

Marktdaten im Überblick	2
Unternehmenskommentare	3
Altria Group	3
AT&T	9
BP	15
GlaxoSmithKline	21
Leoni	27
Total	29
TUI	35
UniCredit	36
Rechtliche Hinweise	41



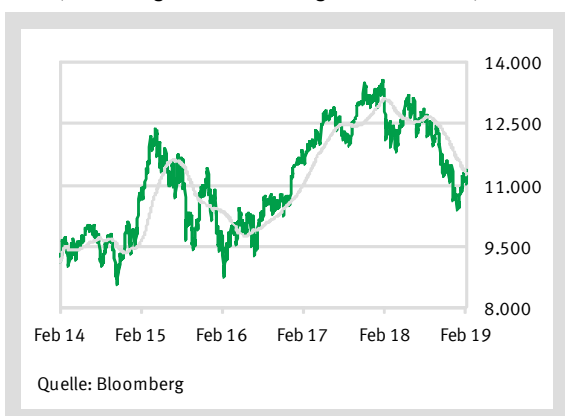
Marktdaten im Überblick

	07.02.2019	06.02.2019	Änderung
Deutschland			
DAX	11.022	11.325	-2,7%
MDAX	23.490	24.115	-2,6%
TecDAX	2.535	2.622	-3,3%
Bund-Future	166,36	165,51	0,5%
10J Bund in %	0,1150	0,1620	-0,0470 PP
3M Zins in %	-0,4990	-0,5150	0,0160 PP
Europa			
EuroStoxx 50	3.151	3.213	-1,9%
FTSE 100	7.094	7.173	-1,1%
SMI	9.036	9.143	-1,2%
Welt			
DOW JONES	25.170	25.390	-0,9%
S&P 500	2.706	2.732	-0,9%
NASDAQ COMPOSITE	7.288	7.375	-1,2%
NIKKEI 225	20.751	20.874	-0,6%
TOPIX	1.569	1.582	-0,8%
Rohstoffe / Devisen			
EUR in USD	1,1341	1,1362	-0,2%
Gold (USD je Feinunze)	1.310,00	1.312,40	-0,2%
Brent-Öl (USD je Barrel)	61,63	62,69	-1,7%

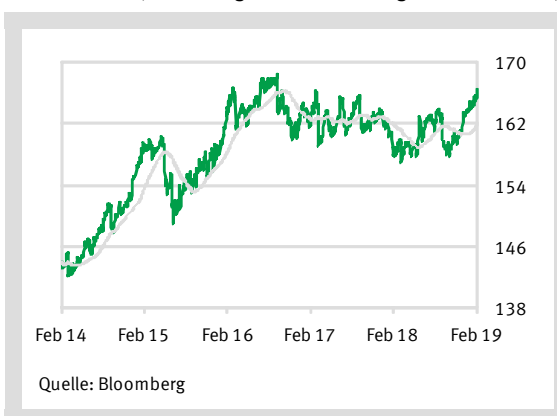
Quelle: Bloomberg

PP: Prozentpunkte

DAX (Kurs und gleitender 90 Tage-Durchschnitt)



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



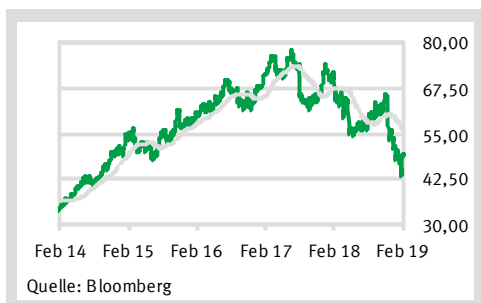
Unternehmenskommentare

Altria Group

Verkaufen (Verkaufen)

Kurs am 07.02.19 um 21:59h	48,72 USD
Erstellung abgeschlossen	08.02.2019 / 12:50h
Erstmals weitergegeben	08.02.2019 / 14:50h
Kursziel	-
Marktkapitalisierung	91,31Mrd. USD
Branche	Konsum
Land	USA
WKN	200417
Reuters	MO.N

Kennzahlen	12/18	12/19e	12/20e
Ergebnis je Aktie (USD)	3,69	4,17	4,37
Kurs/Gewinn	16,3	11,7	11,1
Dividende je Aktie (USD)	3,00	3,30	3,46
Div.- Rendite	5,0%	6,8%	7,1%
Kurs/Umsatz	5,8	4,6	4,6
Kurs/Op. Ergebnis	12,5	8,9	8,6
Kurs/Cashflow	13,6	14,5	11,2
Kurs/Buchwert	7,7	5,7	5,3



Performance	3M	6M	12M
Absolut	-25,5%	-16,9%	-23,9%
Relativ z. S&P 500	-21,9%	-11,6%	-28,8%

Erstempfehlung 30.04.2014

Historie der Umstufungen (12 Monate):

21.12.2018 Von Halten auf Verkaufen

Anlass

Zahlen zum vierten Quartal 2018

Einschätzung

Die Q4-Zahlen fielen ergebnisseitig enttäuschend (u.a. bereinigtes operatives Ergebnis: -12,8% auf 2,08 (unsere Prognose: 2,22 Mrd. USD) aus. Umsatzeitig lagen sie dagegen im Rahmen der Erwartungen (Nettoumsatz: +1,5% y/y auf 4,79 Mrd. USD; unsere Prognose: 4,75 Mrd. USD). Für 2019 hat das Unternehmen den Ausblick gesenkt und erwartet nun einen Anstieg des bereinigten EpS um 4% bis 7% y/y auf 4,15 bis 4,27 (Gj. 2018: 3,99) USD (zuvor: leicht unterhalb der langfristigen Zielsetzung von +7% bis +9% y/y). Die Ausschüttungspolitik (rund 80% des bereinigten EpS soll als Dividende an die Aktionäre ausgeschüttet werden) wurde bestätigt. Des Weiteren rechnet das Unternehmen für den US-Zigarettenmarkt mit einem Absatzrückgang von 3,5% bis 5% (2018 laut Unternehmen: 5,5%). Wir passen unsere Prognosen für 2019 (u.a. EpS berichtet: 4,17 (alt: 4,22) USD; EpS bereinigt: 4,19 (alt: 4,25) USD; DpS unverändert: 3,30 USD) mehrheitlich an. Für 2020 prognostizieren wir erstmals ein EpS (berichtet/bereinigt) von 4,37 USD sowie ein DpS von 3,46 USD. Die rückläufige Absatzentwicklung bei Zigaretten, die zunehmenden staatlichen Restriktionen in den USA sowie der deutliche Anstieg der Verschuldung sollten u.E. die Kursentwicklung der Altria-Aktie weiter belasten. Wir bestätigen unser Verkaufen-Votum für die Altria-Aktie.

Lars Lusebrink (Analyst)

Highlights

- Die Q4-Zahlen fielen ergebnisseitig enttäuschend, während sie umsatzseitig im Rahmen der Erwartungen lagen.
- Den Ausblick für 2019 für das bereinigte EpS hat Altria gesenkt (Anstieg um 4% bis 7% (zuvor: Anstieg leicht unter der langfristigen Zielsetzung (+7% bis +9%)).

Geschäftsentwicklung

Der Nettoumsatz (Umsatz ohne Verbrauchssteuern) stieg in Q4 2018 leicht um 1,5% (Q3 2018: +3,3%) auf 4,79 (Vj.: 4,71; unsere Prognose: 4,75) Mrd. USD. Verantwortlich dafür war das Segment Rauchwaren mit einem Umsatzzuwachs von 1,9% (Q3 2018: +2,7%) auf 4,01 (Vj.: 3,94) Mrd. USD. Das Segment profitierte dabei von Preiserhöhungen und geringeren Marketingaufwendungen, die größtenteils durch einen Absatzzrückgang von 4,3% (Zigaretten: -4,4%; Zigarren: +2,9%; Q3 2018: +3,5%) y/y kompensiert wurden. Der Marktanteil der Zigaretten von Altria am US-Einzelhandel sank auf 49,8% (Vj.: 50,4%), wobei vor allem die Discount-Marken betroffen waren. Das Segment Weine musste einen deutlichen Umsatzrückgang von 10,5% auf 196 (Vj.: 219) Mio. USD hinnehmen, bedingt durch einen rückläufigen Absatz der durch einen verbesserten Produktmix nur teilweise kompensiert werden konnte. Das bereinigte operative Ergebnis (Konzern) verringerte sich deutlich um 12,1% auf 2,08 (Vj.: 2,36; unsere Prognose: 2,22) Mrd. USD. Die bereinigte operative Marge sank entsprechend auf 43,4% (Vj.: 50,2%). Ursächlich dafür war das Segment Übrige (Finanzprodukte und innovative Tabakprodukte) mit einem operativen Verlust von 300 (Vj.: -20) Mio. USD, bedingt vor allem durch Wertberichtigungen (287 (Vj.: 0) Mio. USD). Das Nettoergebnis (Konzern) brach vor allem steuerbedingt (459 Mio. USD; im Vorjahr Steuerrückzahlung wegen der US-Steuerreform von 2,78 Mrd. USD erhalten) sowie auf Grund höherer Wertberichtigungen (381 (Vj.: 8) Mio. USD) um 74,8% auf 1,25 (Vj.: 4,97; unsere Prognose: 1,74) Mrd. USD bzw. verwässert 0,66 (Vj.: 2,60; unsere Prognose: 0,72) USD je Aktie. Das bereinigte EpS stieg dagegen um 4,4% auf 0,95 (Vj.: 0,91; unsere Prognose: 0,98; Marktkonsens: 0,95) USD.

Altria Group	Nettoumsatz		Veränderung gg. Vj.	Nettoumsatz		Veränderung gg. Vj.
	Q4 2017	Q4 2018		Gj. 2017	Gj. 2018	
	in Mio. USD			in Mio. USD		
Rauchwaren	3.935	4.011	1,9%	16.709	16.712	0,0%
Rauchfreie Produkte	542	541	-0,2%	2.023	2.131	5,3%
Weine	219	196	-10,5%	675	670	-0,7%
Übrige	18	38	>100%	87	114	31,0%
Konzern	4.714	4.786	1,5%	19.494	19.627	0,7%

Quelle: Altria Group, NATIONAL-BANK AG

Im Geschäftsjahr 2018 legte der Nettoumsatz um 0,7% auf 19,63 (Vj.: 19,49) Mrd. USD zu. Das bereinigte operative Ergebnis sank um 3,8% auf 9,60 (Vj.: 9,98) Mrd. USD, während das bereinigte EpS vor allem steuerbedingt um 17,7% auf 3,99 (Vj.: 3,39) USD zulegen konnte und damit die Unternehmenszielsetzung (3,95 bis 4,03 USD) erreicht hat. Der Verschuldungsgrad Nettofinanzverschuldung/EBITDA hat sich insbesondere durch den Erwerb eines Anteils von 35% für 12,8 Mrd. USD am E-Zigarettenhersteller JUUL Labs zum 31.12.2018 deutlich auf 2,5 (30.09.2018: 1,3; 30.06.2018: 1,3; 31.12.2017: 1,2) erhöht.

Altria Group	Operatives Ergebnis*		Veränderung gg. Vj.	Operatives Ergebnis*		Veränderung gg. Vj.
	Q4 2017	Q4 2018		Gj. 2017	Gj. 2018	
	in Mio. USD			in Mio. USD		
Rauchwaren	1.952	1.987	1,8%	8.521	8.449	-0,8%
Bereinigte operative Marge	49,6%	49,5%	-0,1 PP	51,0%	50,6%	-0,4 PP
Rauchfreie Produkte	369	360	-2,4%	1.362	1.464	7,5%
Bereinigte operative Marge	68,1%	66,5%	-1,5 PP	67,3%	68,7%	1,4 PP
Weine	64	31	-51,6%	146	104	-28,8%
Bereinigte operative Marge	29,2%	15,8%	-13,4 PP	21,6%	15,5%	-6,1 PP
Übrige	-20	-300	-	-51	-421	-
Konzern	2.365	2.078	-12,1%	9.978	9.596	-3,8%
Bereinigte operative Marge	50,2%	43,4%	-6,8 PP	51,2%	48,9%	-2,3 PP

Quelle: Altria Group, NATIONAL-BANK AG *bereinigt; PP: Prozentpunkte

Perspektiven

Altria hat im Geschäftsjahr 2018 27,9 Mio. eigene Aktien für rund 1,67 Mrd. USD erworben. Damit verbleibt im Rahmen des laufenden Aktienrückkaufprogramms (Volumen: 2 Mrd. USD; Laufzeit bis Ende Juni 2019) noch ein Volumen von 345 Mio. USD. Zudem hat Altria in 2018 rund 5,4 Mrd. USD an Dividenden gezahlt (Gesamtjahresdividende: 3,00 USD). Die Ausschüttungspolitik (rund 80% des bereinigten EpS soll als Dividende an die Aktionäre ausgeschüttet werden) wurde bestätigt. Für 2019 hat das Unternehmen den Ausblick gesenkt und erwartet nun einen Anstieg des bereinigten EpS um 4% bis 7% auf 4,15 bis 4,27 (zuvor: leicht unterhalb der langfristigen Zielsetzung (+7% bis +9% y/y); Vj.: 3,99; unsere bisherige Prognose: 4,25; Marktkonsens: 4,24) USD. Dabei erwartet Altria, dass das EpS-Wachstum erst in den letzten drei Quartal anfällt. Des Weiteren rechnet das Unternehmen für den US-Zigarettenmarkt mit einem Absatzzrückgang von 3,5% bis 5% (2018 laut Unternehmen: 5,5%). Die effektive Steuerquote sieht Altria bei 23,5% bis 24,5% und die Investitionen bei 225 bis 275 Mio. USD und die Abschreibungen bei rund 240 Mio. USD.

Durch die im Dezember 2018 bekannt gegebenen Transaktionen (geplanter Erwerb einer Beteiligung von 45% am kanadischen Cannabis-Produzenten Cronos Group für 1,8 Mrd. USD; Erwerb einer Beteiligung von 35% am US-E-Zigarettenhersteller Juul Labs für 12,8 Mrd. USD) hat sich das Risikoprofil der Altria-Aktie (deutlicher Aufbau von Goodwill; Ratingherabstufungen im Dezember 2018) deutlich verschlechtert. Dies dokumentiert sich aus unserer Sicht auch in einer deutlichen Zunahme der Verschuldung (Verschuldungsquote Nettofinanzverschuldung/EBITDA zum 31.12.2018: 2,5; 30.09.2018: 1,3). Damit hat sich aus unserer Sicht mittel- und langfristig auch das Risiko für die Beibehaltung der u.E. attraktiven Ausschüttungspolitik des Unternehmens, dem wichtigsten Kurstreiber für die Altria-Aktie, erhöht. Die Beteiligung an JUUL Labs sehen wir skeptisch (siehe unsere Kommentierung vom 21.12.2018), auch wenn das Unternehmen für 2018 einen deutlichen Umsatzanstieg (1,0 (Vj.: 0,2) Mrd. USD) verzeichnete. Sie zeigt u.E auch das mangelnde Vertrauen von Altria in die Attraktivität der eigenen Produktpalette bei NGP-Produkten (Produkte der nächsten Generation (E-Zigaretten, Tabak-Heizprodukte)). Die Altria-Aktie bewegte sich in den letzten Wochen seitwärts (1 Monat: -1%). Wir passen unsere Prognosen für 2019 (u.a. EpS berichtet: 4,17 (alt: 4,22) USD; EpS bereinigt: 4,19 (alt: 4,25) USD; DpS unverändert: 3,30 USD) mehrheitlich an. Für 2020 prognostizieren wir erstmals ein EpS (berichtet/bereinigt) von 4,37 USD sowie ein DpS von 3,46 USD. Die rückläufige Absatzentwicklung bei Zigaretten, die zunehmenden staatlichen Restriktionen in den USA sowie der deutliche Anstieg der Verschuldung sollten die Kursentwicklung der Altria-Aktie weiter belasten. Wir bestätigen unser Verkaufen-Votum für die Altria-Aktie.

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> - attraktive Ausschüttungspolitik/Aktienrückkäufe (hohe Dividendenrendite, sehr hohe Ausschüttungsquote) - herausragende Marktposition im US-Zigarettenmarkt - bekannte Markennamen (u.a. Marlboro, Benson & Hedges, Copenhagen) - striktes und erfolgreiches Kostenmanagement 	<ul style="list-style-type: none"> - produktseitig geringe Diversifizierung (große Abhängigkeit von der Entwicklung des Segments Rauchwaren) - geringe regionale Diversifizierung (große Abhängigkeit vom US-Markt) - Absatzrückgang bei Premium-Zigaretten
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> - weiteres Kostensenkungspotenzial - Produktinnovationen in Kooperation mit Philip Morris International - Diversifikation der Produktpalette (z.B. Rauchfreie Produkte) - Übernahmen von Cronos und JUUL Labs 	<ul style="list-style-type: none"> - mögliche Schadensersatzklagen in den USA - zunehmender Konkurrenzdruck durch Billigmarken im Bereich Zigaretten - weitere Anhebung der Verbrauchssteuern könnte die Nachfrage nach Zigaretten dämpfen - weitere Restriktionen in den USA (Ausweitung der Anti-Raucher-Kampagnen, Ausweitung der Rauchverbote) - Paradigmenwechsel der FDA bei Nikotingehalt - deutlicher Aufbau von Goodwill - deutlicher Anstieg der Verschuldung

Quelle: NATIONAL-BANK AG

Altria Group: Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. USD (außer Ergebnis je Aktie und Dividende je Aktie)	2016	2017	2018	2019e	2020e
Umsatz	19.337	19.494	19.627	19.823	20.022
Rohertrag/Bruttoergebnis	11.591	11.951	12.354	12.608	12.814
EBITDA	8.962	9.765	9.342	10.490	10.866
Abschreibungen	-200	-209	-227	-240	-255
EBIT	8.762	9.556	9.115	10.250	10.611
Finanzergebnis	13.090	272	226	-70	-30
EBT	21.852	9.828	9.341	10.180	10.581
Steuern	-7.608	399	-2.374	-2.392	-2.487
Ergebnis nach Steuern	14.244	10.227	6.967	7.788	8.095
Minderheitenanteile	-5	-5	-4	-10	-30
Nettoergebnis	14.239	10.222	6.963	7.778	8.065
Anzahl Aktien (Mio. St.)	1.956	1.921	1.888	1.867	1.845
Ergebnis je Aktie	7,28	5,31	3,69	4,17	4,37
Dividende je Aktie	2,35	2,54	3,00	3,30	3,46
in % vom Umsatz					
Umsatz	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Rohertrag/Bruttoergebnis	59,9%	61,3%	62,9%	63,6%	64,0%
EBITDA	46,3%	50,1%	47,6%	52,9%	54,3%
Abschreibungen	1,0%	1,1%	1,2%	1,2%	1,3%
EBIT	45,3%	49,0%	46,4%	51,7%	53,0%
EBT	113,0%	50,4%	47,6%	51,4%	52,9%
Steuern	39,3%	-2,0%	12,1%	12,1%	12,4%
Ergebnis nach Steuern	73,7%	52,5%	35,5%	39,3%	40,4%
Nettoergebnis	73,6%	52,4%	35,5%	39,2%	40,3%

Quelle: NATIONAL-BANK AG; Altria Group

Altria Group: Bilanz- und Kapitalflussdaten

in Mio. USD	2016	2017	2018	2019e	2020e
Bilanzsumme	45.932	43.202	55.638	55.339	55.810
Anlagevermögen	38.672	38.858	51.339	51.349	51.364
Geschäfts- und Firmenwert	5.285	5.307	5.196	5.196	5.196
Vorräte	2.051	2.225	2.331	2.240	2.262
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	151	142	142	130	133
Liquide Mittel	4.569	1.253	1.333	1.010	1.370
Eigenkapital	12.773	15.380	14.789	15.913	16.846
Verzinsliches Fremdkapital	13.881	13.894	25.746	26.070	25.861
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	425	374	399	456	460
Summe Fremdkapital	33.159	27.822	40.849	39.426	38.963
Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit	3.821	4.901	8.391	6.267	8.000
Cashflow aus Investitionstätigkeit	3.708	-467	-12.988	-250	-270
Free Cashflow	7.529	4.434	-4.597	6.017	7.730
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	-5.329	-7.771	4.716	-6.340	-7.370
Summe der Cashflows	2.200	-3.337	119	-323	360

Quelle: NATIONAL-BANK AG; Altria Group

Altria Group: Wichtige Kennzahlen

	2016	2017	2018	2019e	2020e
EV / Umsatz	6,9	7,5	7,0	5,8	5,8
EV / EBITDA	15,0	15,0	14,8	11,0	10,6
EV / EBIT	15,3	15,4	15,2	11,3	10,9
KGV	8,8	13,1	16,3	11,7	11,1
KBV	9,8	8,7	7,7	5,7	5,3
KCV	32,7	27,4	13,6	14,5	11,2
KUV	6,5	6,9	5,8	4,6	4,6
Dividendenrendite	3,7%	3,6%	5,0%	6,8%	7,1%
Eigenkapitalrendite (ROE)	111,5%	66,5%	47,1%	48,9%	47,9%
ROCE	21,7%	23,4%	17,1%	19,2%	19,9%
ROI	31,0%	23,7%	12,5%	14,1%	14,5%
Eigenkapitalquote	27,8%	35,6%	26,6%	28,8%	30,2%
Anlagendeckungsgrad	33,0%	39,6%	28,8%	31,0%	32,8%
Anlagenintensität	84,2%	89,9%	92,3%	92,8%	92,0%
Vorräte / Umsatz	10,6%	11,4%	11,9%	11,3%	11,3%
Forderungen / Umsatz	0,8%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%
Working Capital-Quote	9,2%	10,2%	10,6%	9,7%	9,7%
Nettofinanzverschuldung (in Mio. USD)	9.312	12.641	24.413	25.060	24.491
Nettofinanzverschuldung / EBITDA	1,0	1,3	2,6	2,4	2,3
Capex / Umsatz	1,0%	1,0%	1,1%	1,3%	1,3%
Capex / Abschreibungen	94,5%	95,2%	99,1%	104,2%	105,9%
Free Cashflow / Umsatz	38,9%	22,7%	-23,4%	30,4%	38,6%
Free Cash Flow / Aktie (USD)	3,85	2,31	-2,43	3,22	4,19
Nettofinanzverschuldung / Aktie (USD)	4,76	6,58	12,93	13,42	13,27
Cash / Aktie (USD)	2,34	0,65	0,71	0,54	0,74
Buchwert / Aktie (USD)	6,53	8,01	7,83	8,52	9,13

Quelle: NATIONAL-BANK AG; Altria Group

AT&T

Halten (Halten)

Kurs am 07.02.19 um 21:59h 29,45 USD

Erstellung abgeschlossen 08.02.2019 / 12:50h

Erstmals weitergegeben 08.02.2019 / 14:50h

Kursziel 31,00 USD

Marktkapitalisierung 214,45 Mrd. USD

Branche Telekommunikation

Land USA

WKN A0HL9Z

Reuters T.N

Kennzahlen	12/18(e)	12/19e	12/20e
Ergebnis je Aktie (USD)	2,85	2,69	2,75
Kurs/Gewinn	11,7	11,0	10,7
Dividende je Aktie (USD)	2,01	2,05	2,09
Div.- Rendite	6,0%	7,0%	7,1%
Kurs/Umsatz	1,3	1,2	1,2
Kurs/Op. Ergebnis	8,7	7,1	6,9
Kurs/Cashflow	5,2	4,2	4,3
Kurs/Buchwert	1,2	1,1	1,1



Performance	3M	6M	12M
Absolut	-5,1%	-9,0%	-17,2%
Relativ z. S&P 500	-1,5%	-3,7%	-22,1%

Erstempfehlung 29.04.2014

Historie der Umstufungen (12 Monate):

Anlass

Zahlen für das vierte Quartal 2018

Einschätzung

Dank Time Warner konnte der Umsatz im vierten Quartal (Q4) 2018 erwartungsgemäß deutlich um 15,3% y/y zulegen. Ohne Time Warner wäre es jedoch zu einem Umsatzrückgang gekommen. Die Umsatz- und Ergebnisentwicklung in Q4 konnte aus unserer Sicht überwiegend überzeugen, war jedoch von ein paar Sondereffekten und der Time Warner-Integration verzerrt. Bei den Kundenkennzahlen fällt allerdings ein deutlicher Rückgang bei den Videoanschlüssen (Pay-TV) von -658 Tsd. q/q auf. Der Ausblick für 2019 bot keine Überraschungen (u.a. Anstieg des bereinigten EpS im niedrigen einstelligen Prozentbereich (unsere bisherige Prognose: +2,6% y/y; Marktkonsens: +2,3% y/y)). Wir haben unsere EpS-Prognosen für 2019 angepasst (u.a. berichtet: 2,69 (alt: 2,88) USD). Für 2020 prognostizieren wir erstmals u.a. ein EpS von 2,75 USD (berichtet). Bei einem moderat auf 31,00 (alt: 32,00) USD (Peer Group-Modell) reduzierten Kursziel bestätigen wir unser Halten-Votum. Durch die Übernahme von Time Warner haben sich die bereits sehr hohe Verschuldung (Rückgang von Quartal zu Quartal nur sehr gering) und der Goodwill sehr stark erhöht, was u.E. ein erhebliches Risiko für AT&T darstellt - vor allem angesichts der derzeit stark zunehmenden Unsicherheit in der Weltwirtschaft sowie den steigenden Kapitalmarktzinsen. Zudem ist die operative Geschäftsentwicklung u.E. verhalten. Demgegenüber steht jedoch eine vergleichsweise niedrige Bewertung der Aktie (bspw. KGV 2020e (bereinigt): 8,3; Median Vergleichsgruppe: 11,2).

Markus Friebe (Analyst)

Highlights

- Der Umsatz stieg in Q4 2018 auf Grund der Akquisition von Time Warner erwartungsgemäß deutlich um 15,2% y/y. Die Ergebnisentwicklung konnte mit Ausnahme des operativen Ergebnisses im Großen und Ganzen überzeugen. Bei den Kundenzahlen verzeichnete AT&T im Pay-TV einen deutlichen Rückgang.
- Für das Geschäftsjahr 2019 stellt AT&T u.a. einen Anstieg des bereinigten Gewinns je Aktie im niedrigen einstelligen Prozentbereich in Aussicht (unsere bisherige Prognose: +2,6% y/y; Marktkonsens: +2,3% y/y).

Geschäftsentwicklung

Der Umsatz stieg in Q4 2018 erwartungsgemäß deutlich um 15,2% auf 48,0 (Vj.: 41,7; unsere Prognose: 48,3; Marktkonsens: 48,5) Mrd. USD. Ursächlich für den deutlichen Erlösanstieg war allerdings ausschließlich die erstmalige Integration von Time Warner per 14.06.2018. Dagegen belastete wie auch in den Vorquartalen eine neue Rechnungslegungsvorschrift den Umsatz mit 980 Mio. USD. Auf vergleichbarer Basis und inklusive Time Warner im Vorjahreszeitraum wäre der Konzernumsatz um 1,4% y/y auf 48,9 Mrd. USD gesunken. Im Geschäftsjahr 2018 stieg der berichtete Konzernumsatz um 6,4% auf 170,8 (Vj.: 160,5) Mrd. USD, wobei aber 18,9 Mrd. USD von Time Warner kommen und 3,7 Mrd. USD an Belastungen aus der neuen Rechnungslegungsvorschrift.

AT&T	Umsatz		Veränderung in %	Umsatz		Veränderung in %
	Q4 2017 in Mio. USD	Q4 2018 in Mio. USD		Gj. 2017 in Mio. USD	Gj. 2018 in Mio. USD	
Communications	39.110	37.458	-4,2%	150.378	144.631	-3,8%
WarnerMedia	107	9.232	>100%	430	18.941	>100%
Latin America	2.215	1.843	-16,8%	8.269	7.652	-7,5%
Xandr	381	566	48,6%	1.373	1.740	26,7%
Konzern*	41.676	47.993	15,2%	160.546	170.756	6,4%

Quelle: AT&T, NATIONAL-BANK AG

* inkl. Sonstiges

Auf Grund einer Wertberichtigung im Vorjahreszeitraum konnte sich das operative Ergebnis in Q4 2018 deutlich auf 6,16 (Vj.: 1,28; unsere Prognose: 6,98) Mrd. USD verbessern. Zudem kam AT&T allerdings auch hier die Integration von Time Warner mit 2,6 Mrd. USD zugute. Da in Q4 2017 ein Einmalertrag in Höhe von 19,5 Mrd. USD aus der US-Steuerreform verbucht werden konnte, sank das Nettoergebnis in Q4 2018 deutlich um 74,5% auf 4,86 (Vj.: 19,04; unsere Prognose: 4,51; Marktkonsens: 4,11) Mrd. USD bzw. 0,66 (Vj.: 3,08) USD je Aktie (bereinigt: 0,86 (Vj.: 0,78; unsere Prognose: 0,82; Marktkonsens: 0,86) USD je Aktie), fiel damit aber besser als erwartet aus (Ausnahme: Marktkonsens vs. bereinigtes EpS). In 2018 sank das berichtete Nettoergebnis um 34,2% auf 19,37 (Vj.: 29,45) Mrd. USD (EpS: 2,85 (Vj.: 4,76) USD; bereinigt: 3,52 (Vj.: 3,05) USD).

AT&T	Segmentergebnis		Veränderung in %	Segmentergebnis		Veränderung in %
	Q4 2017	Q4 2018		Gj. 2017	Gj. 2018	
	in Mio. USD			in Mio. USD		
Communications	6.866	7.640	11,3%	31.687	32.266	1,8%
Segmentergebnis-Marge	17,6%	20,4%	2,8 PP	21,1%	22,3%	1,2 PP
WarnerMedia	47	2.623	>100%	91	5.670	>100%
Segmentergebnis-Marge	43,9%	28,4%	-15,5 PP	21,2%	29,9%	8,8 PP
Latin America	-34	-258	-	-353	-744	-
Segmentergebnis-Marge	-	-	-	-	-	-
Xandr	329	381	15,8%	1.202	1.333	10,9%
Segmentergebnis-Marge	86,4%	67,3%	-1903,7%	87,5%	76,6%	-1093,6%
Konzern*	1.281	6.160	>100%	19.970	26.096	30,7%
Konzern-Marge (%)	3,1%	12,8%	9,8 PP	12,4%	15,3%	2,8 PP

Quelle: AT&T, NATIONAL-BANK AG

PP: Prozentpunkte; * inkl. Sonstiges

Perspektiven

Die Zahl der Mobilfunkvertragskunden konnte nach dem Rückgang im Vorquartal von -232 Tsd. in Q4 2018 wieder um 13 Tsd. zulegen. Der monatliche Durchschnittserlös je Mobilfunkvertragskunde reduzierte sich dagegen in Q4 zum Vorquartal auf 55,35 (alte Rechnungslegung: 59,39; Q3 2018: 55,65; Q2 2018: 54,48; Q1 2018: 53,40; Q4 2017 (alte Rechnungslegung): 57,69) USD. Einen deutlichen Kundenrückgang musste AT&T im Pay-TV verzeichnen. Nachdem bei allen Videoanschlüssen bereits im Vorquartal ein Rückgang um 297 Tsd. verzeichnen werden musste, hat sich hier nun in Q4 2018 die Dynamik mit -658 Tsd. q/q auf 24,5 Mio. Anschlüsse deutlich beschleunigt.

Für das Geschäftsjahr 2019 stellt AT&T erstmals einen Anstieg des bereinigten Gewinns je Aktie im niedrigen einstelligen Prozentbereich in Aussicht (unsere bisherige Prognose: +2,6% y/y; Marktkonsens: +2,3% y/y). Der freie Cashflow soll deutlich auf etwa 26 (Vj.: 22,4) Mrd. USD steigen. Die Investitionen sollen bei ca. 23 (Vj.: 21,3) Mrd. USD liegen und das Verhältnis der Dividendenzahlungen zum Cashflow soll im hohen 50%-Bereich liegen (Vj.: 60%).

Wir haben unsere EpS-Prognosen für 2019 angepasst (berichtet: 2,69 (alt: 2,88) USD; bereinigt: 3,60 (alt: 3,57) USD). Für 2020 prognostizieren wir erstmals ein EpS von 2,75 USD (berichtet) bzw. 3,55 USD (bereinigt) sowie eine Jahresdividende von 2,09 USD. Bei einem moderat auf 31,00 (alt: 32,00) USD (Peer Group-Modell; neue Schätzjahre 2019 und 2020 (bisher: 2018 und 2019)) reduzierten Kursziel bestätigen wir unser Halten-Votum. Durch die Übernahme von Time Warner haben sich die bereits sehr hohe Verschuldung (Nettoverschuldung per 31.12.2018: 171,3 (30.09.2018: 174,8; 30.06.2018: 176,6; 31.03.2018: 114,2) Mrd. USD) und der Goodwill (31.12.2018: 146,4 (30.09.2018: 146,5; 30.06.2018: 143,5; 31.03.2018: 105,5) Mrd. USD bzw. 88,4% vs. 75,5% des Eigenkapitals) sehr stark erhöht, was u.E. ein erhebliches Risiko für AT&T darstellt - vor allem angesichts der derzeit stark zunehmenden Unsicherheit in der Weltwirtschaft sowie den steigenden Kapitalmarktzinsen.

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> - hoher Bekanntheitsgrad und traditionsreiches Unternehmen auf dem US-Markt - attraktive Ausschüttungspolitik (hohe Dividendenrendite und Aktienrückkäufe) - starke Marktposition auf dem US-Heimatmarkt und somit Erzielung von hohen Margen 	<ul style="list-style-type: none"> - in hohem Maße auf den US-Markt konzentriert - hohe Personalaufwendungen - rückläufige Zahl der Pay-TV-Abonnenten v.a. wegen Trend zum Streaming (Netflix) - sehr hoher Goodwill - sehr hohe Verschuldung
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> - Wachstumspotenziale u.a. durch Bündelangebote, Internet der Dinge (neue Dienste, stark steigende Anzahl von vernetzten Geräten), neuer Mobilfunkstandard 5G (Einführung ca. in 2020) - steigende Nachfrage der Kunden nach mehr Datenvolumen und besserer Netzqualität - durch Übernahme von Time Warner Erweiterung der Angebotspalette, Erhöhung der Marktmacht und sinkende Abhängigkeit vom schwächelnden Kerngeschäft 	<ul style="list-style-type: none"> - stark erhöhtes finanzielles Risiko durch Übernahme von Time Warner (z.B. deutlich höhere Verschuldung sowie Goodwill (ca. 76% des Eigenkapitals)) - ständige Bedrohung des Geschäftsmodells durch Technologiekonzerne wie Google oder Facebook - steigender Wettbewerbs- und Preisdruck vor allem im Heimatmarkt durch die immer aggressiver auftretenden kleineren Wettbewerber Sprint und T-Mobile US - hoher Investitionsbedarf bei der mobilen Netzwerkinfrastruktur - hohes Margenniveau im Mobilfunkbereich kann nicht gehalten werden - ständige Neubewertung der Pensionsverpflichtungen bzw. sonstige Sondereffekte

Quelle: NATIONAL-BANK AG

AT&T: Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. USD (außer Ergebnis je Aktie und Dividende je Aktie)	2016	2017	2018(e)	2019e	2020e
Umsatz	163.786	160.546	170.756	183.648	184.199
Rohertrag/Bruttoergebnis	86.902	82.736	91.337	98.252	98.915
EBITDA	49.390	44.357	54.526	60.656	61.338
Abschreibungen	-25.847	-24.387	-28.430	-30.302	-30.393
EBIT	23.543	19.970	26.096	30.354	30.945
Finanzergebnis	-3.731	-4.831	-1.223	-4.593	-4.105
EBT	19.812	15.139	24.873	25.761	26.841
Steuern	-6.479	14.708	-4.920	-5.667	-5.905
Ergebnis nach Steuern	13.333	29.847	19.953	20.093	20.936
Minderheitenanteile	-357	-397	-583	-400	-400
Nettoergebnis	12.976	29.450	19.370	19.693	20.536
Anzahl Aktien (Mio. St.)	6.189	6.183	6.806	7.328	7.475
Ergebnis je Aktie	2,10	4,76	2,85	2,69	2,75
Dividende je Aktie	1,93	1,97	2,01	2,05	2,09
in % vom Umsatz					
Umsatz	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Rohertrag/Bruttoergebnis	53,1%	51,5%	53,5%	53,5%	53,7%
EBITDA	30,2%	27,6%	31,9%	33,0%	33,3%
Abschreibungen	15,8%	15,2%	16,6%	16,5%	16,5%
EBIT	14,4%	12,4%	15,3%	16,5%	16,8%
EBT	12,1%	9,4%	14,6%	14,0%	14,6%
Steuern	4,0%	-9,2%	2,9%	3,1%	3,2%
Ergebnis nach Steuern	8,1%	18,6%	11,7%	10,9%	11,4%
Nettoergebnis	7,9%	18,3%	11,3%	10,7%	11,1%

Quelle: NATIONAL-BANK AG; AT&T

AT&T: Bilanz- und Kapitalflussdaten

in Mio. USD	2016	2017	2018(e)	2019e	2020e
Bilanzsumme	403.821	444.097	531.864	537.736	543.332
Anlagevermögen	365.452	364.951	480.437	474.560	468.666
Geschäfts- und Firmenwert	105.207	105.449	146.370	146.370	146.370
Vorräte	0	0	0	0	0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	16.794	16.522	26.472	25.711	25.788
Liquide Mittel	5.788	50.498	5.204	17.714	29.127
Eigenkapital	124.110	142.007	193.884	199.847	205.311
Verzinsliches Fremdkapital	123.513	164.346	176.505	176.505	176.505
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	31.138	34.470	43.184	42.239	42.366
Summe Fremdkapital	279.711	302.090	337.980	337.889	338.021
Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit	39.344	38.010	43.602	50.869	51.384
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-24.215	-18.943	-63.145	-24.425	-24.499
Free Cashflow	15.129	19.067	-19.543	26.444	26.885
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	-14.462	25.930	-25.989	-14.130	-15.472
Summe der Cashflows	667	44.997	-45.532	12.314	11.413

Quelle: NATIONAL-BANK AG; AT&T

AT&T: Wichtige Kennzahlen

	2016	2017	2018(e)	2019e	2020e
EV / Umsatz	2,2	2,2	2,3	2,1	2,1
EV / EBITDA	7,3	7,9	7,3	6,4	6,3
EV / EBIT	15,3	17,7	15,3	12,7	12,5
KBV	18,7	8,1	11,7	11,0	10,7
KBV	2,0	1,7	1,2	1,1	1,1
KCV	6,2	6,3	5,2	4,2	4,3
KUV	1,5	1,5	1,3	1,2	1,2
Dividendenrendite	4,9%	5,1%	6,0%	7,0%	7,1%
Eigenkapitalrendite (ROE)	10,5%	20,7%	10,0%	9,9%	10,0%
ROCE	6,7%	5,8%	5,6%	6,6%	6,8%
ROI	3,2%	6,6%	3,6%	3,7%	3,8%
Eigenkapitalquote	30,7%	32,0%	36,5%	37,2%	37,8%
Anlagendeckungsgrad	34,0%	38,9%	40,4%	42,1%	43,8%
Anlagenintensität	90,5%	82,2%	90,3%	88,3%	86,3%
Vorräte / Umsatz	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Forderungen / Umsatz	10,3%	10,3%	15,5%	14,0%	14,0%
Working Capital-Quote	-8,8%	-11,2%	-9,8%	-9,0%	-9,0%
Nettofinanzverschuldung (in Mio. USD)	117.725	113.848	171.301	158.791	147.378
Nettofinanzverschuldung / EBITDA	2,4	2,6	3,1	2,6	2,4
Capex / Umsatz	13,1%	12,9%	12,2%	13,3%	13,3%
Capex / Abschreibungen	83,2%	84,7%	73,0%	80,6%	80,6%
Free Cashflow / Umsatz	9,2%	11,9%	-11,4%	14,4%	14,6%
Free Cash Flow / Aktie (USD)	2,44	3,08	-2,87	3,61	3,60
Nettofinanzverschuldung / Aktie (USD)	19,02	18,41	25,17	21,67	19,72
Cash / Aktie (USD)	0,94	8,17	0,76	2,42	3,90
Buchwert / Aktie (USD)	20,05	22,97	28,49	27,27	27,47

Quelle: NATIONAL-BANK AG; AT&T

BP

Halten (Halten)

Kurs am 07.02.19 um 17:39h 547,30 GBp

Erstellung abgeschlossen 08.02.2019 / 12:50h

Erstmals weitergegeben 08.02.2019 / 14:50h

Kursziel 590,00 GBp

Marktkapitalisierung 110,89 Mrd. GBP

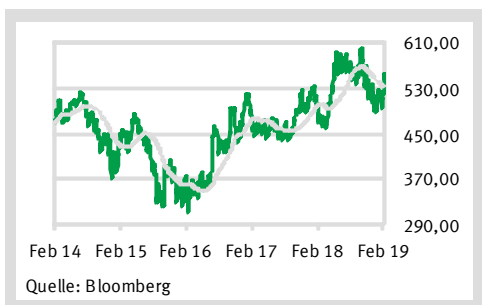
Branche Erdöl/ Erdgas

Land Großbritannien

WKN 850517

Reuters BP.L

Kennzahlen	12/18(e)	12/19e	12/20e
Ergebnis je Aktie (USD)	0,47	0,55	0,64
Kurs/Gewinn	15,2	12,8	11,0
Dividende je Aktie (USD)	0,4075	0,4100	0,4200
Div.- Rendite	5,7%	5,8%	5,9%
Kurs/Umsatz	0,5	0,5	0,5
Kurs/Op. Ergebnis	7,3	6,7	5,9
Kurs/Cashflow	6,2	6,2	5,7
Kurs/Buchwert	1,4	1,4	1,3



Performance	3M	6M	12M
Absolut	3,5%	-5,1%	13,8%
Relativ z. Stoxx Europe 50	5,5%	1,9%	17,2%

Erstempfehlung 18.03.2014

Historie der Umstufungen (12 Monate):

Anlass

Zahlen für das vierte Quartal 2018 (untestiert)

Einschätzung

Der bereinigte Nettogewinn des vierten Quartals (Q4) 2018 (3,48 Mrd. USD) entsprach unserer Prognose (3,48 Mrd. USD), übertraf aber den Marktkonsens (2,64 Mrd. USD) deutlich. Die Quartalsdividende (0,1025 USD je Aktie) entsprach ebenfalls unserer Erwartung. Der freie Cashflow (FCF) war auf Grund der BHP-Transaktion negativ. Das Gearing (gemäß Unternehmensdefinition) lag per Ende Dezember 2018 mit 30% am oberen Ende der Zielspanne (20%-30%). Die (vorläufigen) Reservedaten (Reserveersatzrate 2018: 209%; organisch: 100%) stufen wir als solide ein. Die Ziele für 2021 wurden bestätigt (freier Cashflow vor Steuern (Upstream & Downstream) bei realem Ölpreis von 55 USD je Barrel: 23-25 Mrd. USD). Das Unternehmen strebt eine progressive Dividendenpolitik an. Zudem soll die Verwässerung durch die Aktien-Dividenden-Option (Scrip-Dividende) per Aktienrückkäufe bis Ende 2019 eliminiert werden. Wir haben unsere Prognosen für 2019 ölpreisbedingt mehrheitlich gesenkt (u.a. bereinigtes/berichtetes EpS: 0,55 (alt: 0,64) USD; Dividende je Aktie: unverändert 0,4100 USD). Für 2020 prognostizieren wir erstmals ein EpS (bereinigt/berichtet) von 0,64 USD sowie eine Dividende je Aktie von 0,4200 USD. Unter Berücksichtigung der Gemengelage lautet unser Votum für die BP-Aktie weiterhin Halten (Kursziel: 590,00 (alt: 620,00) GBp (Gordon Growth-Modell)).

Sven Diermeier (Senior Analyst)

Highlights

- Der freie Cashflow war in Q4 2018 akquisitionsbedingt negativ.
- Der Mittelabfluss im Zusammenhang mit dem „Deepwater-Horizon“-Unglück bezifferte sich in Q4 2018 auf 273 Mio. USD. Die Schätzung für die Gesamtschadenbelastung (vor Steuern) wurde um 189 Mio. USD erhöht (per 31.12.2018: 67,0 Mrd. USD).
- Die Reserveersatzrate lag in 2018 akquisitionsbedingt bei hohen 209%. Auf organischer Basis bezifferte sie sich auf 100%.
- Die Ziele für 2021 wurden bestätigt.

Geschäftsentwicklung

Das bereinigte EBIT legte im vierten Quartal (Q4) 2018 um 81% auf 6,28 (Vj.: 3,48; Q3 2018: 6,28; unsere Prognose: 6,36) Mrd. USD zu. Ausschlaggebend für den Ergebnisanstieg auf Konzernebene (bereinigtes EBIT: +2,81 Mrd. USD y/y) war erneut vor allem der Upstream-Bereich (bereinigtes EBIT: +1,66 Mrd. USD y/y). Dieser profitierte von höheren Öl- und Gaspreisen (+10% y/y bzw. +34% y/y), einer gesteigerten Öl- und Gasproduktion (+25 y/y) sowie einem verbesserten Handelsergebnis. Ein verschlechtertes Finanzergebnis führte zu einem unterproportionalen Anstieg des bereinigten Nettogewinnes um 65% auf 3,48 (Vj.: 2,11; Q3 2018: 3,84; unsere Prognose: 3,48; Marktkonsens: 2,64) Mrd. USD. Auf berichteter Basis bezifferte sich der Nettogewinn auf 766 (Vj.: 27; Q3 2018: 3.349) Mio. USD. Die Q4-Dividende beläuft sich auf 0,1025 (Vj.: 0,1000; Q3 2018: 0,1025; unsere Prognose: 0,1025) USD je Aktie.

BP	EBIT Q4 2017 * EBIT Q3 2018 * EBIT Q4 2018 *			Veränderung	
	in Mio. USD	in Mio. USD	in Mio. USD	gg. Vj.	gg. Vq.
Upstream	2.223	3.999	3.886	74,8%	-2,8%
Downstream	1.474	2.111	2.169	47,2%	2,7%
Rosneft	321	872	431	34,3%	-50,6%
Sonstige/Holding	-394	-345	-344	-	-
Anpassungen	-149	78	142	-	82,1%
Konzern	3.475	6.715	6.284	80,8%	-6,4%

Quelle: BP, NATIONAL-BANK AG * bereinigt

Im Geschäftsjahr 2018 verdoppelte sich das bereinigte Konzern-EBIT nahezu auf 23,08 (Vj.: 11,86) Mrd. USD. Getragen wurde diese Entwicklung - wie in Q4 - vor allem vom Upstream-Bereich. Das Nettoergebnis stieg sowohl auf bereinigter Basis (12,72 (Vj.: 6,17) Mrd. USD; bereinigtes EpS: 0,64 (Vj.: 0,31) USD) als auch auf berichteter Basis (9,38 (Vj.: 3,39) Mrd. USD; berichtetes EpS: 0,47 (Vj.: 0,17) USD) signifikant an.

Der freie Cashflow war in Q4 2018 akquisitionsbedingt (US-Onshore-Geschäft von BHP) negativ (-3,03 (Vj.: +3,55; Q3 2018: +1,82) Mrd. USD; Gj. 2018: +1,30 (Vj.: +4,85) Mrd. USD). Entsprechend verschlechterte sich das Gearing im Quartalsverlauf und lag per Ende Dezember 2018 bei 43% (30.09.2018: 37%; 31.12.2017: 37%). Gemäß Unternehmensdefinition belief sich das Gearing per 31.12.2018 auf 30% (Zielspanne: 20%-30%). BP verfügt gegenwärtig über solide Langfrist-Kreditratings: „A1“ (Moody's) bzw. „A-“ (Standard & Poor's). Der Ausblick lautet jeweils auf „stabil“.

BP	EBIT Gj. 2017 *	EBIT Gj. 2018 *	Veränderung	
	in Mio. USD	in Mio. USD	gg. Vj. (in Mio. USD)	gg. Vj.
Upstream	5.865	14.550	8.685	>100%
Downstream	6.967	7.561	594	8,5%
Rosneft	836	2.316	1.480	>100%
Sonstige/Holding	-1.598	-1.558	40	-
Anpassungen	-212	211	423	-
Konzern	11.858	23.080	11.222	94,6%

Quelle: BP, NATIONAL-BANK AG

* bereinigt

Perspektiven

Die nachgewiesenen Öl- und Gasreserven des BP-Konzerns beliefen sich Ende 2017 gemäß des Geschäftsberichts 2017 (vom 29.03.2018) auf 18,44 (31.12.2016: 17,81; 31.12.2015: 17,18) Mrd. Barrel Öläquivalent (BOE). Die Reserveersatzrate lag in 2017 bei hohen 147% (organisch: 143%) und im Dreijahreszeitraum 2015 bis 2017 bei 124% (organisch: 106%). Die Reichweite der nachgewiesenen Öl- und Gasreserven betrug 2017 13,7 (2016: 14,5; 2015: 14,0) Jahre, was einen überdurchschnittlichen Wert unter den „Majors“ darstellt.

Die organischen Investitionen budgetiert BP für den Zeitraum 2019-2021 nach wie vor auf 15-17 Mrd. USD pro Jahr. Die Desinvestitionen sieht der Konzern für die Jahre 2019 und 2020 insgesamt bei 10 Mrd. USD. Die Öl- und Gasproduktion (Upstream-Bereich) soll in 2019 steigen (auf bereinigter Basis). Die Steuerquote sieht der Konzern bei 40%. Bis zum Jahr 2021 soll der Break-even-Ölpreis (freier Cashflow) auf 35-40 USD je Barrel reduziert werden. Der freie Cashflow vor Steuern der beiden großen Bereiche (Upstream/Downstream) des Konzerns soll sich in 2021 (realer Ölpreis: 55 USD je Barrel) auf 23-25 Mrd. USD belaufen. Dies soll durch eine Steigerung der Öl- und Gasförderung (ohne Rosneft CAGR 2016-2021: rund 5%; inkl. Rosneft in 2021: ca. 4 (2018: 3,68; 2017: 3,60; 2016: 3,27) Mio. Barrel Öläquivalent pro Tag), margenstärkere Öl- und Gasförderprojekte sowie Ergebnisverbesserungen im Downstream-Bereich (>5,5 Mrd. USD ggü. 2014) erfolgen.

BP hat die Schadenbelastung im Zusammenhang mit dem „Deepwater Horizon“-Unglück im Golf von Mexiko im April 2010 in Q4 2018 um 189 Mio. USD (vor Steuern) erhöht. Damit belief sich die Gesamtschadenbelastung per Ende Dezember 2018 auf 67,0 Mrd. USD (vor Steuern). Kumuliert bis zum 31.12.2018 wies BP einen Mittelabfluss im Zusammenhang mit dem „Deepwater Horizon“-Unglück von 52,7 Mrd. USD (vor Steuern) aus, womit sich der zukünftige Mittelabfluss noch auf 14,3 Mrd. USD belaufen wird, allerdings über viele Jahre gestreckt (2018: 3,53 (Vj.: 5,34) Mrd. USD; 2019e: rund 2 Mrd. USD).

Wir haben unsere Prognosen für das Geschäftsjahr 2019 auf Grund eines konservativeren Ölpreisszenarios mehrheitlich (u.a. bereinigtes/berichtetes EpS: 0,55 (alt: 0,64) USD; Dividende je Aktie: unverändert 0,4100 USD) gesenkt. Für das Geschäftsjahr 2020 prognostizieren wir erstmals ein EpS (bereinigt/berichtet) von 0,64 USD sowie eine Dividende je Aktie von 0,4200 USD. Auf Basis unseres Gordon Growth-Modells (Startjahr: 2019 (bisher: 2018); höheres Beta) haben wir ein neues Kursziel von 590,00 (alt: 620,00) Gbp für die BP-Aktie ermittelt. Bei einem Aufwärtspotenzial von unter 15% votieren wir weiterhin mit Halten.

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> - integriertes Geschäftsmodell - BP verfügt über eine überdurchschnittlich hohe Reservebasis (statistische Reichweite) - der Konzern besitzt in allen wichtigen Öl- und Gasregionen der Welt Produktionsstätten - attraktive Dividendenrendite 	<ul style="list-style-type: none"> - Imageschaden und finanzielle Belastungen auf Grund wiederkehrender Probleme bezüglich Sicherheit und Umweltdelikten - kaum Einfluss auf Rosneft
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> - stetig steigende Nachfrage nach Rohöl, Ölprodukten sowie Gas - Beteiligung an Rosneft (Kooperation) - langfristige Vereinbarung von OPEC und Russland 	<ul style="list-style-type: none"> - Gewinnentwicklung ist hauptsächlich von der Entwicklung der Öl- und Gaspreise sowie den Raffineriemargen abhängig - milliardenschwere finanzielle Belastungen auf Grund des „Deepwater Horizon“-Unglücks - Regulierung (insbesondere Umwelt/Klima) - Durchbruch der Elektromobilität - hohes Russland-Exposure

Quelle: NATIONAL-BANK AG

BP: Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. USD (außer Ergebnis je Aktie und Dividende je Aktie)	2016	2017	2018(e)	2019e	2020e
Umsatz	183.008	240.208	298.756	292.034	313.206
EBITDA	12.411	26.274	35.695	37.234	40.482
Abschreibungen	-12.841	-16.800	-16.317	-15.750	-16.000
EBIT	-430	9.474	19.378	21.484	24.482
Finanzergebnis	-1.865	-2.294	-2.655	-2.675	-2.650
EBT	-2.295	7.180	16.723	18.809	21.832
Steuern	2.467	-3.712	-7.145	-7.524	-8.733
Ergebnis nach Steuern	172	3.468	9.578	11.286	13.099
Minderheitenanteile	-57	-79	-195	-225	-250
Nettoergebnis	115	3.389	9.383	11.061	12.849
Anzahl Aktien (Mio. St.)	18.745	19.693	19.970	19.975	19.980
Ergebnis je Aktie	0,01	0,17	0,47	0,55	0,64
Dividende je Aktie	0,40	0,40	0,41	0,41	0,42
in % vom Umsatz					
Umsatz	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
EBITDA	6,8%	10,9%	11,9%	12,8%	12,9%
Abschreibungen	7,0%	7,0%	5,5%	5,4%	5,1%
EBIT	-0,2%	3,9%	6,5%	7,4%	7,8%
EBT	-1,3%	3,0%	5,6%	6,4%	7,0%
Steuern	-1,3%	1,5%	2,4%	2,6%	2,8%
Ergebnis nach Steuern	0,1%	1,4%	3,2%	3,9%	4,2%
Nettoergebnis	0,1%	1,4%	3,1%	3,8%	4,1%

Quelle: NATIONAL-BANK AG; BP

BP: Bilanz- und Kapitalflussdaten

in Mio. USD	2016	2017	2018(e)	2019e	2020e
Bilanzsumme	263.316	276.515	282.176	281.761	287.264
Anlagevermögen	195.503	201.547	210.866	210.891	204.141
Geschäfts- und Firmenwert	11.194	11.551	12.204	12.204	12.204
Vorräte	17.655	19.011	17.988	18.252	20.358
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	20.675	24.849	24.478	24.823	27.406
Liquide Mittel	23.484	25.586	22.468	21.355	28.855
Eigenkapital	96.843	100.404	101.548	104.696	109.605
Verzinsliches Fremdkapital	58.300	63.230	65.799	65.799	65.799
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	37.915	44.209	46.265	44.535	46.981
Summe Fremdkapital	166.473	176.111	180.628	177.065	177.659
Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit	10.691	18.931	22.873	22.800	24.940
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-14.753	-14.077	-21.571	-15.775	-9.250
Free Cashflow	-4.062	4.854	1.302	7.025	15.690
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	1.977	-3.296	-4.079	-8.138	-8.190
Summe der Cashflows	-2.085	1.558	-2.777	-1.113	7.500

Quelle: NATIONAL-BANK AG; BP

BP: Wichtige Kennzahlen

	2016	2017	2018(e)	2019e	2020e
EV / Umsatz	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6
EV / EBITDA	11,0	6,0	5,2	5,0	4,6
EV / EBIT	neg.	16,6	9,6	8,7	7,6
KGV	889,7	35,3	15,2	12,8	11,0
KBV	1,1	1,2	1,4	1,4	1,3
KCV	9,6	6,3	6,2	6,2	5,7
KUV	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5
Dividendenrendite	7,3%	6,6%	5,7%	5,8%	5,9%
Eigenkapitalrendite (ROE)	0,1%	3,4%	9,2%	10,6%	11,7%
ROCE	-0,2%	4,7%	9,4%	10,3%	11,9%
ROI	0,0%	1,2%	3,3%	3,9%	4,5%
Eigenkapitalquote	36,8%	36,3%	36,0%	37,2%	38,2%
Anlagendeckungsgrad	49,5%	49,8%	48,2%	49,6%	53,7%
Anlagenintensität	74,2%	72,9%	74,7%	74,8%	71,1%
Vorräte / Umsatz	9,6%	7,9%	6,0%	6,3%	6,5%
Forderungen / Umsatz	11,3%	10,3%	8,2%	8,5%	8,8%
Working Capital-Quote	0,2%	-0,1%	-1,3%	-0,5%	0,3%
Nettofinanzverschuldung (in Mio. USD)	34.816	37.644	43.331	44.444	36.944
Nettofinanzverschuldung / EBITDA	2,8	1,4	1,2	1,2	0,9
Capex / Umsatz	9,1%	6,9%	5,6%	5,4%	5,0%
Capex / Abschreibungen	130,1%	98,6%	102,4%	100,0%	98,4%
Free Cashflow / Umsatz	-2,2%	2,0%	0,4%	2,4%	5,0%
Free Cash Flow / Aktie (USD)	-0,22	0,25	0,07	0,35	0,79
Nettofinanzverschuldung / Aktie (USD)	1,86	1,91	2,17	2,22	1,85
Cash / Aktie (USD)	1,25	1,30	1,13	1,07	1,44
Buchwert / Aktie (USD)	5,17	5,10	5,08	5,24	5,49

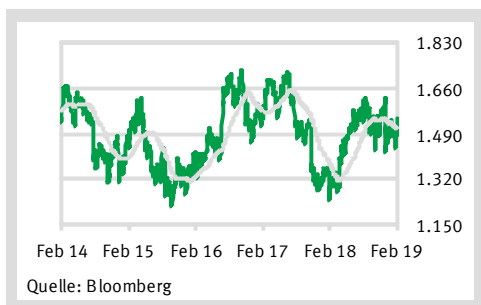
Quelle: NATIONAL-BANK AG; BP

GlaxoSmithKline

Halten (Halten)

Kurs am 07.02.19 um 17:35h	1.546,40 GBp
Erstellung abgeschlossen	08.02.2019 / 12:50h
Erstmals weitergegeben	08.02.2019 / 14:50h
Kursziel	1.625,00 GBp
Marktkapitalisierung	76,70 Mrd. GBP
Branche	Gesundheit
Land	Großbritannien
WKN	940561
Reuters	GSK.L

Kennzahlen	12/18(e)	12/19e	12/20e
Ergebnis je Aktie (GBp)	73,70	71,00	76,40
Kurs/Gewinn	20,0	21,8	20,2
Dividende je Aktie (GBp)	80,00	80,00	80,00
Div.- Rendite	5,4%	5,2%	5,2%
Kurs/Umsatz	2,3	2,6	2,5
Kurs/Op. Ergebnis	13,2	14,1	13,2
Kurs/Cashflow	18,7	29,6	24,8
Kurs/Buchwert	19,7	21,9	21,3



Performance	3M	6M	12M
Absolut	-0,9%	-4,1%	18,6%
Relativ z. Stoxx Europe 50	1,1%	2,9%	22,0%

Erstempfehlung 28.11.2012

Historie der Umstufungen (12 Monate):

Anlass

Zahlen für das vierte Quartal 2018

Einschätzung

Das Zahlenwerk für das vierte Quartal (Q4) 2018 hat unsere Prognosen und die Markterwartungen übertroffen. Allerdings hat uns der Ausblick auf 2019 enttäuscht (bereinigtes EpS: -5% bis -9% y/y). Die Mittelfrist-Guidance wurde ergebnisseitig gesenkt. (CAGR bereinigtes EpS 2016 bis 2020e: mittlerer (bisher: mittlerer bis hoher) einstelliger Prozentbereich). Hier machen sich u.a. die zunehmende generische Konkurrenz für Advair und die Verluste der vor kurzem akquirierten TESARO bemerkbar. Wir haben daher unsere Prognosen für 2019e angepasst (bereinigtes EpS: 111,3 (alt: 115,5) GBp) und erwarten für 2020e erstmals ein bereinigtes EpS von 116,5 GBp. Dem defensiven Geschäftsmodell (kaum konjunkturreagibel) und der sichtbaren Ausweitung der F&E-Pipeline stehen u.a. das „Brexite“-Risiko und die akquisitionsbedingt hohe Nettoverschuldung gegenüber. Auch angesichts der weiterhin stabilen Dividendenpolitik lautet unser Votum für die GlaxoSmithKline-Aktie weiterhin Halten (Kursziel: 1.625,00 (alt: 1.525,00) GBp (Discounted-Cashflow-Modell; Startjahr 2019e (alt: 2018))).

Stefan Röhle (Senior Analyst)

Highlights

- Sowohl der Umsatz als auch das Ergebnis fielen im vierten Quartal (Q4) 2018 besser als von uns und dem Marktkonsens erwartet aus.
- Hingegen enttäuschte uns die Guidance für 2019 (bereinigtes EpS: -5% bis -9% y/y).
- Die laufende Verstärkung der Pipeline dürfte bei entsprechenden F&E-Erfolgen u.E. mittelfristig das Wachstum wieder beschleunigen.

Geschäftsentwicklung

Der Umsatz stieg im vierten Quartal (Q4) 2018 um 7% auf 8,20 (Vj.: 7,64; unsere Prognose: 7,71; Marktkonsens: 7,84) Mrd. GBP. Auf währungsbereinigter Basis (wb.) lag das Umsatzwachstum bei 5% y/y. Das größte Segment Pharmaceuticals verzeichnete infolge eines anhaltenden Umsatzwachstums bei Medikamenten gegen HIV und Atemwegserkrankungen einen Umsatzanstieg von 6% (Q3 2018: +1%; Q2 2018: -3%) y/y auf 4,81 Mrd. GBP (wb.: +4% y/y). Das Segment Vaccines (wb.: +18% (Q3 2018: +17%; Q2 2018: +16%) y/y auf 1,48 Mrd. GBP), das weiterhin von einem starken Shingrix-Geschäft in den USA profitierte, zeichnete sich durch eine weiterhin hohe Wachstumsdynamik aus, während sich das Consumer Healthcare-Geschäft stabil entwickelte (wb.: +1% (Q3 2018: +3%; Q2 2018: +3%) y/y auf 1,91 Mrd. GBP). Das bereinigte Konzern-EBIT erhöhte sich auf 2,20 (Vj.: 2,04; unsere Prognose: 1,82; Marktkonsens: 2,03) Mrd. GBP. Das bereinigte Nettoergebnis verbesserte sich auf 1,53 (Vj.: 1,33) Mrd. GBP bzw. 31,2 (Vj.: 27,2; unsere Prognose: 25,3; Marktkonsens: 26,6) GBP je Aktie. Auf berichteter Basis lag das EpS bei 24,7 (Vj.: -11,2) GBP. Die Quartalsdividende lautet auf 23,00 (Vj.: 23,00; unsere Prognose: 23,00) GBP je Aktie.

GlaxoSmithKline	Umsatz		Veränderung gg. Vj.	Umsatz		Veränderung gg. Vj.
	Q4 2017	Q4 2018		Gj. 2017	Gj. 2018	
	in Mio. GBP		in Mio. GBP			
Pharmaceuticals	4.540	4.810	6%	17.276	17.269	0%
Vaccines	1.208	1.479	22%	5.160	5.894	14%
Consumer Healthcare	1.891	1.908	1%	7.750	7.658	-1%
Konzern	7.639	8.197	7%	30.186	30.821	2%

Quelle: NATIONAL-BANK AG; GlaxoSmithKline

Im Gesamtjahr 2018 stieg der Konzernumsatz um 2% (wb.: +5% y/y) auf 30,82 (Vj.: 30,19) Mrd. GBP. Das bereinigte Konzern-EBIT belief sich auf 8,75 (Vj.: 8,57) Mrd. GBP (wb.: +6% y/y). Das bereinigte EpS verbesserte sich auf 119,4 (Vj.: 111,8) GBP (währungsbereinigt: +12% y/y). Der operative Cashflow lag bei 8,42 (Vj.: 6,92) Mrd. GBP. Die Nettoverschuldung (Unternehmensdefinition) belief sich zum 31.12.2018 gegenüber dem Vorjahr auf Grund der Akquisition des verbliebenen Anteils am gemeinsamen Joint Venture im Consumer Healthcare-Bereich von Novartis auf 21,62 (30.09.2018: 23,84; 31.12.2017: 13,18) Mrd. GBP.

GlaxoSmithKline	bereinigtes EBIT		Veränderung gg. Vj.	bereinigtes EBIT		Veränderung gg. Vj.
	Q4 2017	Q4 2018		Gj. 2017	Gj. 2018	
	in Mio. GBP		in Mio. GBP			
Pharmaceuticals	1.597	1.562	-2%	5.927	5.744	-3%
Vaccines	231	420	82%	1.644	1.943	18%
Consumer Healthcare	302	352	17%	1.373	1.517	10%
Corporate	-92	-138	-	-376	-459	-
Konzern	2.038	2.196	8%	8.568	8.745	2%
bereinigte EBIT-Marge	26,7%	26,8%	0,1 PP	28,4%	28,4%	0,0 PP

Quelle: NATIONAL-BANK AG; GlaxoSmithKline

PP: Prozentpunkte

Perspektiven

Während die Q4-Zahlen über unseren Erwartungen lagen, hat uns die Guidance für 2019e enttäuscht. GSK erwartet einen Rückgang des bereinigten EpS um 5% bis 9% y/y (unsere bisherige Prognose: +2% y/y). Laut des Unternehmens belastet die sich verstärkende Generikakonzurrenz für Advair (Umsatz 2018: wb. -21% auf 2,42 Mrd. GBP; Umsatzanteil: 14%) insbesondere in den USA. Zudem wirken sich die Verluste der Ende 2018 übernommenen TESARO und der Verkauf der Malzmilchgetränke-Marke Horlicks aus. Den mittelfristigen Ausblick für den Zeitraum 2016 bis 2020e hat GSK teilweise gesenkt. Während der Umsatz auf währungsbereinigter Basis (Wechselkurse von 2015) weiterhin im niedrigen bis mittleren einstelligen Prozentbereich (p.a.) steigen soll, wird das Wachstum des bereinigten EpS nunmehr im mittleren (bisher: mittleren bis hohen) einstelligen Prozentbereich (p.a.) gesehen. Wir haben daher unsere Prognosen für 2019e angepasst und erwarten nunmehr ein bereinigtes EpS von 111,3 (alt: 115,5) Gbp. Für 2020e prognostizieren wir erstmals ein bereinigtes EpS von 116,5 Gbp.

Auf strategischer Ebene hat GSK im Juli 2018 einen neuen Ansatz für die Forschung und Entwicklung vorgestellt. Im Wesentlichen soll der Fokus künftig verstärkt auf dem menschlichen Immunsystem und der Genetik liegen. In diesem Zusammenhang sind u.E. die Kooperation mit Merck KGaA (gemeinsame Entwicklung der Krebs-Immuntherapie M7824) und die Akquisition von TESARO (Medikament Zejula zur Behandlung von wiederkehrendem Eierstockkrebs) zu sehen. Der Fokus von GSK liegt derzeit auf dem Ausbau der Pipeline mit aktuell 46 (30.06.18: 43) Medikamenten, davon 11 (30.06.18: 10) in der Phase III und 16 im Bereich Onkologie: Hinzu kommen 15 (30.06.18: 13) Impfstoffe. Bei erfolgreicher Markteinführung der neuen Produkte sollte GSK u.E. mittelfristig wieder stärker wachsen können.

Nachdem GSK bereits im März 2018 Novartis aus dem Consumer Healthcare-Joint Venture herausgekauft hat, verkündete der Konzern Ende 2018, seine nunmehr im 100%igen Besitz befindlichen Consumer Healthcare-Aktivitäten mit denen von Pfizer zusammenzulegen. Mit dem neuen Joint Venture entsteht ein Major Player im Consumer Healthcare-Geschäft (Umsatz: knapp 10 Mrd. GBP), der angesichts des erheblichen Wettbewerbs u.E. Größenvorteile hat. Daher hat GSK seine Guidance für die bereinigte Segment-EBIT-Marge im Jahr 2022e angehoben (mittlerer bis hoher (bisher: mittlerer) 20%-Bereich). Ca. 3 Jahre nach Vollzug der Transaktion plant GSK die Abspaltung des Consumer Healthcare-Geschäfts. Dies wäre u.E. wegen der unterdurchschnittlichen Profitabilität und der aufgebauten Schulden im Zuge der Novartis-Transaktion (Anteilskauf für 9,2 Mrd. GBP) zu begrüßen.

Auf Basis unseres Discounted-Cashflow-Modells (Startjahr 2019 (alt: 2018)) ermitteln wir ein neues Kursziel von 1.625,00 (alt: 1.525,00) Gbp für die GSK-Aktie. Bei einem moderaten Aufwärtspotenzial lautet unser Votum weiterhin Halten.

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none">- gute regionale Diversifikation- global führende Position bei Impfstoffen- starkes HIV-Geschäft- gute Position bei rezeptfreien Gesundheitsprodukten	<ul style="list-style-type: none">- Umsatzrückgänge bei älteren Produkten- Nachholbedarf in der F&E-Pipeline- Abhängigkeit von Wechselkurseffekten
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none">- vielversprechende Wachstumsprodukte- Zulassungserfolge- entstehender Major Player bei Consumer Healthcare- Kosteneinsparungen	<ul style="list-style-type: none">- wachsender Wettbewerb durch Generika- steigender Kostendruck in den Gesundheitssystemen- Forschungsfehlschläge- Unsicherheiten nach Brexit

Quelle: NATIONAL-BANK AG

GlaxoSmithKline: Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. GBP (außer Ergebnis je Aktie und Dividende je Aktie)	2016	2017	2018(e)	2019e	2020e
Umsatz	27.889	30.186	30.821	30.050	30.651
Rohertrag/Bruttoergebnis	18.599	19.844	20.580	19.733	20.300
EBITDA	4.372	6.009	7.246	7.237	7.664
Abschreibungen	-1.774	-1.922	-1.763	-1.803	-1.839
EBIT	2.598	4.087	5.483	5.434	5.825
Finanzergebnis	-659	-562	-683	-770	-782
EBT	1.939	3.525	4.800	4.664	5.044
Steuern	-877	-1.356	-754	-909	-983
Ergebnis nach Steuern	1.062	2.169	4.046	3.754	4.060
Minderheitenanteile	-150	-637	-423	-245	-265
Nettoergebnis	912	1.532	3.623	3.509	3.795
Anzahl Aktien (Mio. St.)	4.860	4.886	4.914	4.939	4.964
Ergebnis je Aktie	18,80	31,40	73,70	71,00	76,40
Dividende je Aktie	80,00	80,00	80,00	80,00	80,00
in % vom Umsatz					
Umsatz	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Rohertrag/Bruttoergebnis	66,7%	65,7%	66,8%	65,7%	66,2%
EBITDA	15,7%	19,9%	23,5%	24,1%	25,0%
Abschreibungen	6,4%	6,4%	5,7%	6,0%	6,0%
EBIT	9,3%	13,5%	17,8%	18,1%	19,0%
EBT	7,0%	11,7%	15,6%	15,5%	16,5%
Steuern	3,1%	4,5%	2,4%	3,0%	3,2%
Ergebnis nach Steuern	3,8%	7,2%	13,1%	12,5%	13,2%
Nettoergebnis	3,3%	5,1%	11,8%	11,7%	12,4%

Quelle: NATIONAL-BANK AG; GlaxoSmithKline

GlaxoSmithKline: Bilanz- und Kapitalflussdaten

in Mio. GBP	2016	2017	2018(e)	2019e	2020e
Bilanzsumme	59.081	56.381	58.066	57.341	57.816
Anlagevermögen	42.370	40.474	41.139	42.363	42.057
Geschäfts- und Firmenwert	5.965	5.734	5.789	5.789	5.789
Vorräte	5.102	5.557	5.476	5.559	5.671
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	6.026	6.000	6.423	6.311	6.437
Liquide Mittel	4.897	3.833	3.874	2.581	3.100
Eigenkapital	4.963	3.489	3.672	3.495	3.604
Verzinsliches Fremdkapital	18.790	17.089	26.064	26.151	26.254
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	12.525	22.046	14.874	14.274	14.559
Summe Fremdkapital	54.118	52.892	54.394	53.846	54.212
Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit	6.497	6.918	8.421	5.579	5.899
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-1.269	-1.443	-1.553	-3.027	-1.533
Free Cashflow	5.228	5.475	6.868	2.551	4.366
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	-6.392	-6.380	-6.389	-3.844	-3.848
Summe der Cashflows	-1.164	-905	479	-1.293	518

Quelle: NATIONAL-BANK AG; GlaxoSmithKline

GlaxoSmithKline: Wichtige Kennzahlen

	2016	2017	2018(e)	2019e	2020e
EV / Umsatz	3,1	2,9	3,1	3,3	3,2
EV / EBITDA	20,0	14,7	13,0	13,7	12,9
EV / EBIT	33,7	21,7	17,2	18,2	17,0
KBV	80,7	49,1	20,0	21,8	20,2
KBV	14,9	21,6	19,7	21,9	21,3
KCV	15,1	19,6	18,7	29,6	24,8
KUV	2,6	2,5	2,3	2,6	2,5
Dividendenrendite	5,3%	5,2%	5,4%	5,2%	5,2%
Eigenkapitalrendite (ROE)	18,4%	43,9%	98,7%	100,4%	105,3%
ROCE	6,3%	13,6%	14,4%	13,6%	14,7%
ROI	1,5%	2,7%	6,2%	6,1%	6,6%
Eigenkapitalquote	8,4%	6,2%	6,3%	6,1%	6,2%
Anlagendeckungsgrad	11,7%	8,6%	8,9%	8,3%	8,6%
Anlagenintensität	71,7%	71,8%	70,8%	73,9%	72,7%
Vorräte / Umsatz	18,3%	18,4%	17,8%	18,5%	18,5%
Forderungen / Umsatz	21,6%	19,9%	20,8%	21,0%	21,0%
Working Capital-Quote	-5,0%	-34,7%	-9,7%	-8,0%	-8,0%
Nettofinanzverschuldung (in Mio. GBP)	13.893	13.256	22.190	23.570	23.155
Nettofinanzverschuldung / EBITDA	3,2	2,2	3,1	3,3	3,0
Capex / Umsatz	8,4%	5,1%	4,4%	10,1%	5,0%
Capex / Abschreibungen	132,6%	80,4%	76,2%	167,9%	83,3%
Free Cashflow / Umsatz	18,7%	18,1%	22,3%	8,5%	14,2%
Free Cash Flow / Aktie (GBP)	1,08	1,12	1,40	0,52	0,88
Nettofinanzverschuldung / Aktie (GBP)	2,86	2,71	4,52	4,77	4,66
Cash / Aktie (GBP)	100,76	78,45	78,84	52,26	62,44
Buchwert / Aktie (GBP)	102,12	71,41	74,73	70,76	72,60

Quelle: NATIONAL-BANK AG; GlaxoSmithKline

Leoni

Verkaufen (Halten)

Kurs am 07.02.19 um 17:35h 30,33 EUR

Erstellung abgeschlossen 08.02.2019 / 12:50h

Erstmals weitergegeben 08.02.2019 / 14:50h

Kursziel -

Marktkapitalisierung 0,99 Mrd. EUR

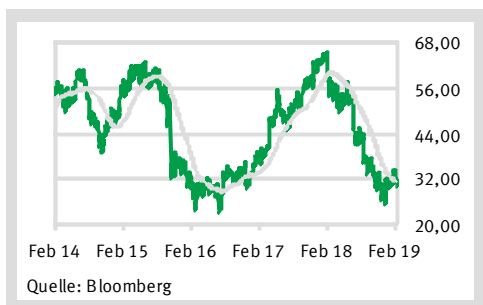
Branche Industrie

Land Deutschland

WKN 540888

Reuters LEOGn.DE

Kennzahlen	12/18e	12/19e	12/20e
Ergebnis je Aktie (EUR)	2,63	1,13	3,14
Kurs/Gewinn	11,5	26,8	9,7
Dividende je Aktie (EUR)	0,00	0,00	0,50
Div.- Rendite	0,0%	0,0%	1,6%
Kurs/Umsatz	0,2	0,2	0,2
Kurs/Op. Ergebnis	6,9	12,5	5,7
Kurs/Cashflow	6,1	6,4	4,4
Kurs/Buchwert	0,9	0,9	0,8



Performance	3M	6M	12M
Absolut	-4,2%	-29,6%	-46,0%
Relativ z. SDAX	1,2%	-15,1%	-34,9%

Erstempfehlung 27.03.2014

Historie der Umstufungen (12 Monate):

08.02.2019 Von Halten auf Verkaufen

Anlass

Eckdaten für 2018 / Dividendenausfall / Ausblick für 2019

Einschätzung

Die Eckdaten für das Geschäftsjahr 2018 (Umsatz, berichtetes EBIT, freier Cashflow) fielen ergebnisseitig (144 (Vj.: 227) Mio. Euro) deutlich schwächer als von uns (194 Mio. Euro) erwartet und vom Unternehmen in Aussicht gestellt (rund 196 Mio. Euro) aus. Die Dividende für das abgelaufene Geschäftsjahr soll (0,00 (Vj.: 1,40; unsere Prognose: 1,00) Euro je Aktie) ausfallen (das letzte Mal war das für 2009 der Fall). Der Ausblick für das Geschäftsjahr 2019 fiel ergebnisseitig (berichtetes EBIT vor Value21-Effekten: 100 bis 130 Mio. Euro) deutlich schwächer als von uns erwartet (203 Mio. Euro) aus. Ferner soll der freie Cashflow erneut deutlich negativ sein, was u.E. einen weiteren Dividendenausfall (für 2019) wahrscheinlich werden lässt. Zudem wurden die Ziele bis 2020 (u.a. EBIT-Marge 2020: mindestens 5%) aufgegeben. Wir haben unsere Prognosen gesenkt (u.a. EpS 2018e: 2,63 (alt: 3,79) Euro; EpS 2019e: 1,13 (alt: 3,94) Euro; EpS 2020e: erstmals 3,14 Euro). Die angekündigte Gewinndynamik sowie die Unsicherheiten rechtfertigen u.E. das gegenwärtige Kursniveau nicht. Wir stufen daher die Leoni-Aktie von Halten auf Verkaufen herab.

Sven Diermeier (Senior Analyst)

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> - Größenvorteile, Technologie-Know-how und Innovationskraft - weltweite Positionierung - breites, internationales Kundenportfolio 	<ul style="list-style-type: none"> - hoher Preisdruck durch die Automobilhersteller - nur begrenzte Verhandlungsmacht gegenüber den Automobilherstellern - deutliche Mängel im Projektmanagement - hohe Abhängigkeit von Europa - hohe Abhängigkeit von der Automobilindustrie - Gewinnwarnungen, schwacher Ausblick für 2019; Dividendenausfall
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> - Markttrend geht zu Systemanbietern bzw. technologisch kompetenten Zulieferern - Stärkung der Marktposition außerhalb des Automobilbereichs - steigender Fahrzeugabsatz (global) - steigender Anteil an Hybrid- und Elektrofahrzeugen 	<ul style="list-style-type: none"> - konjunkturzyklisches Geschäftsmodell - meist unerwartete Zusatzkosten bei Projektanläufen - Fehlinvestitionen/Fehlinnovationen

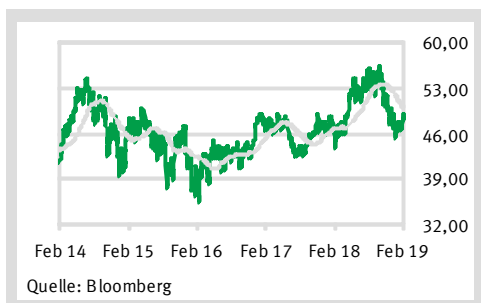
Quelle: NATIONAL-BANK AG

Total

Halten (Halten)

Kurs am 07.02.19 um 17:39h	48,05 EUR
Erstellung abgeschlossen	08.02.2019 / 12:50h
Erstmals weitergegeben	08.02.2019 / 14:50h
Kursziel	54,00 EUR
Marktkapitalisierung	125,31Mrd. EUR
Branche	Erdöl/Erdgas
Land	Frankreich
WKN	850727
Reuters	TOTF.PA

Kennzahlen	12/18(e)	12/19e	12/20e
Ergebnis je Aktie (USD)	4,27	4,90	5,33
Kurs/Gewinn	14,0	11,1	10,2
Dividende je Aktie (USD)	3,02	3,04	3,13
Div.- Rendite	5,1%	5,6%	5,7%
Kurs/Umsatz	0,7	0,7	0,6
Kurs/Op. Ergebnis	9,7	7,4	6,8
Kurs/Cashflow	6,3	5,8	5,6
Kurs/Buchwert	1,3	1,2	1,1



Performance	3M	6M	12M
Absolut	-6,6%	-13,4%	6,6%
Relativ z. EuroStoxx 50	-3,9%	-3,6%	13,3%

Erstempfehlung 25.04.2014

Historie der Umstufungen (12 Monate):

06.04.2018 Von Kaufen auf Halten

Anlass

Zahlen für das vierte Quartal 2018 (untestiert)

Einschätzung

Der bereinigte Nettogewinn des vierten Quartals (Q4) 2018 verfehlte unsere Prognose deutlich, übertraf aber den Marktkonsens. Die Q4-Dividende entsprach dagegen unserer Erwartung. Der freie Cashflow war infolge einer geringeren Kapitalbindung (Working Capital) signifikant positiv und deckte die Dividende und die Aktienrückkäufe deutlich. Das Gearing ist entsprechend im Quartalsverlauf gesunken. Die Reserveersatzrate lag in 2018 bei 157%, was u.E. aber vor allem auf Akquisitionen zurückzuführen ist. Die Ausschüttungspolitik wurde erneut bestätigt, wobei die Aktien-Dividenden-Option ab Juni 2019 nicht mehr angeboten wird. Dies sehen wir als weiteres Zeichen der zurückgewonnen finanziellen Stärke. Das ohnehin hohe Wachstum der Öl- und Gasproduktion (2018: +8% y/y) soll in 2019 (>+9% y/y) nochmals beschleunigt werden. Unsere Prognosen für 2019 haben wir ölpreisbedingt mehrheitlich gesenkt (u.a. bereinigtes/berichtetes EpS: 4,90 (alt: 5,99) USD; Dividende je Aktie: währungsbedingt 3,04 (alt: 3,17) USD bzw. unverändert 2,64 Euro). Für 2020 prognostizieren wir erstmals ein EpS (bereinigt/berichtet) von 5,33 USD sowie eine Dividende je Aktie von 3,13 USD (bzw. 2,72 Euro). Die Strategie halten wir nach wie vor für überzeugend. Unter Berücksichtigung der Gemengelage lautet unser Votum für die Total-Aktie weiterhin Halten (Kursziel: 54,00 (alt: 58,00) Euro (Gordon Growth-Modell)).

Sven Diermeier (Senior Analyst)

Highlights

- Das Unternehmen verzichtet zukünftig auf die Aktien-Dividenden-Option.
- Die Reserveersatzrate lag in 2018 bei 157%.
- Die Öl- und Gasproduktion soll in 2019 um über 9% y/y gesteigert werden.

Geschäftsentwicklung

Das bereinigte EBIT kletterte im vierten Quartal (Q4) 2018 um 13% auf 4,19 (Vj.: 3,71; Q3 2018: 5,66) Mrd. USD, verfehlte allerdings unsere Prognose (6,37 Mrd. USD). Die einzelnen Geschäftsbereiche zeigten dabei erneut keine einheitliche Entwicklung. Für den Ergebnisanstieg auf Konzernebene (+0,47 Mrd. USD y/y) war – wie in den Vorquartalen – der Bereich Exploration & Produktion (bereinigtes EBIT: +0,62 Mrd. USD y/y) hauptverantwortlich. Dieser profitierte von höheren Gaspreisen (+17% y/y; aber Ölpreis: -1% y/y) und einer erhöhten Öl- und Gasproduktion (ohne Beteiligungsunternehmen: +11% y/y) sowie Kostenreduzierungen. Der bereinigte Nettogewinn (Konzernebene) stieg um 10% auf 3,16 (Vj.: 2,87; Q3 2018: 3,96; unsere Prognose: 4,00; Marktkonsens: 2,72) Mrd. USD. Auf berichteter Basis ergab sich ein Ergebnisanstieg von 11% auf 1,13 (Vj.: 1,02; Q3 2018: 3,96) Mrd. USD. Die Quartalsdividende (Ausschüttung im Juni 2019) hat Total um 3,2% auf 0,64 (Vj.: 0,62; Q3 2018: 0,64; unsere Prognose: 0,64; Marktkonsens: 0,64) Euro je Aktie angehoben.

Total	Bereinigtes EBIT			Veränderung gg. Vj.	Veränderung gg. Vq.
	Q4 2017 in Mio. USD	Q3 2018 in Mio. USD	Q4 2018 in Mio. USD		
Exploration & Produktion	2.377	4.114	2.992	25,9%	-27,3%
Gas, EE* & Strom	178	206	190	6,7%	-7,8%
Raffinerie & Chemie	896	966	791	-11,7%	-18,1%
Vertrieb & Service	488	522	450	-7,8%	-13,8%
Holding	-225	-150	-235	-	-
Konzern	3.714	5.658	4.188	12,8%	-26,0%

Quelle: Total, NATIONAL-BANK AG

*Erneuerbare Energien

Im Gesamtjahr 2018 kletterte das bereinigte EBIT um 47% y/y bzw. 5,99 Mrd. USD y/y, wofür der Bereich Exploration & Produktion (+6,81 Mrd. USD y/y) verantwortlich war. Das bereinigte Nettoergebnis wurde um 28% auf 13,56 (Vj.: 10,58) Mrd. USD (bereinigtes EpS: +22% auf 5,08 (Vj.: 4,14) USD) und das berichtete Nettoergebnis um 33% auf 11,45 (Vj.: 8,63) Mrd. USD (berichtetes EpS: +27% auf 4,27 (Vj.: 3,36) USD) gesteigert.

Der freie Cashflow war in Q4 2018 auf Grund einer niedrigeren Kapitalbindung deutlich positiv (+7,93 (Vj.: +4,98; Q3 2018: +0,15) Mrd. USD; Gj. 2018: +9,76 (Vj.: +10,69) Mrd. USD). Das Gearing (weicht von der Unternehmensdefinition ab) hat sich im Quartalsverlauf entsprechend verbessert und lag per Ende Dezember 2018 bei 22% (30.09.2018: 26%; 31.12.2017: 17%). Total verfügt gegenwärtig über folgende Langfrist-Ratings: „A+“, Ausblick: „stabil“ (Standard & Poor's) bzw. „Aa3“, Ausblick: „positiv“ (Moody's).

Total	Bereinigtes EBIT		Veränderung gg. Vj.	Veränderung gg Vj. (in Mio. USD)
	Gj. 2017 in Mio. USD	Gj. 2018 in Mio. USD		
Exploration & Produktion	7.219	14.025	94,3%	6.806
Gas, EE* & Strom	424	557	31,4%	133
Raffinerie & Chemie	4.056	3.131	-22,8%	-925
Vertrieb & Service	1.840	1.886	2,5%	46
Holding	-686	-758	-	-72
Konzern	12.853	18.841	46,6%	5.988

Quelle: Total, NATIONAL-BANK AG

*Erneuerbare Energien

Perspektiven

Gemäß des Geschäftsberichts 2017 (vom 16.03.2018) lagen die nachgewiesenen Öl- und Gasreserven per Ende 2017 bei 11,48 (31.12.2016: 11,52; 31.12.2015: 11,58) Mrd. Barrel Öläquivalent (BOE). Die Reserveersatzrate lag in 2017 bei 95% (Durchschnitt 2015-2017: 98%). Auf organischer Basis belief sie sich auf 101% (Durchschnitt 2015-2017: 100%). Die statistische Reichweite lag für 2017 bei 12,2 (2016: 12,8; 2015: 13,5) Jahren, was unter den „Majors“ einen leicht überdurchschnittlichen Wert darstellt.

Die Öl- und Gasförderung soll in 2019 um mehr als 9% y/y gesteigert werden. Die CAGR 2016-2022e der Öl- und Gasförderung sieht der Konzern nach wie vor bei 5% (inkl. Maersk Oil; impliziert für 2022e: 3,29 (2018: 2,78; 2017: 2,57) Mio. BOE pro Tag). Die Nettoinvestitionen sollen sich in 2019 auf 15-16 (bisher: 15-17; 2018: 15,6; 2017: 11,6) Mrd. USD und in 2020 nach wie vor auf 15-17 Mrd. USD belaufen. Die operativen Kosten (ggü. 2014) sollen in 2019 um über 4,7 (2018: um 4,2; 2020e: um 5) Mrd. USD reduziert werden. Die Ausschüttungspolitik wurde bestätigt. Demnach soll die Dividende in 2018-2020 insgesamt um 10% steigen. Für 2020 soll eine Dividende je Aktie von 2,72 Euro ausgeschüttet werden. Darüber hinaus soll die sogenannte Scrip-Dividende (Dividende in Form von Aktien statt in bar) ab Juni 2019 nicht mehr angeboten werden. Zusätzlich sind im Zeitraum 2018-2020 Aktienrückkäufe im Volumen von bis zu 5 (davon 2018: 1,5; 2019e: 1,5) Mrd. USD geplant.

Unsere Prognosen für das Geschäftsjahr 2019 haben wir auf Grund eines konservativeren Ölpreisszenarios mehrheitlich (u.a. bereinigtes/berichtetes EpS: 4,90 (alt: 5,99) USD; Dividende je Aktie: währungsbedingt 3,04 (alt: 3,17) USD bzw. unverändert 2,64 (pro Quartal: 0,66) Euro) gesenkt. Für 2020 prognostizieren wir erstmals ein EpS (bereinigt/berichtet) von 5,33 USD sowie eine Dividende je Aktie von 3,13 USD (2,72 Euro (bzw. 0,68 Euro je Quartal)). Auf Basis unseres Gordon Growth-Modells (Startjahr: 2019 (bisher: 2018)) haben wir ein neues Kursziel von 54,00 (alt: 58,00) Euro für die Total-Aktie ermittelt. Damit verfügt der Titel über ein Aufwärtspotenzial von knapp unter 15%. Unser Votum lautet daher nach wie vor Halten.

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> - integriertes Geschäftsmodell, starke Position im LNG-Markt - leicht überdurchschnittliche Reichweite der nachgewiesenen Öl- und Gasreserven - Total hat eine gute Reputation im Bereich Projektmanagement - attraktive Ausschüttungspolitik 	<ul style="list-style-type: none"> - überdurchschnittlicher Anteil des Fördergeschäfts ist sogenannten Production Share Agreements und Einflüssen der OPEC ausgesetzt - Teile des Fördergeschäfts sind in geopolitisch problematischen Regionen angesiedelt - investitionsintensives Geschäftsmodell - mehrfache Senkung der Produktionsziele in der Vergangenheit
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> - mittel- und langfristig steigende Nachfrage nach Öl, Gas und Ölprodukten - erfolgreiche Umwandlung der Öl- und Gasressourcen in Reserven - Konzernumbau (Buchgewinne aus Desinvestitionen) - Effizienzsteigerungsmaßnahmen - langfristige OPEC-Russland-Vereinbarung 	<ul style="list-style-type: none"> - Gewinnentwicklung ist stark von den Öl- und Gaspreisen sowie den Raffineriemargen abhängig - Durchbruch der Elektromobilität („Peak-Oil-Demand“-Thematik) - Regulierung (Sicherheit und Umwelt) - Wechselkursabhängigkeit

Quelle: NATIONAL-BANK AG

Total: Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. USD (außer Ergebnis je Aktie und Dividende je Aktie)	2016	2017	2018(e)	2019e	2020e
Umsatz	149.743	171.493	209.363	215.644	226.426
EBITDA	18.982	23.858	30.009	31.915	33.964
Abschreibungen	-13.523	-16.103	-13.992	-12.646	-12.930
EBIT	5.459	7.755	16.017	19.270	21.034
Finanzergebnis	1.717	4.145	2.049	2.725	2.875
EBT	7.176	11.328	18.066	21.995	23.909
Steuern	-970	-3.029	-6.516	-8.798	-9.564
Ergebnis nach Steuern	6.206	8.299	11.550	13.197	14.345
Minderheitenanteile	-213	30	-419	-450	-500
Nettoergebnis	5.993	8.329	11.131	12.747	13.845
Anzahl Aktien (Mio. St.)	2.379	2.482	2.608	2.604	2.600
Ergebnis je Aktie	2,52	3,36	4,27	4,90	5,33
Dividende je Aktie	2,61	2,96	3,02	3,04	3,13
in % vom Umsatz					
Umsatz	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
EBITDA	12,7%	13,9%	14,3%	14,8%	15,0%
Abschreibungen	9,0%	9,4%	6,7%	5,9%	5,7%
EBIT	3,6%	4,5%	7,7%	8,9%	9,3%
EBT	4,8%	6,6%	8,6%	10,2%	10,6%
Steuern	0,6%	1,8%	3,1%	4,1%	4,2%
Ergebnis nach Steuern	4,1%	4,8%	5,5%	6,1%	6,3%
Nettoergebnis	4,0%	4,9%	5,3%	5,9%	6,1%

Quelle: NATIONAL-BANK AG; Total

Total: Bilanz- und Kapitalflussdaten

in Mio. USD	2016	2017	2018(e)	2019e	2020e
Bilanzsumme	230.978	242.631	256.762	258.639	262.119
Anlagevermögen	158.461	157.683	176.963	180.817	184.637
Geschäfts- und Firmenwert	1.157	1.427	1.427	1.427	1.427
Vorräte	15.247	16.520	14.880	15.634	16.982
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	12.213	14.893	17.270	18.330	19.812
Liquide Mittel	24.597	33.185	27.907	23.919	20.549
Eigenkapital	101.574	114.037	118.114	121.926	126.865
Verzinsliches Fremdkapital	56.987	52.436	53.435	50.970	48.505
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	23.227	26.479	26.134	26.416	27.171
Summe Fremdkapital	129.404	128.594	138.648	136.713	135.254
Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit	16.521	22.319	24.703	24.361	25.251
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-17.653	-11.632	-14.946	-16.500	-16.750
Free Cashflow	-1.132	10.687	9.757	7.861	8.501
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	3.532	-5.540	-13.925	-11.850	-11.871
Summe der Cashflows	2.400	5.147	-4.168	-3.988	-3.370

Quelle: NATIONAL-BANK AG; Total

Total: Wichtige Kennzahlen

	2016	2017	2018(e)	2019e	2020e
EV / Umsatz	1,0	0,9	0,9	0,8	0,7
EV / EBITDA	7,6	6,2	6,0	5,3	4,9
EV / EBIT	26,4	19,2	11,3	8,7	8,0
KGV	18,7	15,5	14,0	11,1	10,2
KBV	1,1	1,1	1,3	1,2	1,1
KCV	6,8	5,8	6,3	5,8	5,6
KUV	0,7	0,8	0,7	0,7	0,6
Dividendenrendite	5,6%	5,7%	5,1%	5,6%	5,7%
Eigenkapitalrendite (ROE)	5,9%	7,3%	9,4%	10,5%	10,9%
ROCE	3,4%	4,8%	8,8%	10,2%	10,8%
ROI	2,6%	3,4%	4,3%	4,9%	5,3%
Eigenkapitalquote	44,0%	47,0%	46,0%	47,1%	48,4%
Anlagendeckungsgrad	64,1%	72,3%	66,7%	67,4%	68,7%
Anlagenintensität	68,6%	65,0%	68,9%	69,9%	70,4%
Vorräte / Umsatz	10,2%	9,6%	7,1%	7,3%	7,5%
Forderungen / Umsatz	8,2%	8,7%	8,2%	8,5%	8,8%
Working Capital-Quote	2,8%	2,9%	2,9%	3,5%	4,3%
Nettofinanzverschuldung (in Mio. USD)	32.390	19.251	25.528	27.051	27.956
Nettofinanzverschuldung / EBITDA	1,7	0,8	0,9	0,8	0,8
Capex / Umsatz	13,7%	9,9%	10,6%	7,7%	7,4%
Capex / Abschreibungen	151,8%	104,9%	158,6%	130,5%	129,5%
Free Cashflow / Umsatz	-0,8%	6,2%	4,7%	3,6%	3,8%
Free Cash Flow / Aktie (USD)	-0,48	4,31	3,74	3,02	3,27
Nettofinanzverschuldung / Aktie (USD)	13,61	7,76	9,79	10,39	10,75
Cash / Aktie (USD)	10,34	13,37	10,70	9,19	7,90
Buchwert / Aktie (USD)	42,69	45,95	45,29	46,82	48,79

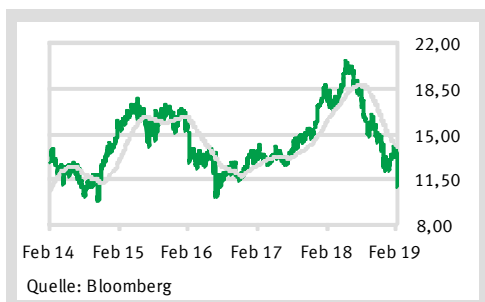
Quelle: NATIONAL-BANK AG; Total

TUI

Halten (Halten)

Kurs am 07.02.19 um 17:36 h	10,92 EUR
Erstellung abgeschlossen	08.02.2019 / 12:50h
Erstmals weitergegeben	08.02.2019 / 14:50h
Kursziel	11,90 EUR
Marktkapitalisierung	6,42 Mrd. EUR
Branche	Reisen / Freizeit
Land	Deutschland
WKN	TUAG00
Reuters	TUIGn.DE

Kennzahlen	09/18	09/19e	09/20e
Ergebnis je Aktie (EUR)	1,25	1,19	1,20
Kurs/Gewinn	13,9	9,2	9,1
Dividende je Aktie (EUR)	0,72	0,72	0,72
Div.- Rendite	4,2%	6,6%	6,6%
Kurs/Umsatz	0,5	0,3	0,3
Kurs/Op. Ergebnis	9,7	6,3	5,9
Kurs/Cashflow	8,8	5,7	5,7
Kurs/Buchwert	2,3	1,4	1,3



Performance	3 M	6 M	12 M
Absolut	-26,1%	-37,8%	-39,4%
Relativ z. CDAX	-20,9%	-24,7%	-25,2%

Erstempfehlung 19.05.2014

Historie der Umstufungen (12 Monate):

Anlass

Gewinnwarnung

Einschätzung

Auf Grund einer anhaltend schwachen Entwicklung der Buchungen für das Sommerprogramm 2019 (Buchungsquote: 34%; Buchungen: +/-0% y/y; Margendruck) hat TUI eine Gewinnwarnung für das Geschäftsjahr 2018/19 (30.09.) veröffentlicht. Das Unternehmen sieht nun das bereinigte EBITA zu konstanten Wechselkursen weitgehend auf dem Vorjahresniveau (1.177 (unsere bisherige Prognose: 1.264) Mio. Euro). Bisher hatte TUI einen währungsbereinigten Ergebnisanstieg von mindestens 10% y/y (Basis: 1.187 Mio. Euro) in Aussicht gestellt (entspricht mindestens: 1.306 Mio. Euro). Den Dividendenvorschlag für das abgelaufene Geschäftsjahr (0,72 Euro je Aktie) behält das Unternehmen aber bei. Wir haben unsere Prognosen gesenkt (u.a. EpS 2018/19e: 1,19 (alt: 1,34) Euro; Dividende je Aktie 2018/19e: 0,72 (alt: 0,79) Euro; EpS 2019/20e: 1,20 (alt: 1,41) Euro; Dividende je Aktie 2019/20e: 0,72 (alt: 0,87) Euro). Die Erfolgsgeschichte des Touristikonzerns seit dem Zusammenschluss von TUI und TUI Travel im Jahr 2014 hat einen deutlichen Dämpfer erhalten. Insgesamt sind wir aber nach wie vor von der Strategie des Managements (integriertes Geschäftsmodell) überzeugt. Nichtsdestotrotz ist das Geschäftsmodell nicht immun gegen eine konjunkturelle Abschwächung bzw. externe Schocks. Unter Berücksichtigung der Gemengelage lautet unser Votum für die TUI-Aktie (07.02.: -19%) nach wie vor Halten (Kursziel: 11,90 (alt: 14,70) Euro (Discounted-Cashflow-Modell, höheres Beta)).

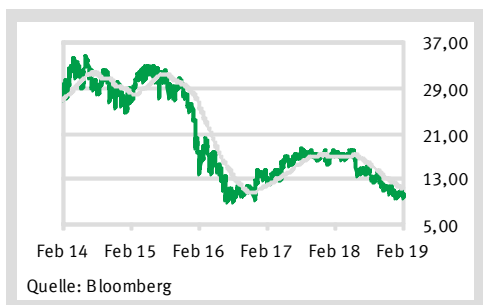
Sven Diermeier (Senior Analyst)

UniCredit

Kaufen (Kaufen)

Kurs am 07.02.19 um 17:38h	10,13 EUR
Erstellung abgeschlossen	08.02.2019 / 12:50h
Erstmals weitergegeben	08.02.2019 / 14:50h
Kursziel	14,00 EUR
Marktkapitalisierung	22,56 Mrd. EUR
Branche	Banken
Land	Italien
WKN	A2DJV6
Reuters	CRDIMI

Kennzahlen	12/18(e)	12/19e	12/20e
Ergebnis je Aktie (EUR)	1,75	2,02	2,13
Kurs/Gewinn	8,4	5,0	4,8
Dividende je Aktie (EUR)	0,27	0,50	0,60
Div.- Rendite	1,8%	4,9%	5,9%
Kurs/Umsatz	1,7	1,1	1,1
Kurs/Op. Ergebnis	7,9	3,9	3,6
Cost/Income	54,2%	52,7%	51,8%
Kurs/Buchwert	0,6	0,4	0,4



Performance	3M	6M	12M
Absolut	-10,8%	-31,2%	-43,2%
Relativ z. FTSEMIB	-11,0%	-20,6%	-29,9%

Erstempfehlung 20.05.2014

Historie der Umstufungen (12 Monate):

13.02.2018 Von Halten auf Kaufen

Anlass

Zahlen für das vierte Quartal 2018

Einschätzung

UniCredit profitierte im vierten Quartal (Q4) 2018 von einem positiven Steuereffekt (Nettoergebnis: 1,73 (Vj.: 0,80; unsere Prognose: 0,64) Mrd. Euro). Sowohl Gesamterträge als auch operative Aufwendungen lagen im Rahmen der Markterwartung. Das Ertragsziel für das laufende Geschäftsjahr (19,8 Mrd. Euro) wurde bestätigt und das Kostenziel konkretisiert (operative Kostenbasis: 10,4 (bisher: <10,6) Mrd. Euro). Die Ergebniszielsetzung (Nettoergebnis: 4,7 Mrd. Euro) blieb unverändert. Vor dem Hintergrund einer sich abschwächenden Konjunktur in Europa scheint u.E. aus heutiger Sicht insbesondere die Ertragszielsetzung ambitioniert. UniCredit geht in das letzte Jahr der Restrukturierung "Transform 2019". Die Bank hat in Bezug auf die von ihr kontrollierbaren Maßnahmen (vor allem Kostenreduzierung und Abbau der ausfallgefährdeten Kredite) die Zielsetzungen übererfüllt. Auf dem aktuellen Kursniveau sehen wir die politischen Störfeuer als eingepreist an und rechnen in 2019 mit einer deutlichen Outperformance der UniCredit-Aktie gegenüber dem europäischen Bankensektor (vorausgesetzt das Management "liefert" weiterhin). Wir haben unsere EpS-Prognose für 2019 auf 2,02 (alt: 1,95) Euro angehoben und prognostizieren für 2020 erstmals u.a. ein EpS von 2,13 Euro. Bei einem neuen Kursziel von 14,00 (alt: 15,00) Euro (Sum-of-the-Parts-Modell) bestätigen wir unser Kaufen-Votum.

Markus Riebelmann (Analyst)

Highlights

- UniCredit profitierte in Q4 2018 von einem positiven Steuereffekt. Sowohl Gesamterträge als auch operative Aufwendungen lagen im Rahmen der Markterwartung.
- Die zum 31.12.2018 ausgewiesene harte Kernkapitalquote nach Basel III lag unverändert bei 12,1% (30.09.2019: 12,1%) und damit u.E. auf einem guten Niveau.

Geschäftsentwicklung

Während das EBT in Q4 2018 mit 778 (Vj.: 830) Mio. Euro die Erwartungen verfehlte (unsere Prognose: 932 (Marktkonsens: 874) Mio. Euro), übertraf das Nettoergebnis mit 1,73 (Vj.: 0,80) Mrd. Euro die Erwartungen (unsere Prognose: 640 (Marktkonsens: 693) Mio. Euro) deutlich. Dabei profitierte UniCredit von einem positiven Steuereffekt (887 Mio. Euro). Ursächlich für die schwächer als von uns erwartete operative Ergebnisentwicklung waren höher als von uns unterstellte Rückstellungen für Rechtsstreitigkeiten (371 (Vj.: 193; unsere Prognose: 83) Mio. Euro). Die Gesamterträge fielen mit 4,86 (Vj.: 4,91) Mrd. Euro besser als von uns erwartet (4,73 Mrd. Euro) aus. Zudem fielen die operativen Aufwendungen entgegen unserer Erwartung auf 2,72 (Vj.: 2,79; unsere Prognose: 2,82) Mrd. Euro. Die Risikovorlage lag hingegen mit 923 (Vj.: 835) Mio. Euro leicht über unserer Prognose (882 Mio. Euro). Auf der Erlösebene lagen sowohl der Zinsüberschuss mit einem Anstieg um 5% y/y (+/-0% q/q) auf 2,78 Mrd. Euro als auch der Provisionsüberschuss mit einem Rückgang um 1% y/y (+2% q/q) auf 1,66 Mrd. Euro im Rahmen der Markterwartungen (2,75 Mrd. Euro bzw. 1,69 Mrd. Euro). Ferner haben sich die Kreditkennziffern auf Konzernebene weiter stabilisiert/verbessert. Die Quote ausfallgefährdeter Kredite lag zum 31.12.2018 unverändert bei 9,3% (30.09.2018: 9,3%). Die Deckungsquote verbesserte sich jedoch zum 31.12.2018 auf 47,0% (30.09.2018: 45,9%). Auf Segmentebene belasteten im Wesentlichen (jeweils vor allem erlösbedingt) der Heimatmarkt und die Corporate and Investment Bank. Der Dividendenvorschlag für das Geschäftsjahr 2018 lag mit 0,27 (Vj.: 0,32) Euro je Aktie deutlich unter unserer Erwartung (0,32 Euro je Aktie), aber nur leicht unter dem Marktkonsens (0,28 Euro je Aktie).

UniCredit	EBT Q4 2017 in Mio. EUR	EBT Q4 2018 in Mio. EUR	Veränderung in Mio. EUR
Commercial Bank - Italien	488	345	-143
Commercial Bank - Deutschland	77	47	-30
Commercial Bank - Österreich	96	99	3
Corporate and Investment Bank	438	293	-145
Osteuropa	416	475	59
Sonstige	-685	-481	204
Konzern	830	778	-52

Quelle: UniCredit, NATIONAL-BANK AG

Perspektiven

Die zum 31.12.2018 ausgewiesene harte Kernkapitalquote nach Basel III lag unverändert bei 12,1% (30.09.2018: 12,1%) und damit über der zu den Q3-Zahlen gesenkten Unternehmenszielsetzung (11,5%-12,0%). Für 2019 rechnet UniCredit unverändert mit einer Spanne von 12,0%-12,5%. Die Leverage Ratio fiel zum 31.12.2018 leicht auf 4,9% (30.09.2018: 5,0%), lag damit aber u.E. nach wie vor auf einem sehr guten Niveau.

Auch im Schlussquartal setzten sich die Trends auf der Ertragsseite (insbesondere beim wichtigen Zinsüberschuss (rund 54% der Gesamterträge)) und der Kostenseite fort (operativen Aufwendungen in 2018: -6% y/y). Das Ertragsziel für das laufende Geschäftsjahr (19,8 (Marktkonsens: 19,69) Mrd. Euro) wurde bestätigt und das Kostenziel konkretisiert (operative Kostenbasis: 10,4 (bisher: <10,6; Marktkonsens: 10,42) Mrd. Euro). Das Ergebnis- (Nettoergebnis: 4,7 (Marktkonsens: 4,36) Mrd. Euro) und Rentabilitätsziel (Rendite auf das tangible Eigenkapital: >9%) blieben unverändert. Vor dem Hintergrund einer sich abschwächenden Konjunktur in Europa scheint u.E. aus heutiger Sicht insbesondere die Ertragszielsetzung ambitioniert. Die Reaktion des Managements auf die Wertberichtigung im Türkei-Geschäft (erhöhte Anstrengungen auf der Kostenseite) zu den Q3-Zahlen sowie die ansonsten erfolgreich verlaufende Restrukturierung der Bank (bspw. bereinigte Rendite auf das tangible Eigenkapital 2018: 8,0% (2017: 7,2%)) zeigen aus unserer Sicht aber, dass ein Erreichen der Nettoergebniszielsetzung zumindest nicht ausgeschlossen werden kann.

Wir haben unsere EpS-Prognose für 2019 im Wesentlichen auf Grund einer geringer als bisher unterstellten Steuerquote auf 2,02 (alt: 1,95) Euro angehoben. Für 2020 prognostizieren wir erstmals ein EpS von 2,13 Euro und ein DpS von 0,60 Euro. UniCredit geht in das letzte Jahr der Restrukturierung "Transform 2019" (neue Ziele auf Investorentag am 03.12.2019), die "auf den letzten Metern" durch den Konfrontationskurs der italienischen Regierung mit Brüssel und die ökonomischen Verwerfungen in der Türkei auf eine harte Probe gestellt wurde. Die Bank hat in Bezug auf die von ihr kontrollierbaren Maßnahmen (vor allem Kostenreduzierung und Abbau der ausfallgefährdeten Kredite) die Zielsetzungen übererfüllt. Auf dem aktuellen Kursniveau sehen wir die politischen Störfeuer als eingepreist an und rechnen in 2019 mit einer deutlichen Outperformance der UniCredit-Aktie gegenüber dem europäischen Bankensektor (vorausgesetzt das Management "liefert" weiterhin). Bei einem neuen Kursziel von 14,00 (alt: 15,00) Euro (Sum-of-the-Parts-Modell; Basis 2020 (bisher: 2019); höhere Eigenkapitalkosten unterstellt) votieren wir unverändert mit Kaufen.

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> - regionale Ertragsdiversifikation - günstige Refinanzierung durch umfangreiche Kundeneinlagen - gute Kostenkontrolle - erfolgreiche Umsetzung des Strategieplans 	<ul style="list-style-type: none"> - weiterhin hohe Ergebnisbelastung aus dem Bereich Non Core - hoher Anteil des Zinsergebnisses an den Gesamterträgen - Niedrigzinsniveau belastet das Zinsergebnis - hohes Engagement in italienischen Staatsanleihen
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> - Maßnahmenpaket des Strategieplans bis 2019 - positive Kosteneffekte durch umfangreiche Restrukturierung - Renditerückgang bei italienischen Staatsanleihen - weitere Anhebung der geplanten Ausschüttungsquoten 	<ul style="list-style-type: none"> - weitergehende regulatorische Anforderungen - Engagement in der Ukraine und Russland - Renditeanstieg bei italienischen Staatsanleihen - Einführung eines Trennbankengesetzes in Italien - ökonomische Verwerfungen in der Türkei

Quelle: NATIONAL-BANK AG

UniCredit: Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. EUR (außer Ergebnis je Aktie und Dividende je Aktie)	2016	2017	2018(e)	2019e	2020e
Gesamterträge	19.595	19.941	19.723	19.664	20.195
Verwaltungsaufwand	12.453	11.338	10.698	10.363	10.461
Risikovorsorge	12.207	2.939	2.619	2.383	2.312
EBT	-10.183	4.148	3.619	5.778	6.332
Steuern	-734	-609	479	-1.040	-1.330
Ergebnis nach Steuern	-10.916	3.539	4.098	4.738	5.002
Minderheitenanteile	-464	-313	-216	-250	-265
Nettoergebnis	-11.790	5.473	3.892	4.489	4.736
Anzahl Aktien (Mio. St.)	595	1.959	2.227	2.227	2.227
Ergebnis je Aktie	-19,82	2,79	1,75	2,02	2,13
Dividende je Aktie	0,00	0,32	0,27	0,50	0,60

Quelle: NATIONAL-BANK AG; UniCredit

UniCredit: Bilanz- und Kapitalflussdaten

in Mio. EUR	2016	2017	2018(e)	2019e	2020e
Bilanzsumme	859.533	836.790	831.469	843.040	854.793
Barreserve	13.858	64.493	30.991	31.301	31.614
Forderungen aus dem Kreditgeschäft	444.607	438.895	471.839	476.557	481.323
Goodwill	1.484	1.484	1.484	1.484	1.484
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	103.852	123.244	125.895	132.190	138.799
Zum Fair Value bewertete Verpflichtungen	2.497	3.011	9.318	9.411	9.505
Verbindlichkeiten gegenüber Kunden	452.419	462.895	478.988	469.408	460.020
Eigenkapital	39.336	59.331	55.841	59.729	63.352

Quelle: NATIONAL-BANK AG; UniCredit

UniCredit: Wichtige Kennzahlen

	2016	2017	2018(e)	2019e	2020e
Buchwert / Aktie	66,1	26,6	25,1	26,8	28,5
KGV	neg.	5,7	8,4	5,0	4,8
KBV	0,2	0,6	0,6	0,4	0,4
Dividendenrendite	0,0%	2,0%	1,8%	4,9%	5,9%
ROE (vor Steuern)	-22,8%	8,4%	6,3%	10,0%	10,3%
ROE (nach Steuern)	-26,4%	9,2%	6,8%	7,8%	7,7%
Aufwands-Ertragsquote	63,6%	56,9%	54,2%	52,7%	51,8%
Core Tier 1 Capital	29.190	48.430	44.681	48.056	51.456
Risk weighted assets	387.136	356.100	370.180	390.540	410.067
Core Tier 1-Quote	7,5%	13,6%	12,1%	12,3%	12,5%
RoRWA	-3,0%	1,5%	1,1%	1,2%	1,2%

Quelle: NATIONAL-BANK AG; UniCredit

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.