeier (Senior Analyst)

## Highlights

- Das organische Umsatzwachstum belief sich in Q3 2018 auf 2% y/y und die bereinigte EBIT-Marge auf 7,2% (Vj.: 10,3%).
- Der Bereich Powertrain war in Q3 2018 defizitär (bereinigtes EBIT).
- Conti profitierte in Q3 2018 von einer Neubewertung des Joint-Venture OSRAM-Continental.
- Der Ausblick für das Geschäftsjahr 2018 wurde erneut teilweise angepasst.

## Geschäftsentwicklung

Der Umsatz stieg im dritten Quartal (Q3) 2018 leicht um 1% auf 10,79 (Vj.: 10,69; unsere Prognose: 10,92; Marktkonsens: 10,82) Mrd. Euro (Q2 2018: +3% y/y; Q1 2018: +/-0% y/y; Q4 2017: +7% y/y; Q3 2017: +7% y/y; Q2 2017: +8% y/y; Q1 2017: +12% y/y). Auf organischer Basis wies Conti ein Erlöswachstum von 2% y/y (Q2 2018: +7% y/y; Q1 2018: +4 y/y; Q4 2017: +10% y/y; Q3 2017: +8% y/y; Q2 2017: +6% y/y; Q1 2017: +10% y/y) aus. Das bereinigte Konzern-EBIT brach um 30% auf 772 (Vj.: 1.104; unsere Prognose: 785; Marktkonsens: 745) Mio. Euro ein (bereinigte EBIT-Marge: 7,2% (Vj.: 10,3%)). Dabei war Powertrain defizitär. Bei einer Umkehr der Sondereffekte (+80 (Vj.: -67) Mio. Euro) sank das berichtete Konzern-EBIT unterproportional um 18% auf 852 (Vj.: 1.038; unsere Prognose: 770; Marktkonsens: 715) Mio. Euro. Das Nettoergebnis gab um 14% auf 626 (Vj.: 729; unsere Prognose: 588; Marktkonsens: 475) Mio. Euro nach.

Continental	Umsatz			Umsatz		
	Q3 2017	Q3 2018	Veränderung	9M 2017	9M 2018	Veränderung
	in Mio. EUR		gg. Vj.	in Mio. EUR		gg. Vj.
Chassis & Safety	2.308	2.248	-2,6%	7.243	7.214	-0,4%
Powertrain	1.811	1.853	2,4%	5.761	5.824	1,1%
Interior	2.269	2.352	3,7%	6.881	7.293	6,0%
Reifen	2.815	2.852	1,3%	8.387	8.289	-1,2%
ContiTech	1.568	1.558	-0,6%	4.677	4.790	2,4%
Konsolidierung	-78	-75	-	-224	-236	-
<b>Konzern</b>	<b>10.693</b>	<b>10.788</b>	<b>0,9%</b>	<b>32.726</b>	<b>33.174</b>	<b>1,4%</b>

Quelle: Continental, NATIONAL-BANK AG

Die Konzernenerlöse stiegen in den ersten neun Monaten (9M) 2018 um 1% y/y, auf organischer Basis belief sich das Wachstum auf 4% y/y. Das bereinigte EBIT verringerte sich um 13% auf 2,99 (Vj.: 3,44) Mrd. Euro, womit sich die bereinigte EBIT-Marge auf 9,0% (Vj.: 10,5%) verschlechtert hat. Bei einem berichteten EBIT von 2,99 (Vj.: 3,30) Mrd. Euro (-10% y/y) bezifferte sich das Nettoergebnis auf 2,19 (Vj.: 2,22) Mrd. Euro (-2% y/y; EpS: 10,93 (Vj.: 11,12) Euro; bereinigt: 11,41 (Vj.: 11,58) Euro).

Der freie Cashflow war in Q3 2018 negativ und zeigte sich damit verschlechtert (-127 (Vj.: +180) Mio. Euro; 9M 2018: -5 (Vj.: +472) Mio. Euro). Das Gearing bezifferte sich per Ende September 2018 auf 17% (30.06.2018: 17%; 31.12.2017: 13%; 30.09.2017: 21%). Conti verfügt über niedrige, aber „stabile“ Investmentgrade-Ratings (Moody's: „Baa1“; S&P: „BBB+“).



Continental	Bereinigtes EBIT		Veränderung	Bereinigtes EBIT		Veränderung
	Q3 2017	Q3 2018		9M 2017	9M 2017	
	in Mio. EUR		gg. Vj.	in Mio. EUR		gg. Vj.
Chassis & Safety	200	112	-43,9%	666	583	-12,4%
EBIT-Marge	8,7%	5,0%	-3,7 PP	9,2%	8,1%	-1,1 PP
Powertrain	91	-68	-	331	154	-53,3%
EBIT-Marge	5,0%	-3,7%	-8,7 PP	5,7%	2,7%	-3,1 PP
Interior	200	213	6,5%	605	644	6,3%
EBIT-Marge	8,8%	9,1%	0,2 PP	8,8%	8,8%	0,0 PP
Reifen	520	455	-12,5%	1.537	1.352	-12,0%
EBIT-Marge	18,5%	15,9%	-2,5 PP	18,3%	16,3%	-2,0 PP
ContiTech	132	92	-30,5%	391	356	-8,9%
EBIT-Marge	8,4%	5,9%	-2,5 PP	8,4%	7,4%	-0,9 PP
Konsolidierung	-39	-32	-	-95	-98	-
Konzern	1.104	772	-30,1%	3.435	2.992	-12,9%
EBIT-Marge	10,3%	7,2%	-3,2 PP	10,5%	9,0%	-1,5 PP

Quelle: Continental, NATIONAL-BANK AG

PP: Prozentpunkte

## Perspektiven

Continental hat einen Konzernumbau angekündigt. Es soll eine Holdingstruktur mit den drei Bereichen Automotive, Rubber und Powertrain (bisher: Teil von Automotive) entstehen. Powertrain (Antriebssysteme) soll an die Börse gebracht werden (ab Mitte 2019), wobei Conti die Kontrolle mittel- und langfristig behalten will (Abgabe von etwa 15% bis 25%). Die beiden verbleibenden Divisionen von Automotive (Chassis & Safety, Interior) werden neu aufgestellt (Autonomous Driving Technologies, Vehicle Networking Technologies). Für diese strebt das Unternehmen ein deutliches Umsatzwachstum an (2023e: rund 30 (2017: rund 19) Mrd. Euro). Der Bereich Rubber (Reifen, ContiTech) bleibt in der heutigen Form zwar erhalten, die Abgabe von Minderheitsanteilen z.B. per Börsengang ist den Unternehmensangaben zufolge aber mittelfristig eine Option.

Der Ausblick für das Geschäftsjahr 2018 wurde im Rahmen des Q3-Berichts (am 08.11.) erneut teilweise angepasst. Für das laufende Geschäftsjahr sieht Conti den Umsatz nun bei rund 44,5 (bisher: rund 45) Mrd. Euro (auf Basis der gegenwärtigen Wechselkurse: Umsatzbelastung von 1,2 Mrd. Euro) sowie nach wie vor die bereinigte EBIT-Marge bei >9% (2017: 10,9%; 9M 2018: 9,0%). Die Belastungen durch die Rohstoffpreise sieht das Unternehmen nun bei 100 (bisher: über 50) Mio. Euro). Die Sondereffekte erwartet Conti neu bei 0 (bisher: -50; 2017: -14) Mio. Euro. Die Steuerquote soll bei 24% (bisher: 25%; 2017: 29%) liegen. Die PPA erwartet das Unternehmen weiterhin bei rund 180 (2017: 171) Mio. Euro und das Finanzergebnis (währungsbereinigt) bei <-180 (2017: -187) Mio. Euro. Bei Investitionen von rund 7% des Umsatzes soll sich der freie Cashflow vor Akquisitionen und vor Finanzierung der US-Pensionen auf rund 1,6 (2017: 2,3) Mrd. Euro belaufen.

Unsere Prognosen für die Geschäftsjahre 2018 (u.a. EpS: 13,73 (alt: 13,68) Euro; Dividende je Aktie: unverändert 4,50 Euro) und 2019 (u.a. EpS: 14,48 (alt: 15,10) Euro; Dividende je Aktie: 4,50 (alt: 4,55) Euro) haben wir mehrheitlich angepasst. Auf Basis unseres Discounted-Cashflow-Modells (gesenkte Mittelfristprognosen) haben wir für die Continental-Aktie (YTD: -36%; 12 Monate: -33%) ein neues Kursziel von 158,00 (alt: 175,00) Euro ermittelt. Bei einem moderaten Aufwärtspotenzial lautet unser Votum weiterhin Halten.

**SWOT-Analyse**

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> <li>- führende Marktpositionen bei den für das Unternehmen relevanten Produkten</li> <li>- Kundenbeziehungen zu jedem großen Autobauer</li> <li>- attraktives Produktportfolio</li> <li>- hohe technologische Kompetenz</li> <li>- starke Cashflow-Entwicklung ermöglicht Spielraum für akquisitorisches Wachstum</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- vergleichsweise hoher Anteil des Automobilgeschäfts noch zu geringe Präsenz in Wachstumsregionen (hohe Abhängigkeit von Deutschland/Europa)</li> <li>- konjunkturresistentes Geschäftsmodell</li> <li>- Sentiment ist durch die Gewinnwarnungen belastet / Guidance-Volatilität hat zugenommen</li> </ul>
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> <li>- neue Technologien vor allem in den Bereichen Sicherheit und Umwelt wie Notbrems- und Fahrerassistenzsysteme</li> <li>- zunehmende Wertschöpfung von Zulieferern an der Automobilproduktion ermöglicht überdurchschnittliches Wachstum im Vergleich zum Automobilproduktionswachstum</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- volatile Material- und Rohstoffpreise beeinflussen Ergebnisentwicklung und Nachfrage in den industrienahe Bereichen</li> <li>- VW-Dieselskandal sollte das Sentiment für den Sektor mittelfristig belasten</li> <li>- Brexit-Entscheidung mit negativen Folgen für den europäischen Pkw-Markt</li> <li>- Marktmacht der Automobilhersteller</li> </ul>

Quelle: NATIONAL-BANK AG

**Continental: Gewinn- und Verlustrechnung**

in Mio. EUR (außer Ergebnis je Aktie und Dividende je Aktie)	2015	2016	2017	2018e	2019e
Umsatz	39.232	40.550	44.010	44.515	45.962
Bruttoergebnis	10.175	10.767	11.375	11.975	12.364
EBITDA	6.002	6.057	6.679	6.136	6.609
Abschreibungen	1.886	1.962	2.117	2.226	2.298
EBIT	4.116	4.096	4.562	3.910	4.311
Finanzergebnis	-246	-117	-286	-205	-195
EBT	3.870	3.979	4.276	3.705	4.116
Steuern	-1.090	-1.097	-1.228	-899	-1.153
Ergebnis nach Steuern	2.780	2.882	3.048	2.807	2.964
Minderheitenanteile	-52	-80	-64	-60	-68
Nettoergebnis	2.727	2.803	2.985	2.747	2.896
Anzahl Aktien (Mio. St.)	200	200	200	200	200
Ergebnis je Aktie	13,64	14,01	14,92	13,73	14,48
Dividende je Aktie	3,75	4,25	4,50	4,50	4,50
in % vom Umsatz					
Umsatz	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Bruttoergebnis	25,9%	26,6%	25,8%	26,9%	26,9%
EBITDA	15,3%	14,9%	15,2%	13,8%	14,4%
Abschreibungen	-4,8%	-4,8%	-4,8%	-5,0%	-5,0%
EBIT	10,5%	10,1%	10,4%	8,8%	9,4%
EBT	9,9%	9,8%	9,7%	8,3%	9,0%
Steuern	2,8%	2,7%	2,8%	2,0%	2,5%
Ergebnis nach Steuern	7,1%	7,1%	6,9%	6,3%	6,4%
Nettoergebnis	7,0%	6,9%	6,8%	6,2%	6,3%

Quelle: NATIONAL-BANK AG; Continental

**Continental: Bilanz- und Kapitalflussdaten**

in Mio. EUR	2015	2016	2017	2018e	2019e
Bilanzsumme	32.836	36.175	37.441	38.368	40.087
Anlagevermögen	19.667	21.321	22.038	22.929	23.848
Geschäfts- und Firmenwert	6.641	6.857	7.010	7.010	7.010
Vorräte	3.360	3.753	4.128	4.229	4.412
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	6.723	7.393	7.669	7.790	8.089
Liquide Mittel	1.622	2.107	1.882	1.672	1.962
Eigenkapital	13.214	14.735	16.290	18.197	20.261
Verzinsliches Fremdkapital	5.245	4.952	4.090	3.376	2.789
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	5.494	6.248	6.799	6.811	6.986
Summe Fremdkapital	19.622	21.440	21.150	20.171	19.826
Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit	4.916	4.938	5.221	4.521	4.995
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-3.472	-3.167	-3.468	-3.116	-3.217
Free Cashflow	1.444	1.771	1.753	1.405	1.777
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	-3.098	-1.255	-1.879	-1.614	-1.487
Summe der Cashflows	-1.654	517	-126	-210	290

Quelle: NATIONAL-BANK AG; Continental

**Continental: Wichtige Kennzahlen**

	2015	2016	2017	2018e	2019e
EV / Umsatz	1,2	1,0	1,0	0,7	0,7
EV / EBITDA	7,6	6,6	6,4	5,2	4,8
EV / EBIT	11,0	9,7	9,3	8,2	7,4
KGV	15,3	13,2	13,5	10,5	10,0
KBV	3,2	2,5	2,5	1,6	1,4
KCV	8,5	7,5	7,7	6,4	5,8
KUV	1,1	0,9	0,9	0,6	0,6
Dividendenrendite	1,8%	2,3%	2,2%	3,1%	3,1%
Eigenkapitalrendite (ROE)	20,6%	19,0%	18,3%	15,1%	14,3%
ROCE	17,0%	15,6%	16,9%	13,9%	14,7%
ROI	8,3%	7,7%	8,0%	7,2%	7,2%
Eigenkapitalquote	40,2%	40,7%	43,5%	47,4%	50,5%
Anlagendeckungsgrad	67,2%	69,1%	73,9%	79,4%	85,0%
Anlagenintensität	59,9%	58,9%	58,9%	59,8%	59,5%
Vorräte / Umsatz	8,6%	9,3%	9,4%	9,5%	9,6%
Forderungen / Umsatz	17,1%	18,2%	17,4%	17,5%	17,6%
Working Capital-Quote	11,7%	12,1%	11,4%	11,7%	12,0%
Nettofinanzverschuldung (in Mio. EUR)	3.623	2.845	2.209	1.704	827
Nettofinanzverschuldung / EBITDA	0,6	0,5	0,3	0,3	0,1
Capex / Umsatz	5,6%	6,4%	6,5%	7,0%	7,0%
Capex / Abschreibungen	115,5%	132,1%	134,6%	140,0%	140,0%
Free Cashflow / Umsatz	3,7%	4,4%	4,0%	3,2%	3,9%
Free Cash Flow / Aktie (EUR)	7,22	8,86	8,76	7,02	8,89
Nettofinanzverschuldung / Aktie (EUR)	18,12	14,23	11,04	8,52	4,13
Cash / Aktie (EUR)	8,11	10,53	9,41	8,36	9,81
Buchwert / Aktie (EUR)	66,07	73,67	81,45	90,98	101,30

Quelle: NATIONAL-BANK AG; Continental

## Deutsche Telekom

**Kaufen** (Kaufen)

<b>Kurs am 07.11.18 um 17:35h</b>	14,68 EUR
<b>Erstellung abgeschlossen</b>	08.11.2018 / 13:30h
<b>Erstmals weitergegeben</b>	08.11.2018 / 15:30h
<b>Kursziel</b>	17,50 EUR
<b>Marktkapitalisierung</b>	69,61Mrd. EUR
<b>Branche</b>	Telekommunikation
<b>Land</b>	Deutschland
<b>WKN</b>	555750
<b>Reuters</b>	DTEGn.DE

Kennzahlen	12/17	12/18e	12/19e
Ergebnis je Aktie (EUR)	0,74	0,73	0,87
Kurs/Gewinn	21,6	20,1	17,0
Dividende je Aktie (EUR)	0,65	0,70	0,75
Div.- Rendite	4,1%	4,8%	5,1%
Kurs/Umsatz	1,0	0,9	0,9
Kurs/Op. Ergebnis	8,0	7,5	6,6
Kurs/Cashflow	4,4	4,3	3,6
Kurs/Buchwert	1,8	1,6	1,5



Performance	3M	6M	12M
Absolut	2,7%	1,2%	-2,4%
Relativ z. DAX30	11,1%	12,7%	13,5%

**Erstempfehlung** 06.03.2009

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

## Anlass

Zahlen für das dritte Quartal 2018

## Einschätzung

Da die Erlöse im US-Geschäft nach drei Quartalen in Folge mit Rückgängen nun wieder zulegen konnten, stieg der Konzernumsatz im dritten Quartal (Q3) 2018 ebenfalls nach drei rückläufigen Quartalen wieder und zwar stärker als erwartet um 4,7% y/y. Auch beim EBITDA konnten die Erwartungen übertroffen werden, während das Nettoergebnis sowohl berichtet als auch bereinigt schwächer als erwartet ausfiel. Die EBITDA-Zielsetzung für 2018 wurde zum dritten Mal in diesem Jahr marginal um nun 200 Mio. Euro angehoben. Des Weiteren wurde nun auch die Zielsetzung für den freien Cashflow, an dem sich die Höhe der Dividende bemisst, leicht um 100 Mio. Euro erhöht. Bei unveränderten EPS-Prognosen und einem unveränderten Kursziel von 17,50 Euro (Discounted-Cashflow-Modell und Peer Group-Modell) bestätigen wir unser Kaufen-Votum. Impulse für die Aktie erwarten wir nach wie vor vom starken Wachstum im US-Geschäft, der mittelfristigen Erholung im Deutschland- und Europageschäft. Unterstützung für die Aktie erwarten wir von der attraktiven Dividendenpolitik. Zudem könnte die Genehmigung der Fusion zwischen T-Mobile US und Sprint (in unserer Bewertung nicht berücksichtigt) für signifikante Impulse bei der Telekom-Aktie führen. Des Weiteren sehen wir die Deutsche Telekom hinsichtlich des neuen Mobilfunkstandards 5G in einer guten Ausgangslage, sodass der Konzern von 5G langfristig stärker profitieren dürfte als einige andere Telekom-Anbieter.

Markus Friebe (Analyst)

## Highlights

- Die operativen Q3-Zahlen fielen besser als erwartet aus.
- Die EBITDA-Zielsetzung für 2018 wurde erneut marginal um nun 200 Mio. Euro angehoben. Ebenso nun auch die Zielsetzung für den freien Cashflow um 100 Mio. Euro.

## Geschäftsentwicklung

Der Konzernumsatz stieg in Q3 2018 stärker als erwartet um 4,7% auf 19,10 (Vj.: 18,25; unsere Prognose: 18,39; Marktkonsens: 18,85) Mrd. Euro. Dass die Konzern Erlöse wieder zulegen konnten, lag wenig überraschend am US-Geschäft, welches nach drei Quartalen in Folge mit Rückgängen nun mit +9,0% (organisch: +8,0%) y/y auf 9,23 Mrd. Euro wieder deutlich zulegen konnte. Das Deutschlandgeschäft verzeichnete jedoch einen erneuten Umsatzrückgang um 0,9% y/y auf 5,44 Mrd. Euro. Ursächlich für den Rückgang war jedoch die Erstanwendung des neuen Rechnungslegungsstandards IFRS 15. Der Mobilfunkserviceumsatz (ohne IFRS 15) in Deutschland konnte mit +3,1% (Q2 2018: +2,9%) y/y das Wachstumsniveau der beiden Vorquartale beibehalten. Des Weiteren legte der Umsatz des Europageschäfts mit +3,4% y/y auf 3,05 Mrd. Euro stärker zu als in den Vorquartalen, was jedoch auf die erstmalige Einbeziehung des österreichischen Kabelanbieters UPC Austria per 31.07.2018 zurückzuführen war (Vorjahreswerte wurden dabei nicht angepasst). Sogar das chronisch schwache Systemgeschäft konnte nun wieder auf den Wachstumspfad einschwenken (+2,8% y/y auf 1,75 Mrd. Euro). In den ersten neun Monaten (9M) 2018 sank der Konzernumsatz moderat um 0,7% (organisch: +2,8%) auf 55,40 (Vj.: 55,79) Mrd. Euro.

Deutsche Telekom	Umsatz			Umsatz		
	Q3 2017	Q3 2018	Veränderung	9M 2017	9M 2018	Veränderung
	in Mio. EUR		gg. Vj.	in Mio. EUR		gg. Vj.
Deutschland	5.488	5.441	-0,9%	16.256	16.088	-1,0%
USA	8.466	9.227	9,0%	26.684	26.504	-0,7%
Europa	2.945	3.045	3,4%	8.587	8.752	1,9%
Systemgeschäft	1.707	1.754	2,8%	5.099	5.094	-0,1%
Group Development	545	544	-0,2%	1.702	1.607	-5,6%
Group Headquarters & Group Sen	741	677	-8,6%	2.262	2.096	-7,3%
Konzern**	18.251	19.104	4,7%	55.787	55.395	-0,7%

Quelle: Deutsche Telekom, NATIONAL-BANK AG

\*\* inkl. Konsolidierung

Das bereinigte Konzern-EBITDA erhöhte sich in Q3 2018 um 8,5% auf 6,21 (Vj.: 5,72; unsere Prognose: 5,81; Marktkonsens: 6,00) Mrd. Euro, womit die Erwartungen ebenfalls übertroffen werden konnten. Das bereinigte Nettoergebnis legte dagegen weniger deutlich als erwartet um 6,2% auf 1,32 (Vj.: 1,24; unsere Prognose: 1,38; Marktkonsens: 1,35) Mrd. Euro zu. Auf Grund von negativen Sondereffekten im Vorjahreszeitraum konnte sich das berichtete Nettoergebnis deutlich auf 1.110 (Vj.: 507; unsere Prognose: 1.218; Marktkonsens: 1.235) Mio. Euro verbessern. Die Erwartungen wurden damit allerdings auch hier nicht erreicht. In 9M 2018 erhöhte sich der bereinigte Nettogewinn um 10,9% auf 3,75 (Vj.: 3,38) Mrd. Euro und der berichtete Nettogewinn um 22,0% auf 2,60 (Vj.: 2,13) Mrd. Euro. Der freie Cashflow konnte in 9M um 8,5% auf 4,78 (Vj.: 4,40) Mrd. Euro (Q3 2018: +0,5% auf 1,88 (Vj.: 1,87) Mrd. Euro) zulegen.

Deutsche Telekom	EBITDA*		Veränderung gg. Vj.	EBITDA*		Veränderung gg. Vj.
	Q3 2017	Q3 2018		9M 2017	9M 2018	
	in Mio. EUR			in Mio. EUR		
Deutschland	2.177	2.222	2,1%	6.318	6.430	1,8%
USA	2.288	2.665	16,5%	7.313	7.551	3,3%
Europa	1.007	1.062	5,5%	2.843	2.926	2,9%
Systemgeschäft	131	139	6,1%	362	318	-12,2%
Group Development	220	227	3,2%	695	691	-0,6%
Group Headquarters & Group Sen	-102	-114	-	-291	-143	-
Konzern**	5.720	6.207	8,5%	17.215	17.684	2,7%
EBITDA-Marge (%)	31,3%	32,5%	+0,7 PP	30,9%	31,9%	+1,0 PP

Quelle: Deutsche Telekom, NATIONAL-BANK AG

\* bereinigt um Sondereinflüsse; \*\* inklusive Konsolidierung;  
PP: Prozentpunkte

## Perspektiven

Die wichtigsten Kundenkennziffern entwickelten sich in Q3 2018 wieder überwiegend erfreulich. Das Wachstum in den USA hat sich in Q3 mit +1,08 Mio. Neukunden q/q (+11,3% y/y) auf 41,16 Mio. Mobilfunkvertragskunden unvermindert fortgesetzt. Auch in Deutschland konnte bei den Mobilfunkvertragskunden nach den Rückgängen in den Vorquartalen nun wieder ein Wachstum verzeichnet werden (+214 Tsd. Neukunden q/q (-1,1% y/y) auf 25,18 Millionen. Die Zahl der Mobilfunkvertragskunden in Europa konnte weiter zulegen (+380 Tsd. Neukunden q/q (+5,1% y/y) auf 26,40 Mio. Mobilfunkvertragskunden).

Wie die Deutsche Telekom anlässlich ihres Kapitalmarkttag (24. und 25.05.) bekannt gegeben hatte, soll der Konzernumsatz im Zeitraum 2017-2021 im Schnitt pro Jahr um 1%-2% steigen. Im selben Zeitraum soll das bereinigte EBITDA jährlich um 2%-4% zulegen und der freie Cashflow um ca. 10%. Die Ziele sind deckungsgleich mit den Wachstumsraten, die der Konzern bereits für die Jahre 2015-2018 ausgegeben hatte. Künftig will der Konzern aber die Dividende an die Entwicklung des bereinigten EpS koppeln, und nicht mehr vom Barmittelzufluss abhängig machen. Das bereinigte EpS soll von rund 1,00 (2017: 1,28) Euro in 2018 auf ca. 1,20 Euro in 2021 steigen. Die Untergrenze für die Gewinnausschüttung liegt weiterhin bei 0,50 Euro je Aktie. Für das Geschäftsjahr 2018 ist erwartungsgemäß eine Dividende (dann noch gekoppelt an den freien Cashflow) von 0,70 Euro je Aktie geplant. Die Deutsche Telekom hält darüber hinaus Aktienrückkäufe für möglich. Der angekündigte Zusammenschluss der Tochter T-Mobile US mit dem Wettbewerber Sprint ist in den Planungen des Konzerns nicht berücksichtigt. Sollte der Zusammenschluss genehmigt werden, würden sowohl der Gewinn als auch der Barmittelzufluss in den kommenden drei Jahren belastet und aus unserer Sicht auch die Dividendenausschüttungen. Des Weiteren sollen die indirekten Kosten bis 2021 außerhalb der USA um 1,5 Mrd. Euro sinken. Dazu sollen Automatisierung und Digitalisierung beitragen.

Die Deutsche Telekom hat zum dritten Mal in diesem Jahr die EBITDA-Zielsetzung für 2018 marginal um nun 200 Mio. Euro angehoben. Das bereinigte EBITDA soll sich demnach in 2018 nun auf rund 23,6 (bisher: 23,4; ursprünglich: 23,2; Vj.: 22,2) Mrd. Euro belaufen. Für 2019 wird unverändert ein weiterer Anstieg erwartet. Zudem wurde nun aber auch der Ausblick für den freien Cashflow für 2018 leicht angehoben (rund 6,3 (bisher: rund 6,2; Vj.: 5,5) Mrd. Euro). Für den Konzernumsatz werden für 2018 (nach wie vor leicht) und für 2019 Anstiege in Aussicht gestellt. Die Investitionen ohne Ausgaben für das Mobilfunkspektrum sollen in 2018 auf 12,5 (Vj.: 12,1; 2017 inkl. Ausgaben für Lizenzen in den USA: 19,5) Mrd. Euro ansteigen, in 2019 aber leicht zurückgehen. Was die Kundenentwicklung angeht, soll sich die bislang gesehene Entwicklung auch in 2018 und 2019 fortsetzen. Bei unveränderten EpS-Prognosen und einem unveränderten Kursziel von 17,50 Euro (Discounted-Cashflow-Modell und Peer Group-Modell) bestätigen wir unser Kaufen-Votum.

## SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> <li>- hoher Marktanteil und hohe Akzeptanz in Deutschland und Europa</li> <li>- erfolgreiche Kostenoptimierungsprogramme, vor allem im Festnetz- und Geschäftskundensegment</li> <li>- langfristige Dividendenkontinuität</li> <li>- wachstumsstarkes US-Geschäft (T-Mobile US)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Belastungen durch Regulierung</li> <li>- hohe Abhängigkeit vom US-Geschäft</li> <li>- hoher Wettbewerb und Preisdruck sowie zum Teil sinkende Marktanteile</li> <li>- keine Mobilfunkaktivitäten in den Emerging Markets mit Ausnahme Osteuropas</li> <li>- dauerkriseIndes Systemgeschäft</li> </ul>
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Wachstumspotenziale durch Glasfasernetze, Telekom Entertain, Bündelangebote („Magenta“-Tarife), Internet der Dinge (neue Dienste, stark steigende Anzahl von vernetzten Geräten), neuer Mobilfunkstandard 5G (ca. in 2020)</li> <li>- steigende Tarifpreise</li> <li>- steigende Nachfrage der Kunden nach mehr Datenvolumen und besserer Netzqualität</li> <li>- Umstellung auf IP-Netze (Kosteneinsparungen)</li> <li>- sich abschwächender Regulierungsdruck in Europa</li> <li>- Ausstieg aus Märkten ohne marktbeherrschende Stellung</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- ständige Bedrohung des Geschäftsmodells durch Technologiekonzerne wie Google oder Facebook</li> <li>- Vorgaben der Regulierungsbehörden</li> <li>- Wettbewerbsverschärfung im Breitbandmarkt insbesondere durch Kabelkonzerne</li> <li>- hohe Investitionen für den Netzwerkausbau hauptsächlich in Deutschland (bzw. zukünftig 5G)</li> </ul>

Quelle: NATIONAL-BANK AG



**Deutsche Telekom: Gewinn- und Verlustrechnung**

in Mio. EUR (außer Ergebnis je Aktie und Dividende je Aktie)	2015	2016	2017	2018e	2019e
Umsatz	69.228	73.095	74.947	75.015	77.641
Rohertrag/Bruttoergebnis	33.522	36.011	36.786	38.211	39.597
EBITDA	19.908	21.420	22.230	23.766	24.301
Abschreibungen	-11.360	-13.380	-14.586	-13.079	-13.587
EBIT	7.028	9.164	9.383	9.263	10.559
Finanzergebnis	-2.250	-4.617	-4.390	-2.883	-3.649
EBT	4.778	4.547	4.993	6.380	6.910
Steuern	-1.276	-1.443	558	-1.783	-1.797
Ergebnis nach Steuern	3.502	3.104	5.551	4.597	5.113
Minderheitenanteile	-248	-429	-2.090	-1.131	-1.000
Nettoergebnis	3.254	2.675	3.461	3.466	4.113
Anzahl Aktien (Mio. St.)	4.553	4.625	4.703	4.752	4.752
Ergebnis je Aktie	0,71	0,58	0,74	0,73	0,87
Dividende je Aktie	0,55	0,60	0,65	0,70	0,75
in % vom Umsatz					
Umsatz	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Rohertrag/Bruttoergebnis	48,4%	49,3%	49,1%	50,9%	51,0%
EBITDA	28,8%	29,3%	29,7%	31,7%	31,3%
Abschreibungen	16,4%	18,3%	19,5%	17,4%	17,5%
EBIT	10,2%	12,5%	12,5%	12,3%	13,6%
EBT	6,9%	6,2%	6,7%	8,5%	8,9%
Steuern	1,8%	2,0%	-0,7%	2,4%	2,3%
Ergebnis nach Steuern	5,1%	4,2%	7,4%	6,1%	6,6%
Nettoergebnis	4,7%	3,7%	4,6%	4,6%	5,3%

Quelle: NATIONAL-BANK AG; Deutsche Telekom

**Deutsche Telekom: Bilanz- und Kapitalflussdaten**

in Mio. EUR	2015	2016	2017	2018e	2019e
Bilanzsumme	143.920	148.485	141.335	144.820	147.453
Anlagevermögen	111.736	121.847	120.943	122.117	121.729
Geschäfts- und Firmenwert	57.025	60.599	62.865	64.751	64.751
Vorräte	1.847	1.629	1.985	1.800	1.863
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	9.238	9.362	9.723	9.752	10.093
Liquide Mittel	6.897	7.747	3.312	5.779	8.395
Eigenkapital	38.150	38.845	42.470	44.010	45.797
Verzinsliches Fremdkapital	62.380	64.650	57.529	61.192	61.192
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	11.090	10.441	10.971	10.502	10.870
Summe Fremdkapital	105.770	109.640	98.865	100.810	101.656
Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit	14.997	15.533	17.196	16.113	19.142
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-15.015	-13.608	-16.814	-14.253	-13.199
Free Cashflow	-18	1.925	382	1.860	5.943
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	-876	-1.322	-4.594	606	-3.326
Summe der Cashflows	-894	603	-4.212	2.467	2.617

Quelle: NATIONAL-BANK AG; Deutsche Telekom

**Deutsche Telekom: Wichtige Kennzahlen**

	2015	2016	2017	2018e	2019e
EV / Umsatz	1,9	1,7	1,7	1,7	1,7
EV / EBITDA	6,5	5,9	5,8	5,4	5,3
EV / EBIT	18,3	13,9	13,8	13,9	12,2
KGV	22,5	26,3	21,6	20,1	17,0
KBV	1,9	1,8	1,8	1,6	1,5
KCV	4,9	4,5	4,4	4,3	3,6
KUV	1,1	1,0	1,0	0,9	0,9
Dividendenrendite	3,4%	3,9%	4,1%	4,8%	5,1%
Eigenkapitalrendite (ROE)	8,5%	6,9%	8,1%	7,9%	9,0%
ROCE	6,3%	7,5%	7,7%	7,5%	8,6%
ROI	2,3%	1,8%	2,4%	2,4%	2,8%
Eigenkapitalquote	26,5%	26,2%	30,0%	30,4%	31,1%
Anlagendeckungsgrad	34,1%	31,9%	35,1%	36,0%	37,6%
Anlagenintensität	77,6%	82,1%	85,6%	84,3%	82,6%
Vorräte / Umsatz	2,7%	2,2%	2,6%	2,4%	2,4%
Forderungen / Umsatz	13,3%	12,8%	13,0%	13,0%	13,0%
Working Capital-Quote	0,0%	0,8%	1,0%	1,4%	1,4%
Nettofinanzverschuldung (in Mio. EUR)	55.483	56.903	54.217	55.414	52.797
Nettofinanzverschuldung / EBITDA	2,8	2,7	2,4	2,3	2,2
Capex / Umsatz	21,1%	18,7%	26,0%	19,0%	17,0%
Capex / Abschreibungen	128,6%	101,9%	133,6%	109,0%	97,1%
Free Cashflow / Umsatz	0,0%	2,6%	0,5%	2,5%	7,7%
Free Cash Flow / Aktie (EUR)	0,00	0,42	0,08	0,39	1,25
Nettofinanzverschuldung / Aktie (EUR)	12,19	12,30	11,53	11,66	11,11
Cash / Aktie (EUR)	1,51	1,68	0,70	1,22	1,77
Buchwert / Aktie (EUR)	8,38	8,40	9,03	9,26	9,64

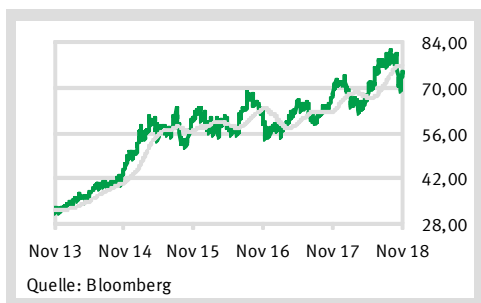
Quelle: NATIONAL-BANK AG; Deutsche Telekom

## Symrise

Halten (Halten)

<b>Kurs am 07.11.18 um 17:35h</b>	72,76 EUR
<b>Erstellung abgeschlossen</b>	08.11.2018 / 13:30h
<b>Erstmals weitergegeben</b>	08.11.2018 / 15:30h
<b>Kursziel</b>	73,00 EUR
<b>Marktkapitalisierung</b>	9,45 Mrd. EUR
<b>Branche</b>	Chemie
<b>Land</b>	Deutschland
<b>WKN</b>	SYM999
<b>Reuters</b>	SY1G.DE

<b>Kennzahlen</b>	<b>12/17</b>	<b>12/18e</b>	<b>12/19e</b>
Ergebnis je Aktie (EUR)	2,08	2,15	2,44
Kurs/Gewinn	30,3	33,8	29,8
Dividende je Aktie (EUR)	0,88	0,92	1,00
Div.- Rendite	1,4%	1,3%	1,4%
Kurs/Umsatz	2,7	3,0	2,8
Kurs/Op. Ergebnis	18,9	22,2	19,9
Kurs/Cashflow	35,6	43,1	38,1
Kurs/Buchwert	4,6	4,9	4,4



<b>Performance</b>	<b>3M</b>	<b>6M</b>	<b>12M</b>
Absolut	-5,5%	2,7%	2,9%
Relativ z. MDAX	3,4%	12,9%	14,5%

**Erstempfehlung** 14.04.2014

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

## Anlass

Zahlen für das dritte Quartal 2018

## Einschätzung

Während sich der Umsatz im dritten Quartal (Q3) 2018 im Rahmen unserer Prognose bewegte, blieb die Ergebnisentwicklung (EBITDA, EBIT) hinter unseren Erwartungen zurück. Das organische Wachstum beläuft sich nach wie vor auf einem sehr ordentlichen Niveau (Q3 2018: +9%; Q1-Q3: +9% y/y; liegt über dem Mittelfristziel (CAGR: 5% bis 7%)). Dagegen bewegt sich die Marge (Q3 2018: 19,6%; Q1-Q3 2018: 20,0%) im unteren Bereich der Mittelfrist-Guidance (19%-22%). Entgegen unserer bisherigen Erwartung, konnten die Kostensteigerung (Rohstoffpreise) nicht vollständig über Preiserhöhungen weitergegeben werden. Der Umsatzausblick für das Geschäftsjahr 2018 wurde erneut erhöht (organisches Wachstum: >+8% (bisher: >+7%) y/y) und übertrifft das Marktwachstum deutlich. Das Margenziel (rund 20%) wurde bestätigt. Wir sehen Symrise hier auf Kurs. Wir haben unsere Prognosen gesenkt (u.a. EpS 2018e: 2,15 (alt: 2,22) Euro; EpS 2019e: 2,44 (alt: 2,54) Euro). Die Konjunktur-Frühindikatoren signalisieren eine Wachstumsverlangsamung. In Erwartung, dass Symrise die Mittelfristziele erreicht, lautet unser Votum weiterhin Halten (Kursziel: 73,00 (alt: 82,00) Euro (Discounted-Cashflow-Modell)).

Sven Diermeier (Senior Analyst)

## SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> <li>- führende Marktposition in einzelnen Segmenten</li> <li>- gute produktseitige und regionale Diversifikation</li> <li>- vergleichsweise hohe Präsenz in Schwellenländern</li> <li>- gute Positionierung bei Großkunden</li> <li>- hohe Markteintrittsbarrieren</li> <li>- hohes Margenniveau</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Abhängigkeit von Rohstoffpreisen</li> <li>- Skaleneffekte sind wichtig für Profitabilität</li> <li>- zunehmender Wettbewerbsdruck</li> </ul>
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Ausbau der Präsenz in Wachstumsmärkten</li> <li>- Rückwärtsintegration bei Schlüsselrohstoffen</li> <li>- Effizienzsteigerungsmaßnahmen</li> <li>- Wachstumsimpulse durch gezielte Akquisitionen</li> <li>- steigende Ansprüche der Endverbraucher</li> <li>- neue innovative Premiumprodukte</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Konsolidierungen bei Kunden und Zulieferern</li> <li>- gestiegene Rohstoffpreise können nicht immer weitergegeben werden</li> <li>- negative Wechselkurseffekte (insb. USD)</li> <li>- Produktrisiken (insb. Gesundheitsauswirkungen)</li> </ul>

Quelle: NATIONAL-BANK AG

## Rechtliche Hinweise: WICHTIGE INFORMATION: BITTE LESEN !

Die in dieser Ausgabe enthaltenen Angaben, verwendeten Zahlen und Informationen beruhen auf eigener Kenntnis und/oder dritten Quellen (Bloomberg, Thomson Reuters, Unternehmen, Börsen-Zeitung, Frankfurter Allgemeine Zeitung, Handelsblatt, Finanz und Wirtschaft, Wall Street Journal, Financial Times, Dow Jones Newswires, dpa-afx, IWF, OECD, Eurostat, Statistisches Bundesamt) die wir hinsichtlich der Recherche und Prüfung für verlässlich halten. Die Gewähr für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität der Angaben können wir nicht übernehmen. Diese Ausgabe stellt keine Anlageberatung dar, sondern dient ausschließlich dem Zweck, eine Hilfe für die eigene und 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).