

Marktdaten im Überblick	2
Unternehmenskommentare	3
Bayer	3
Glencore	4
Rechtliche Hinweise	5



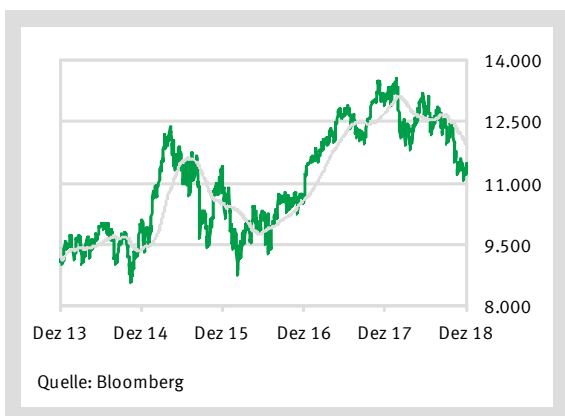
Marktdaten im Überblick

	Schlusskurs	Vortag	Änderung
Deutschland			
DAX	11.200	11.335	-1,2%
MDAX	23.176	23.392	-0,9%
TecDAX	2.575	2.618	-1,7%
Bund-Future	161,99	162,09	-0,1%
10J Bund in %	0,2770	0,2630	5,3%
3M Zins in %	-0,6650	-0,6570	1,2%
Europa			
EuroStoxx 50	3.150	3.189	-1,2%
FTSE 100	6.922	7.023	-1,4%
SMI	8.940	9.085	-1,6%
Welt			
DOW JONES	25.027	25.826	-3,1%
S&P 500	2.700	2.790	-3,2%
NASDAQ COMPOSITE	7.158	7.442	-3,8%
NIKKEI 225	21.919	22.036	-0,5%
TOPIX	1.640	1.649	-0,5%
Rohstoffe / Devisen			
EUR in USD	1,1344	1,1343	0,0%
Gold (USD je Feinunze)	1.235,90	1.240,30	-0,4%
Brent-Öl (USD je Barrel)	61,56	62,08	-0,8%

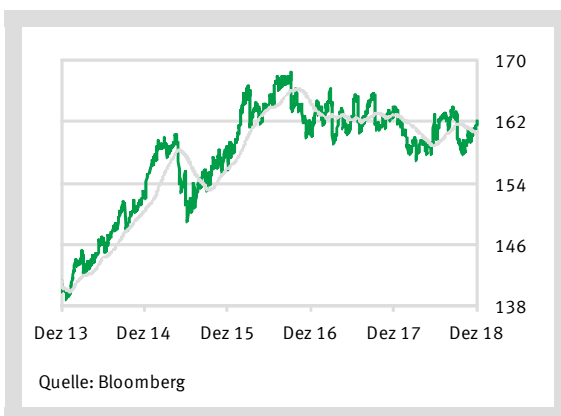
Quelle: Bloomberg

Hinweis: Die Indexstände von DOW JONES, S&P 500 und NASDAQ COMPOSITE beziehen sich auf die Handelstage vom 04.12. und 03.12. (kein Handel am 05.12.)

DAX (Kurs und gleitender 90 Tage-Durchschnitt)



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



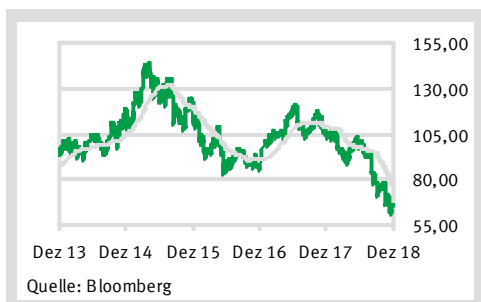
Unternehmenskommentare

Bayer

Halten (Halten)

Kurs am 05.12.18 um 17:35h	65,61EUR
Erstellung abgeschlossen	06.12.2018 / 10:30h
Erstmals weitergegeben	06.12.2018 / 12:30h
Kursziel	69,00 EUR
Marktkapitalisierung	64,31 Mrd. EUR
Branche	Gesundheit
Land	Deutschland
WKN	BAY001
Reuters	BAYGn.DE

Kennzahlen	12/17	12/18e	12/19e
Ergebnis je Aktie (EUR)	8,41	3,76	5,10
Kurs/Gewinn	13,1	17,4	12,9
Dividende je Aktie (EUR)	2,80	2,80	2,85
Div.-Rendite	2,5%	4,3%	4,3%
Kurs/Umsatz	2,7	1,6	1,4
Kurs/Op. Ergebnis	16,2	10,9	7,9
Kurs/Cashflow	12,6	3,5	4,0
Kurs/Buchwert	2,6	1,3	1,3



Performance	3M	6M	12M
Absolut	-12,4%	-34,0%	-36,4%
Relativ z. DAX30	-6,1%	-21,3%	-20,2%

Erstempfehlung 20.02.2009

Historie der Umstufungen (12 Monate):

Anlass

Kapitalmarkttag

Einschätzung

Im Fokus des Kapitalmarkttags (05.12.) standen die mittelfristigen Finanzziele, nachdem Bayer vor einigen Tagen die Fortsetzung des Konzernumbaus angekündigt hatte (siehe Kommentierung vom 30.11.). Bayer strebt bis 2022e ein durchschnittliches, jährliches Wachstum des Umsatzes um 4% bis 5% auf ca. 52 (Guidance 2019e: rd. 46) Mrd. Euro, des bereinigten EBITDA um 9% auf etwa 16 (Guidance 2019e: ca. 12,2) Mrd. Euro und des bereinigten EpS um 10% auf ca. 10,00 (Guidance 2019e: rd. 6,80) Euro an. Der Blick auf die Segmentziele zeigt, dass das mit Risiken behaftete Segment CropScience (Stichwort Glyphosat; angestrebte bereinigte EBITDA-Marge 2022e: 30% (Guidance 2019e: 25%)) an Bedeutung gewinnen dürfte (bereinigte EBITDA-Marge 2022e: Pharmaceuticals: 35% (Guidance 2019e: 34%); Consumer Health: 24% (Guidance 2019e: 21%)). Als richtig erachten wir die hohen Investitionen im Zeitraum 2019e bis 2022e von 35 Mrd. Euro, denn Bayer hat die erwarteten Spitzenumsätze seiner fünf am weitesten fortgeschrittenen Medikamente auf 3,75 (zuvor: 6,0) Mrd. Euro revidiert. Zudem stellte Bayer steigende Dividenden und Aktienrückkäufe in Aussicht. Der angestrebte kumulierte freie Cashflow (ohne Verkaufserlöse) von 2019e bis 2022e von 23 Mrd. Euro impliziert bei einer angestrebten Reduzierung der Nettoverschuldung auf 26 bis 28 (Guidance Ende 2018e: 36) Mrd. Euro ein Ausschüttungspotenzial von 13 bis 15 Mrd. Euro bzw. durchschnittlich 3,30 bis 3,80 (unsere Dividendenprognose für 2018e: 2,80) Euro je Aktie. Unter Berücksichtigung der Gemengelage lautet unser Votum für die Aktie weiterhin Halten (Kursziel: unverändert 69,00 Euro (Discounted-Cashflow-Modell, Risikoabschlag wegen Glyphosat: unverändert 10%)).

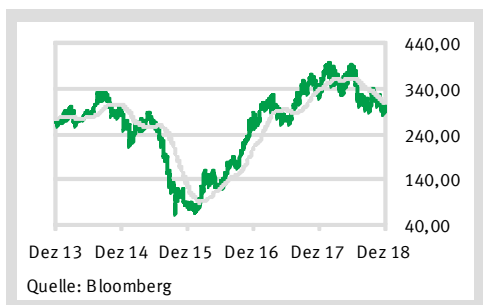
Stefan Röhle (Senior Analyst); Sven Diermeier (Senior Analyst)

Glencore

Halten (Halten)

Kurs am 05.12.18 um 17:39h	285,50 GBp
Erstellung abgeschlossen	06.12.2018 / 10:30h
Erstmals weitergegeben	06.12.2018 / 12:30h
Kursziel	320,00 GBp
Marktkapitalisierung	40,16 Mrd. GBP
Branche	Rohstoffe
Land	Schweiz
WKN	A1JAGV
Reuters	GLEN.L

Kennzahlen	12/17	12/18e	12/19e
Ergebnis je Aktie (USD)	0,41	0,39	0,44
Kurs/Gewinn	10,4	9,2	8,3
Dividende je Aktie (USD)	0,20	0,20	0,20
Div.-Rendite	4,7%	5,5%	5,5%
Kurs/Umsatz	0,3	0,2	0,2
Kurs/Op. Ergebnis	7,2	6,0	5,7
Kurs/Cashflow	12,5	6,6	4,9
Kurs/Buchwert	1,2	1,0	0,9



Performance	3M	6M	12M
Absolut	-6,1%	-26,9%	-11,4%
Relativ z. Stoxx Europe 50	-3,8%	-21,3%	-3,2%

Erstempfehlung 01.06.2017

Historie der Umstufungen (12 Monate):

Anlass

Investoren-Update

Einschätzung

Das Investoren-Update konnte uns zum Großteil nicht überzeugen. Die Produktionsziele für 2018 wurden überwiegend konkretisiert (Ausnahme: für Nickel gesenkt). Für die beiden Folgejahre ergibt sich kein einheitliches Bild (überwiegend angepasst, z.B. für Kupfer, Kobalt, Nickel gesenkt, aber für Zink, Blei, Kohle erhöht). Die Kostenziele für 2018 wurden bestätigt. Bei den wichtigsten beiden Rohstoffen des Konzerns (Kupfer, Kohle) soll sich die Marge (Preis vs. Kosten je Einheit) in 2019 etwa auf Vorjahresniveau bewegen (aber Verschlechterungen bei Zink, Nickel). Die Guidance für die Marketing-Aktivitäten in 2018 wurde gesenkt (bereinigtes EBIT: 2,6-2,8 (bisher: 2,7-3,2) Mrd. USD). Für 2019 stellt Glencore hier einen Wert in der Mitte der Langfrist-Guidance (2,2-3,2 Mrd. USD) in Aussicht. Die Investitionen werden in 2019 (5,0 (zuvor: 4,7) Mrd. USD) und 2020 (4,9 (zuvor: 4,0) Mrd. USD) höher ausfallen als bisher budgetiert (2018: unverändert 4,8 Mrd. USD; 2021 (erstmalig): 4,4 Mrd. USD). Auf Basis der Rohstoffpreise von Ende November 2018 (u.a. Kupfer: 6.200 USD je Tonne) sowie der Kostenprojektionen sieht Glencore für 2019 ein bereinigtes EBITDA von 17,1 Mrd. USD sowie einen freien Cashflow von ca. 7,5 Mrd. USD. Über den Zyklus hinweg will der Konzern einen freien Cashflow von 5 bis 10 Mrd. USD erwirtschaften. Unsere konservativen Prognosen behalten wir bei (u.a. berichtetes EpS 2018e: 0,39 USD; bereinigtes EpS 2018e: 0,43 USD; bereinigtes/berichtetes EpS 2019e: 0,44 USD). Unter Berücksichtigung der Gemengelage (rohstoffseitig für die Zukunftsthemen überdurchschnittlich vorteilhaft aufgestellt, Aktienrückkäufe, Konjunktunsicherheiten, US-Justiz ermittelt wegen möglicher Verstöße gegen Anti-Korruptions- und Geldwäschegesetze) lautet unser Votum für die Glencore-Aktie nach wie vor Halten (Kursziel: 320,00 (alt: 330,00) GBp (Discounted-Cashflow-Modell; nach wie vor Risikoabschlag von 10% wegen juristischer Risiken)).

Sven Diermeier (Senior Analyst)

Rechtliche Hinweise: WICHTIGE INFORMATION: BITTE LESEN !

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

Aufsichtsbehörde:

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

Mögliche Interessenkonflikte:

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

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

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

Zusammenfassung der Bewertungsgrundlagen

Zur Unternehmensbewertung werden gängige und anerkannte Bewertungsmethoden (u.a. Discounted-Cash-Flow-Methode (DCF-Methode), Peer-Group-Analyse) verwandt. In der DCF-Methode wird der Ertragswert der Emittenten berechnet, der die Summe der abgezinsten Unternehmenseerfolge, d.h. des Barwertes der zukünftigen Nettoausschüttungen des Emittenten, darstellt. Der Ertragswert wird somit durch die erwarteten künftigen Unternehmenseerfolge und durch den angewandten Kapitalisierungszinsfuß bestimmt. In der Peer-Group-Analyse werden an der Börse notierte Emittenten durch den Vergleich von Verhältniskennzahlen (z.B. Kurs-/Gewinnverhältnis, Kurs-/Buchwert-Verhältnis, Enterprise Value/Umsatz, Enterprise Value/EBITDA, Enterprise Value/EBIT) bewertet. Die Vergleichbarkeit der Verhältniskennzahlen wird in erster Linie durch die Geschäftstätigkeit und die wirtschaftlichen Aussichten bestimmt. Bei der Einstufung von Anlageempfehlungen stellen die Analysten die von ihnen erwartete Wertentwicklung innerhalb des folgenden 6-12-Monatszeitraums ihrer Einschätzung der gesamten erwarteten Kursentwicklung auf dem jeweiligen Markt gegenüber. Dabei fließt das vorstehend Beschriebene und ganz allgemein ihre Sicht der künftigen Markt- und Konjunktorentwicklung in die Bewertung ein. Innerhalb dieses allgemeinen Rahmens bedeutet die Einstufung "Kaufen", dass die erwartete Wertentwicklung des Gegenstands der Anlageempfehlung über dem Kursverlauf des Marktes liegt. "Halten" bedeutet, dass die erwartete Wertentwicklung des Gegenstands der Anlageempfehlung im Marktdurchschnitt liegt. "Verkaufen" bedeutet, dass die erwartete Wertentwicklung des Gegenstands der Anlageempfehlung unter dem Kursverlauf des Marktes liegt.

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

https://www.national-bank.de/fileadmin/user_upload/nationalbank/Vermögensmanagement/Research/Verordnung_2016-958.pdf

sowie eine Übersicht der Empfehlungen unter

https://www.national-bank.de/fileadmin/user_upload/nationalbank/Vermögensmanagement/Research/Uebersicht_Empfehlungen.pdf.

Sensitivität der Bewertungsparameter

Die der Unternehmensbewertung zugrunde liegenden Zahlen aus der Gewinn- und Verlustrechnung, Kapitalabflussberechnung und Bilanz sind datumsbezogene Schätzungen und somit mit Risiken behaftet. Diese können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern.

Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode besteht ein deutliches Risiko, dass das Kursziel nicht innerhalb des erwarteten Zeitrahmens erreicht wird. Zu den Risiken gehören unvorhergesehene Änderungen im Hinblick auf den Wettbewerbsdruck oder bei der Nachfrage nach den Produkten eines Emittenten. Solche Nachfrageschwankungen können sich durch Veränderungen technologischer Art, der gesamtkonjunkturellen Aktivität oder in einigen Fällen durch Änderungen bei gesellschaftlichen Wertvorstellungen ergeben. Veränderungen im Steuerrecht, beim Wechselkurs und, in bestimmten Branchen, auch bei Regulierungen können sich gleichfalls auf die Bewertung auswirken. Diese Erörterung von Bewertungsmethoden und Risikofaktoren erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit.

Zeitliche Bedingungen vorgesehener Aktualisierungen:

Es existiert keine zeitliche Bedingung für die Aktualisierungen einer Anlageempfehlung, da diese laufend überprüft wird. Ein Datum oder eine Frequenz für eine Aktualisierung der Anlageempfehlungen kann daher nicht angegeben werden. Falls eine zeitliche Bedingung vorgesehener Aktualisierungen einer Anlageempfehlung existiert bzw. eine Änderung bereits angekündigter derartiger Bedingungen eintritt, so wird dies in der Anlageempfehlung genannt.

Beschreibung der organisatorischen internen Regelungen zur Vermeidung von Interessenkonflikten und eine Angabe zur Vergütungspolitik

Die Informationen können auf der Homepage der NATIONAL-BANK AG abgerufen werden:

https://www.national-bank.de/fileadmin/user_upload/nationalbank/Vermögensmanagement/Research/Verordnung_2016-958.pdf.