

Marktdaten im Überblick	2
Unternehmenskommentare	3
Inditex	3
innogy.....	9
Lufthansa.....	15
Prudential	21
Rechtliche Hinweise	26



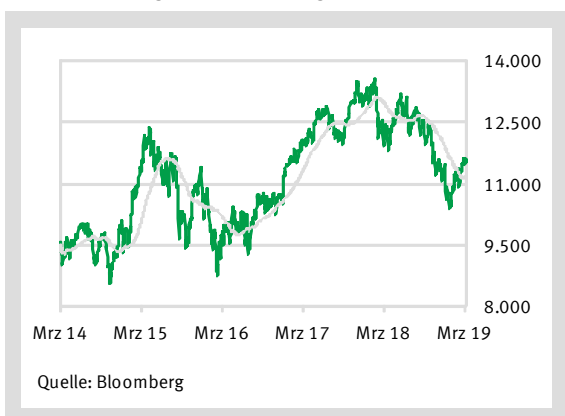
Marktdaten im Überblick

	13.03.2019	12.03.2019	Änderung
Deutschland			
DAX	11.572	11.524	0,4%
MDAX	24.857	24.651	0,8%
TecDAX	2.653	2.656	-0,1%
Bund-Future	164,47	164,54	0,0%
10J Bund in %	0,0650	0,0550	0,0100 PP
3M Zins in %	-0,5380	-0,5280	-0,0100 PP
Europa			
EuroStoxx 50	3.323	3.304	0,6%
FTSE 100	7.159	7.151	0,1%
SMI	9.387	9.332	0,6%
Welt			
DOW JONES	25.703	25.555	0,6%
S&P 500	2.811	2.792	0,7%
NASDAQ COMPOSITE	7.643	7.591	0,7%
NIKKEI 225	21.290	21.504	-1,0%
TOPIX	1.592	1.605	-0,8%
Rohstoffe / Devisen			
EUR in USD	1,1327	1,1288	0,3%
Gold (USD je Feinunze)	1.306,95	1.297,05	0,8%
Brent-Öl (USD je Barrel)	67,55	66,67	1,3%

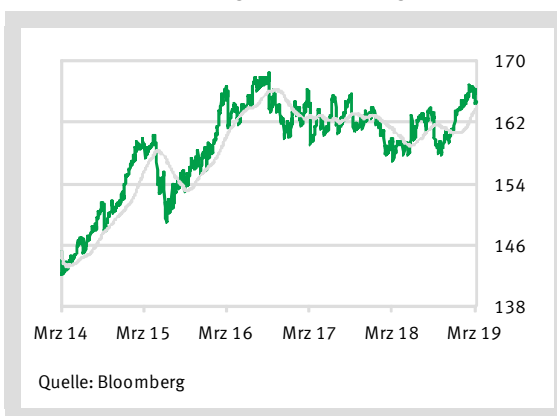
Quelle: Bloomberg

PP: Prozentpunkte

DAX (Kurs und gleitender 90 Tage-Durchschnitt)



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



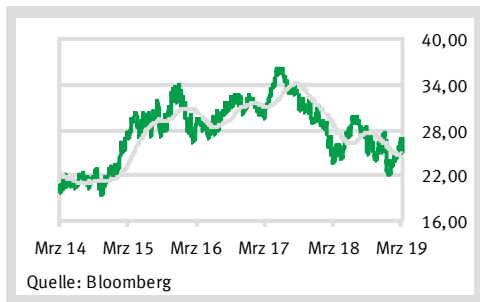
Unternehmenskommentare

Inditex

Halten (Halten)

Kurs am 13.03.19 um 17:35h	25,10 EUR
Erstellung abgeschlossen	14.03.2019 / 13:20h
Erstmals weitergegeben	14.03.2019 / 15:20h
Kursziel	27,00 EUR
Marktkapitalisierung	78,23 Mrd. EUR
Branche	Einzelhandel
Land	Spanien
WKN	A11873
Reuters	ITX.MC

Kennzahlen	01/19(e)	01/20e	01/21e
Ergebnis je Aktie (EUR)	1,11	1,22	1,32
Kurs/Gewinn	23,6	20,6	19,0
Dividende je Aktie (EUR)	0,88	1,06	1,23
Div.- Rendite	3,4%	4,2%	4,9%
Kurs/Umsatz	3,1	2,8	2,6
Kurs/Op. Ergebnis	18,7	16,3	15,1
Kurs/Cashflow	20,2	15,8	14,4
Kurs/Buchwert	5,5	5,0	4,7



Performance	3M	6M	12M
Absolut	2,2%	-4,9%	0,5%
Relativ z. EuroStoxx 50	-5,2%	-4,3%	2,5%

Erstempfehlung 24.03.2014

Historie der Umstufungen (12 Monate):

Anlass

Zahlen für das vierte Quartal 2018/19

Einschätzung

Die Zahlen für das vierte Quartal (Q4) 2018/19 (31.01.) bieten ein gemischtes Bild. Während sie umsatzseitig (+5% y/y auf 7,71 Mrd. Euro) im Rahmen unserer Erwartung (7,76 Mrd. Euro) ausfielen, übertrafen sie beim EBIT (-3% y/y auf 1,29 Mrd. Euro) unsere Prognose (1,25 Mrd. Euro). Der Marktkonsens wurde aber durchweg verfehlt. Für 2019/20 (31.01.) gab Inditex u.E. einen soliden Ausblick und rechnet u.a. mit einem flächenbereinigten Umsatzwachstum von 4% bis 6% y/y, was wir für erreichbar erachten. Positiv überrascht hat die Änderung der Dividendenpolitik (Ausschüttungsquote von 60% (zuvor: 50%; zudem Bonusdividenden von insgesamt 1,00 Euro für die Geschäftsjahre 2018/19, 2019/20, 2020/21). Wir passen unsere Prognosen für 2019/20 (u.a. EpS: 1,22 (alt: 1,23) Euro; DpS: 1,06 (alt: 0,87) Euro) und 2020/21 (u.a. EpS: 1,32 (alt: 1,28) Euro; DpS: 1,23 (alt: 0,90) Euro) an. Dem schwierigen Branchenumfeld (hoher Preisdruck in der Bekleidungsbranche, zunehmender Wettbewerbsdruck vor allem durch Online-Händler) stehen u.a. deutliche Fortschritte beim Ausbau des Online-Geschäfts sowie eine sehr solide Bilanzstruktur (hohe Nettoliquidität) gegenüber. Unter Berücksichtigung dieser Faktoren ermitteln wir ein unverändertes Kursziel von 27,00 Euro (DCF-Modell) und bestätigen unser Halten-Votum für die Inditex-Aktie.

Lars Lusebrink (Analyst)

Highlights

- Die Zahlen für das Q4 2018/19 fielen u.E. gemischt aus. Der Marktkonsens wurde aber durchweg verfehlt.
- Der Ausblick für das Geschäftsjahr 2019/20 fällt solide aus (flächenbereinigtes Umsatzwachstum von 4% bis 6% y/y).

Geschäftsentwicklung

Inditex steigerte in Q4 2018/19 (31.01.) den Umsatz um 5% auf 7,71 (Vj.: 7,37; unsere Prognose: 7,76; Marktkonsens: 7,94) Mrd. Euro. Das Konzern-EBIT verschlechterte sich um 3% auf 1,29 (Vj.: 1,32; unsere Prognose: 1,25; Marktkonsens: 1,34) Mrd. Euro. Ursächlich war ein deutlicher Anstieg der Abschreibungen (+74% auf 239 Mio. Euro). Die EBIT-Marge verschlechterte sich entsprechend auf 16,7% (Vj.: 17,9%). Das Nettoergebnis verringerte sich auf 1,01 (Vj.: 1,03; unsere Prognose: 1,03; Marktkonsens: 1,04) Mrd. Euro.

Inditex	EBIT		Veränderung gg. Vj.
	Gj. 2017/18	Gj. 2018/19	
	in Mio. EUR		
Zara (Zara und Zara Home)	3.120	3.122	0,1%
Pull&Bear	264	300	13,6%
Massimo Dutti	260	258	-0,8%
Bershka	353	327	-7,4%
Stradivarius	225	259	15,1%
Oysho	87	86	-1,1%
Uterque	5	5	0,0%
Konzern	4.314	4.357	1,0%
EBIT-Marge	17,0%	16,7%	-0,4 PP

Quelle: Inditex, NATIONAL-BANK AG

PP: Prozentpunkte

Im Geschäftsjahr 2018/19 (31.01.) stieg der Konzernumsatz trotz negativer Währungseffekte (-3,5 Prozentpunkte) um 3% auf 26,15 (Vj.: 25,34) Mrd. Euro. Währungsbereinigt konnte der Umsatz um 7% y/y zulegen. Flächenbereinigt konnte der Umsatz um 4% (Vj.: +5%) y/y zulegen und erreichte damit nur das untere Ende der Unternehmenszielsetzung (+4% bis +6% y/y). Der Online-Umsatz erhöhte sich um 27% y/y auf 3,2 Mrd. Euro (entspricht 14% des Konzernumsatzes). Die Bruttomarge erhöhte sich auf 56,7% (Vj.: 56,3%). Das EBIT konnte auf Grund eines überproportionalen Anstiegs der operativen Kosten (+4% y/y auf 8,94 Mrd. Euro) sowie höherer Abschreibungen (+14% y/y auf 1,10 Mrd. Euro) nur um 1% auf 4,36 (Vj.: 4,31) Mrd. Euro zulegen. Die EBIT-Marge verringerte sich entsprechend auf 16,7% (Vj.: 17,0%). Ergebnistreiber war die Marke Pull&Bear mit einem EBIT-Anstieg von 14% auf 300 (Vj.: 264) Mio. Euro, während das EBIT der Hauptmarke Zara bei 3,12 (Vj.: 3,12) Mrd. Euro stagnierte. Das Nettoergebnis verbesserte sich um 2% auf 3,44 (Vj.: 3,37) Mrd. Euro und profitierte dabei von einer geringeren Steuerquote. Die Nettoliquidität (Unternehmensdefinition) stieg zum 31.01.2019 auf 6,71 (31.10.2018: 6,61; 31.01.2018: 6,39) Mrd. Euro.

Perspektiven

Für das Geschäftsjahr 2019/20 (31.01.) rechnet Inditex mit einem Anstieg der Bruttoverkaufsfläche in erstklassigen Lagen von 5% bis 6% (2018/19: +8%) y/y. Die Zahl der Läden soll um 50 (2018/19: +15) steigen (300 Neueröffnungen; 250 Schließungen). Zudem erwartet das Unternehmen ein flächenbereinigtes Umsatzwachstum von 4% bis 6% (2018/19: +4%) y/y. Wir halten diese Zielsetzungen für realistisch und erreichbar. Die Investitionen für das laufende Geschäftsjahr werden bei 1,4 (Vj.: 1,5) Mrd. Euro gesehen. In den kommenden Jahren soll das Wachstum der Investitionen unterhalb des Anstiegs der Bruttoverkaufsfläche liegen. Durch die erstmalige Anwendung von IFRS 16 erwartet Inditex einen positiven Effekt von 2% bis 4% auf das Nettoergebnis. Den Ausbau des Online-Geschäfts treibt Inditex weiter voran. So ist für 2019 der Online-Auftritt in weiteren zehn Ländern geplant (Ägypten, Brasilien, Dubai, Indonesien, Israel, Libanon, Marokko, Saudi-Arabien, Serbien, Vereinigte Arabische Emirate). Bis 2020 will Inditex über alle Vertriebskonzepte hinweg weltweit online präsent sein und damit das „integrierte Modell“ (keine Trennung mehr von Läden und Online-Handel) vollständig umgesetzt haben.

Inditex hat eine Änderung der Dividendenpolitik angekündigt, was wir positiv werten. Die Ausschüttungsquote (bezogen auf das Nettoergebnis) soll deutlich auf 60% (zuvor: 50%) angehoben werden. Zudem will das Unternehmen Bonusdividenden von insgesamt 1,00 Euro für die Geschäftsjahre 2018/19, 2019/20 und 2020/21 (zum Vergleich: vorherige drei Geschäftsjahre: 0,53 Euro) ausschütten. Der Dividendenvorschlag für das Geschäftsjahr 2018/19 sieht eine überraschend deutliche Anhebung der Gesamtdividende um 17% auf 0,88 (Vj.: 0,75; unsere Prognose: 0,78) Euro vor. Er enthält bereits eine Sonderdividende in Höhe von 0,22 Euro. Damit verbleibt für die Geschäftsjahre 2019/20 und 2020/21 noch eine Bonusdividende von insgesamt 0,78 Euro.

Die Inditex-Aktie reagierte mit einem deutlichen Kursrückgang (13.12.: -4%) auf die Zahlenveröffentlichung, was wir vor allem auf die durchweg unter dem Marktkonsens liegenden Zahlen für das Q4 2018/19 zurückführen. Zudem wurde im Geschäftsjahr 2018/19 beim flächenbereinigten Umsatzwachstum nur das untere Ende der Unternehmenszielsetzung erreicht. Um auf einem nachhaltigen Wachstumspfad zu bleiben, muss Inditex in dem von einer hohen Wettbewerbsintensität (vor allem steigender Druck von Online-Händlern) geprägten Branchenumfeld u.E. vor allem die Filialen weiter digitalisieren und das Online-Geschäft ausbauen. Wir passen unsere Prognosen für 2019/20 (u.a. EpS: 1,22 (alt: 1,23) Euro; DpS: 1,06 (alt: 0,87) Euro) und 2020/21 (u.a. EpS: 1,32 (alt: 1,28) Euro; DpS: 1,23 (alt: 0,90) Euro) an. Dem schwierigen Branchenumfeld (hoher Preisdruck in der Bekleidungsbranche, zunehmender Wettbewerbsdruck vor allem durch Online-Händler) stehen u.a. deutliche Fortschritte beim Ausbau des Online-Geschäfts sowie eine sehr solide Bilanzstruktur (hohe Nettoliquidität) gegenüber. Unter Berücksichtigung dieser Faktoren ermitteln wir ein unverändertes Kursziel von 27,00 Euro (Discounted-Cashflow-Modell; Startjahr 2019 (alt: 2018)) und bestätigen unser Halten-Votum für die Inditex-Aktie.

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> - sehr solide Bilanzstruktur (u.a. hohe Nettoliquidität) - starkes Markenportfolio - „lokale“ Produktion (mehr als 60% in Europa) erlaubt schnelle Reaktionszeit - attraktive Dividendenpolitik (Ausschüttungsquote von 60%) 	<ul style="list-style-type: none"> - hohe Abhängigkeit vom Heimatmarkt Spanien - volatile Rohstoffkosten (vor allem Baumwollpreis) - hoher Preisdruck in der Bekleidungsbranche - kaum Preiserhöhungen möglich - zunehmender Wettbewerbsdruck, vor allem seitens der Online-Händler
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> - globale Ausweitung des Online-Geschäfts - Multi-Channel-Ansatz - Expansion in neue Länder - insbesondere in Schwellenländer - Ausweitung des Markenportfolios 	<ul style="list-style-type: none"> - Verpassen von Modetrends - sehr kurze Produktzyklen - Belastungen von der Währungsseite - Verlust von Marktanteilen durch aufstrebende Online-Händler

Quelle: NATIONAL-BANK AG

Inditex: Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. EUR (außer Ergebnis je Aktie und Dividende je Aktie)	2016/17	2017/18	2018/19(e)	2019/20e	2020/21e
Umsatz	23.311	25.336	26.145	28.237	30.213
Bruttoergebnis	13.279	14.260	14.816	16.095	17.282
EBITDA	5.083	5.277	5.457	5.958	6.435
Abschreibungen	-1.063	-963	-1.100	-1.158	-1.239
EBIT	4.021	4.314	4.357	4.800	5.197
Finanzergebnis	58	37	71	75	84
EBT	4.078	4.351	4.428	4.875	5.281
Steuern	-917	-979	-980	-1.073	-1.167
Ergebnis nach Steuern	3.161	3.372	3.448	3.803	4.114
Minderheitenanteile	-4	-5	-4	-4	-4
Nettoergebnis	3.157	3.368	3.444	3.799	4.110
Anzahl Aktien (Mio. St.)	3.114	3.113	3.114	3.114	3.114
Ergebnis je Aktie	1,01	1,08	1,11	1,22	1,32
Dividende je Aktie	0,68	0,75	0,88	1,06	1,23
in % vom Umsatz					
Umsatz	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Bruttoergebnis	57,0%	56,3%	56,7%	57,0%	57,2%
EBITDA	21,8%	20,8%	20,9%	21,1%	21,3%
Abschreibungen	4,6%	3,8%	4,2%	4,1%	4,1%
EBIT	17,2%	17,0%	16,7%	17,0%	17,2%
EBT	17,5%	17,2%	16,9%	17,3%	17,5%
Steuern	3,9%	3,9%	3,7%	3,8%	3,9%
Ergebnis nach Steuern	13,6%	13,3%	13,2%	13,5%	13,6%
Nettoergebnis	13,5%	13,3%	13,2%	13,5%	13,6%

Quelle: NATIONAL-BANK AG; Inditex

Inditex: Bilanz- und Kapitalflussdaten

in Mio. EUR	2016/17	2017/18	2018/19(e)	2019/20e	2020/21e
Bilanzsumme	19.622	20.232	21.684	23.181	24.350
Anlagevermögen	9.723	10.084	11.064	11.706	12.318
Geschäfts- und Firmenwert	911	919	1.016	1.067	1.120
Vorräte	2.549	2.685	2.716	3.078	3.293
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	861	778	820	861	904
Liquide Mittel	4.116	4.931	4.866	5.285	5.550
Eigenkapital	12.752	13.522	14.683	15.746	16.559
Verzinsliches Fremdkapital	62	16	89	87	85
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	5.325	5.057	5.251	5.671	6.011
Summe Fremdkapital	6.870	6.710	7.001	7.435	7.791
Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit	4.131	3.961	4.029	4.962	5.418
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-2.396	-833	-1.875	-1.800	-1.850
Free Cashflow	1.735	3.128	2.154	3.162	3.568
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	-1.853	-2.186	-2.260	-2.742	-3.302
Summe der Cashflows	-118	942	-106	420	265

Quelle: NATIONAL-BANK AG; Inditex

Inditex: Wichtige Kennzahlen

	2016/17	2017/18	2018/19(e)	2019/20e	2020/21e
EV / Umsatz	3,9	3,8	2,9	2,6	2,4
EV / EBITDA	17,9	18,0	14,0	12,3	11,4
EV / EBIT	22,6	22,1	17,6	15,3	14,1
KGV	30,1	29,7	23,6	20,6	19,0
KBV	7,4	7,4	5,5	5,0	4,7
KCV	23,0	25,3	20,2	15,8	14,4
KUV	4,1	4,0	3,1	2,8	2,6
Dividendenrendite	2,2%	2,3%	3,4%	4,2%	4,9%
Eigenkapitalrendite (ROE)	24,8%	24,9%	23,5%	24,1%	24,8%
ROCE	51,5%	50,8%	46,6%	48,1%	49,5%
ROI	16,1%	16,6%	15,9%	16,4%	16,9%
Eigenkapitalquote	65,0%	66,8%	67,7%	67,9%	68,0%
Anlagendeckungsgrad	131,2%	134,1%	132,7%	134,5%	134,4%
Anlagenintensität	49,6%	49,8%	51,0%	50,5%	50,6%
Vorräte / Umsatz	10,9%	10,6%	10,4%	10,9%	10,9%
Forderungen / Umsatz	3,7%	3,1%	3,1%	3,0%	3,0%
Working Capital-Quote	-8,2%	-6,3%	-6,6%	-6,1%	-6,0%
Nettofinanzverschuldung (in Mio. EUR)	-4.054	-4.915	-4.777	-5.197	-5.465
Nettofinanzverschuldung / EBITDA	-0,8	-0,9	-0,9	-0,9	-0,8
Capex / Umsatz	10,3%	6,9%	7,2%	6,4%	6,1%
Capex / Abschreibungen	225,4%	182,3%	170,5%	155,5%	149,3%
Free Cashflow / Umsatz	7,4%	12,3%	8,2%	11,2%	11,8%
Free Cash Flow / Aktie (EUR)	0,56	1,00	0,69	1,02	1,15
Nettofinanzverschuldung / Aktie (EUR)	-1,30	-1,58	-1,53	-1,67	-1,76
Cash / Aktie (EUR)	1,32	1,58	1,56	1,70	1,78
Buchwert / Aktie (EUR)	4,10	4,34	4,72	5,06	5,32

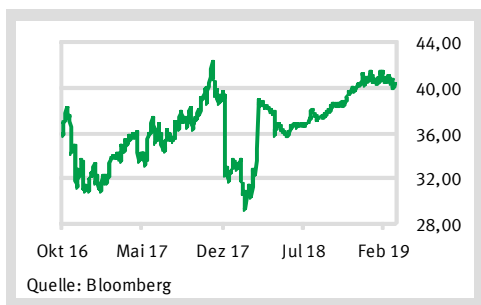
Quelle: NATIONAL-BANK AG; Inditex

innogy

Verkaufen (Verkaufen)

Kurs am 13.03.19 um 17:35h	40,28 EUR
Erstellung abgeschlossen	14.03.2019 / 13:20h
Erstmals weitergegeben	14.03.2019 / 15:20h
Kursziel	-
Marktkapitalisierung	22,38 Mrd. EUR
Branche	Versorger
Land	Deutschland
WKN	A2AADD
Reuters	IGY.DE

Kennzahlen	12/18	12/19e	12/20e
Ergebnis je Aktie (EUR)	- 1,18	1,53	1,54
Kurs/Gewinn	neg.	26,3	26,1
Dividende je Aktie (EUR)	1,40	1,20	1,20
Div.- Rendite	3,8%	3,0%	3,0%
Kurs/Umsatz	0,6	0,6	0,6
Kurs/Op. Ergebnis	7,8	9,7	9,8
Kurs/Cashflow	8,0	8,1	8,1
Kurs/Buchwert	2,1	2,2	2,1



Performance	3M	6M	12M
Absolut	-2,0%	6,1%	3,6%
Relativ z. MDAX	-13,4%	11,8%	9,2%

Erstempfehlung 22.11.2016

Historie der Umstufungen (12 Monate):

15.11.2018 Von Halten auf Verkaufen

Anlass

Zahlen für das vierte Quartal 2018 (testiert)

Einschätzung

Das bereinigte/operative Zahlenwerk für das Geschäftsjahr 2018 bewegte sich im Rahmen unserer Prognosen und der Markterwartungen. Es erfüllte die Mitte Dezember angepasste Guidance. Der Dividendenvorschlag für das abgelaufene Geschäftsjahr (1,40 (Vj.: 1,60) Euro je Aktie) blieb dagegen hinter unserer Erwartung (1,50 Euro) zurück. Der Ergebnisausblick für das Geschäftsjahr 2019 (Rückgänge bei bereinigtem EBIT und bereinigtem Nettoergebnis), der zugegebenermaßen durch die Desinvestition des tschechischen Gasnetzgeschäfts (fehlender Ergebnisbeitrag) belastet ist, fiel schwächer als von uns erwartet aus. E.ON hat sich Zugriff auf 86% des innogy-Aktienkapitals gesichert. Die EU-Kommission prüft gegenwärtig die geplante Übernahme von innogy durch E.ON vertieft. In Anbetracht der durchwachsenen Geschäftsentwicklung von innogy verfügt E.ON u.E. über gute Argumente, die nicht angedienten innogy-Aktien bzw. die nicht RWE gehörenden innogy-Aktien niedriger abzufinden (Optionen: Gewinnabführungs- und Beherrschungsvertrag bzw. Verschmelzung) als das im Rahmen der abgeschlossenen Übernahmeofferte geschehen ist. Unser Votum für die innogy-Aktie lautet nach wie vor Verkaufen.

Sven Diermeier (Senior Analyst)

Highlights

- Der Dividendenvorschlag für 2018 lautet auf 1,40 Euro je Aktie.
- Der Ergebnisausblick für das Geschäftsjahr 2019 impliziert weitere Ergebnisrückgänge (auf bereinigter Basis).
- Die EU-Kommission prüft gegenwärtig vertieft die Übernahme von innogy durch E.ON.

Geschäftsentwicklung

Das bereinigte Konzern-EBIT (britische Vertriebsaktivitäten (npower) wieder als fortgeführte Aktivität reklassifiziert und damit wieder enthalten) sank im Geschäftsjahr 2018 um 7% auf 2,63 (Vj.: 2,82; unsere Prognose: 2,59; Marktkonsens: 2,62; Guidance: rund 2,6) Mrd. Euro. Ausschlaggebend für den Rückgang auf Konzernebene (bereinigtes EBIT: -186 Mio. Euro y/y) waren das Vertriebsgeschäft (bereinigtes EBIT: -173 Mio. Euro y/y) sowie die Erneuerbaren Energien (bereinigtes EBIT: -56 Mio. Euro y/y). Im Vertriebsgeschäft ergaben sich in allen Regionen Ergebnisverschlechterungen. Das britische Vertriebsgeschäft war erneut defizitär (bereinigtes EBIT: -72 (Vj.: -63) Mio. Euro). Auf Grund eines verschlechterten Finanzergebnisses verringerte sich das bereinigte Nettoergebnis überproportional (im Vergleich zum bereinigten EBIT) um 16% auf 1,03 (Vj.: 1,22; unsere Prognose: 1,04; Marktkonsens: 1,03; Guidance: über 1,0) Mrd. Euro (bereinigtes EpS: 1,85 (Vj.: 2,20) Euro).

innogy	Bereinigtes EBIT		Veränderung	
	Q4 2017	Q4 2018	gg. Vj.	gg. Vj.
	in Mio. EUR		in Mio. EUR	in %
Netze & Infrastruktur	520	90	-430	-82,7%
Vertrieb	230	654	424	>100%
Erneuerbare Energien	161	299	138	85,7%
Sonstige, Konsolidierung	-98	-285	-187	-
Konzern	813	758	-55	-6,8%

Quelle: innogy, NATIONAL-BANK AG

Auf Grund deutlich höherer nicht-operativer Belastungen (neutrales Ergebnis: -1.704 (Vj.: -655) Mio. Euro, Wertberichtigungen auf npower) sowie einer gestiegenen Steuerquote verschlechterte sich das berichtete Nettoergebnis im Gesamtjahr 2018 auf -653 (Vj.: +778) Mio. Euro (berichtetes EpS: -1,18 (Vj.: +1,40) Euro). Für das abgelaufene Geschäftsjahr will innogy eine Dividende von 1,40 (Vj.: 1,60; unsere Prognose: 1,50; Marktkonsens: 1,54) Euro je Aktie ausschütten.

Auf Grund der Ergebnisentwicklung sowie höherer Nettoinvestitionen war der freie Cashflow 2018 stark rückläufig (+176 (Vj.: +797) Mio. Euro). Die Kennzahl Nettoverschuldung (Unternehmensdefinition) zu bereinigtem EBITDA bezifferte sich per Ende Q4 2018 auf 4,1 (31.12.2017: 3,6). innogy verfügt über einen Investmentgrade-Status (S&P: „BBB“ (Ausblick: „stabil“); Moody's: „Baa2“ („stabil“)).

innogy	Bereinigtes EBIT		Veränderung	
	Gj. 2017	Gj. 2018	gg. Vj.	gg. Vj.
	in Mio. EUR		in Mio. EUR	in %
Netze & Infrastruktur	1.944	1.962	18	0,9%
Vertrieb	827	654	-173	-20,9%
Erneuerbare Energien	355	299	-56	-15,8%
Sonstige, Konsolidierung	-310	-285	25	-
Konzern	2.816	2.630	-186	-6,6%

Quelle: innogy, NATIONAL-BANK AG

Perspektiven

innogy ist entlang der Strom- und Gas-Wertschöpfungskette auf die Bereiche Erneuerbare Energien, Netze und Vertrieb fokussiert. Ca. 60% des EBITDA wird von regulierten Aktivitäten erwirtschaftet. Europa ist und soll der Kernmarkt des Unternehmens bleiben. Wachstum soll aber sowohl in Europa als auch in Nordamerika generiert werden. Regionaler Schwerpunkt der Geschäftstätigkeit ist Deutschland. Die Nettoinvestitionen sollen sich im Dreijahreszeitraum 2018-2020 auf 7,0-7,5 (dabei 2018: 1,76) Mrd. Euro belaufen. Die Kosten sollen bis 2020 (ggü. 2017) um rund 400 Mio. Euro reduziert werden. Das Unternehmen strebt ein solides Investmentgrade-Rating sowie eine Kennzahl Nettoverschuldung zu EBITDA von rund 4,0 an. Die Ausschüttungsquote (bezogen auf den bereinigten Nettogewinn) soll sich nach wie vor in einer Spanne von 70% bis 80% bewegen.

Am 12.03.2018 hat der Mehrheitsaktionär RWE mit E.ON eine Vereinbarung über mehrere Transaktionen getroffen, deren zentrales Element innogy ist. Demnach wird RWE die 76,79%ige innogy-Beteiligung an E.ON verkaufen. E.ON wurden im Rahmen des freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebots (38,40 Euro je innogy-Aktie in bar (vor der Dividendenzahlung für 2018 von 1,64 Euro je Aktie; bereinigt: 36,76 Euro je innogy-Aktie)) rund 9,4% des Aktienkapitals angedient. Damit hat sich E.ON zwar Zugriff auf 86% des Aktienkapitals gesichert, allerdings wurden jedoch die Squeeze-Out-Schwellen (90% bzw. 95%) verfehlt. E.ON hat nun die Option des Abschlusses einen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags (innogy-Aktionäre hätten die Wahl zwischen Barabfindung und jährlicher Garantiedividende) oder einer Verschmelzung (innogy SE und E.ON SE auf eine neue Gesellschaft), um den „vollen“ Zugriff zu erlangen. innogy hat sich mit E.ON und RWE darauf verständigt, den Integrationsprozess zu unterstützen. Die EU-Kommission überprüft gegenwärtig die geplante Übernahme von innogy durch E.ON vertieft.

Für das Geschäftsjahr 2019 stellt innogy ein bereinigtes EBIT von rund 2,3 (Gj. 2018: 2,63) Mrd. Euro in Aussicht. Bei einem bereinigten Finanzergebnis von -650 bis -750 Mio. Euro sowie einer bereinigten Steuerquote von 25% bis 30% soll sich das bereinigte Nettoergebnis auf rund 850 Mio. Euro belaufen. Ein Teil des erwarteten Ergebnisrückgangs ist den Unternehmensangaben zufolge auf den Verkauf des tschechischen Gasnetzgeschäfts an die Muttergesellschaft RWE im Februar 2019 zurückzuführen. Die Nettoinvestitionen sollen sich in einer Größenordnung von 2,5 Mrd. Euro bewegen.

Unsere Prognosen für die Geschäftsjahre 2019 (u.a. bereinigtes/berichtetes EpS: 1,53 (alt: 1,62) Euro; Dividende je Aktie: 1,20 (alt: 1,30) Euro) und 2020 (u.a. bereinigtes/berichtetes EpS: 1,54 (alt: 1,75) Euro; Dividende je Aktie: 1,20 (alt: 1,35) Euro) haben wir gesenkt. Unser Votum lautet daher weiterhin Verkaufen.

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> - führende Marktpositionen in diversen Märkten - hoher Anteil regulierter Erträge - visible Ausschüttungspolitik (Dividendenformel) - ansprechende Dividendenrendite 	<ul style="list-style-type: none"> - hohe Abhängigkeit von Deutschland - Vertriebsgeschäft von Natur aus margenschwach und von hoher Wettbewerbsintensität geprägt
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> - neue Geschäftsfelder (u.a. Elektromobilität, Power-to-Heat) - geographische Expansion - beschleunigte Umsetzung des Klimaabkommens von Paris - Gewinnabführungs- und Beherrschungsvertrag bzw. Verschmelzung (höhere Abfindung als beim freiwilligen Übernahmeangebot) 	<ul style="list-style-type: none"> - Strom- und Gasabsatz sowie Stromerzeugung witterungsabhängig - eine veränderte Regulierung kann erheblichen Einfluss auf die Profitabilität haben - Stromnachfrage in Deutschland vorerst mit geringer Dynamik - Scheitern der RWE-E.ON-Transaktionen - Gewinnabführungs- und Beherrschungsvertrag bzw. Verschmelzung (geringere Abfindung als beim freiwilligen Übernahmeangebot)

Quelle: NATIONAL-BANK AG

innogy: Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. EUR (außer Ergebnis je Aktie und Dividende je Aktie)	2016	2017	2018	2019e	2020e
Umsatz	41.549	41.119	35.063	35.010	35.063
Rohertrag/Bruttoergebnis	9.925	8.401	8.255	7.142	7.153
EBITDA	4.203	4.331	4.097	3.827	3.845
Abschreibungen	-1.468	-1.515	-1.467	-1.525	-1.550
EBIT	2.735	2.816	2.630	2.302	2.295
Finanzergebnis	-534	-1.168	-2.297	-705	-707
EBT	2.201	1.648	333	1.597	1.588
Steuern	-415	-499	-619	-439	-437
Ergebnis nach Steuern	1.786	1.149	-286	1.158	1.151
Minderheitenanteile	-273	-371	-367	-307	-293
Nettoergebnis	1.513	778	-653	851	858
Anzahl Aktien (Mio. St.)	556	556	556	556	556
Ergebnis je Aktie	2,72	1,40	-1,18	1,53	1,54
Dividende je Aktie	1,60	1,60	1,40	1,20	1,20
in % vom Umsatz					
Umsatz	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Rohertrag/Bruttoergebnis	23,9%	20,4%	23,5%	20,4%	20,4%
EBITDA	10,1%	10,5%	11,7%	10,9%	11,0%
Abschreibungen	3,5%	3,7%	4,2%	4,4%	4,4%
EBIT	6,6%	6,8%	7,5%	6,6%	6,5%
EBT	5,3%	4,0%	0,9%	4,6%	4,5%
Steuern	1,0%	1,2%	1,8%	1,3%	1,2%
Ergebnis nach Steuern	4,3%	2,8%	-0,8%	3,3%	3,3%
Nettoergebnis	3,6%	1,9%	-1,9%	2,4%	2,4%

Quelle: NATIONAL-BANK AG; innogy

innogy: Bilanz- und Kapitalflussdaten

in Mio. EUR	2016	2017	2018	2019e	2020e
Bilanzsumme	46.890	46.814	49.874	50.374	51.003
Anlagevermögen	36.239	36.502	37.229	38.179	39.629
Geschäfts- und Firmenwert	10.658	10.191	8.888	8.888	8.888
Vorräte	391	380	414	420	421
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	4.022	4.198	4.349	4.341	4.348
Liquide Mittel	4.067	3.324	4.376	3.911	3.064
Eigenkapital	10.667	11.252	9.914	10.294	10.779
Verzinsliches Fremdkapital	17.221	17.256	18.705	18.736	18.778
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	4.302	4.001	4.381	4.341	4.313
Summe Fremdkapital	36.223	35.562	39.960	40.080	40.224
Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit	2.674	2.654	2.565	2.756	2.779
Cashflow aus Investitionstätigkeit	5.218	-1.800	-2.678	-2.475	-3.000
Free Cashflow	7.892	854	-113	281	-221
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	-7.042	-1.172	1.057	-747	-625
Summe der Cashflows	850	-318	944	-465	-846

Quelle: NATIONAL-BANK AG; innogy

innogy: Wichtige Kennzahlen

	2016	2017	2018	2019e	2020e
EV / Umsatz	0,8	0,8	1,0	1,0	1,0
EV / EBITDA	7,6	7,8	8,5	9,6	9,5
EV / EBIT	11,7	12,0	13,2	15,9	16,0
KBV	12,4	25,5	neg.	26,3	26,1
KBV	1,8	1,8	2,1	2,2	2,1
KCV	7,0	7,5	8,0	8,1	8,1
KUV	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6
Dividendenrendite	4,7%	4,5%	3,8%	3,0%	3,0%
Eigenkapitalrendite (ROE)	14,2%	6,9%	-6,6%	8,3%	8,0%
ROCE	7,5%	7,6%	7,0%	6,0%	5,7%
ROI	3,2%	1,7%	-1,3%	1,7%	1,7%
Eigenkapitalquote	22,7%	24,0%	19,9%	20,4%	21,1%
Anlagendeckungsgrad	29,4%	30,8%	26,6%	27,0%	27,2%
Anlagenintensität	77,3%	78,0%	74,6%	75,8%	77,7%
Vorräte / Umsatz	0,9%	0,9%	1,2%	1,2%	1,2%
Forderungen / Umsatz	9,7%	10,2%	12,4%	12,4%	12,4%
Working Capital-Quote	0,3%	1,4%	1,1%	1,2%	1,3%
Nettofinanzverschuldung (in Mio. EUR)	13.154	13.932	14.329	14.825	15.714
Nettofinanzverschuldung / EBITDA	3,1	3,2	3,5	3,9	4,1
Capex / Umsatz	4,4%	4,5%	6,7%	7,1%	8,6%
Capex / Abschreibungen	124,9%	121,1%	161,1%	162,3%	193,5%
Free Cashflow / Umsatz	19,0%	2,1%	-0,3%	0,8%	-0,6%
Free Cash Flow / Aktie (EUR)	14,21	1,54	-0,20	0,51	-0,40
Nettofinanzverschuldung / Aktie (EUR)	23,68	25,08	25,79	26,69	28,28
Cash / Aktie (EUR)	7,32	5,98	7,88	7,04	5,52
Buchwert / Aktie (EUR)	19,20	20,25	17,85	18,53	19,40

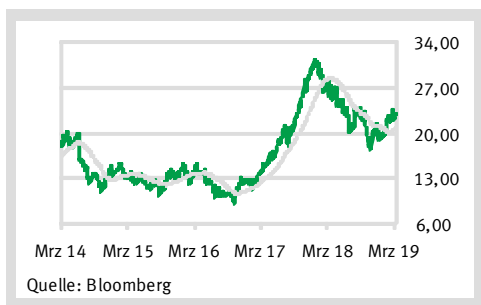
Quelle: NATIONAL-BANK AG; innogy

Lufthansa

Halten (Halten)

Kurs am 13.03.19 um 17:35h	22,83 EUR
Erstellung abgeschlossen	14.03.2019 / 13:20h
Erstmals weitergegeben	14.03.2019 / 15:20h
Kursziel	23,00 EUR
Marktkapitalisierung	10,85 Mrd. EUR
Branche	Reisen / Freizeit
Land	Deutschland
WKN	823212
Reuters	LHAG.DE

Kennzahlen	12/18	12/19e	12/20e
Ergebnis je Aktie (EUR)	4,58	3,99	4,23
Kurs/Gewinn	5,1	5,7	5,4
Dividende je Aktie (EUR)	0,80	0,80	0,80
Div.- Rendite	3,4%	3,5%	3,5%
Kurs/Umsatz	0,3	0,3	0,3
Kurs/Op. Ergebnis	3,7	4,0	3,8
Kurs/Cashflow	2,7	2,6	2,5
Kurs/Buchwert	1,2	1,0	0,8



Performance	3M	6M	12M
Absolut	17,6%	0,7%	-12,9%
Relativ z. DAX30	11,5%	5,7%	-4,7%

Erstempfehlung 25.02.2009

Historie der Umstufungen (12 Monate):

30.10.2018	Von Kaufen auf Halten
31.07.2018	Von Halten auf Kaufen

Anlass

Zahlen für das vierte Quartal 2018 (testiert)

Einschätzung

Das Zahlenwerk für das vierte Quartal (Q4) 2018 fiel gemischt aus (u.a. Umsatz, Nettoergebnis über, bereinigtes EBIT unter unseren Erwartungen). Das Ergebnisziel für das Gesamtjahr 2018 (Guidance: leichter Rückgang des bereinigten EBIT; ist nach alter Definition: -9% y/y) wurde nicht erfüllt. Der Dividendenvorschlag für das abgelaufene Geschäftsjahr (0,80 (Vj.: 0,80) Euro je Aktie) blieb moderat hinter unserer Prognose (0,85 Euro) zurück. Während die Umsatz-Guidance (Anstieg im mittleren einstelligen Prozentbereich) für das laufende Geschäftsjahr über unserer Prognose liegt, blieb der Margenausblick (bereinigte EBIT-Marge: 6,5% bis 8,0%) hinter unserer Erwartung zurück. Ausschlaggebend sind vor allem die Treibstoffkosten (Guidance: 6,8 (Januar 2019: 6,3) Mrd. Euro). In 2019 sind allerdings deutliche Ergebnisfortschritte bei Eurowings zu erwarten. Die Konjunktur-Frühindikatoren (für die OECD) signalisieren eine Wachstumsverlangsamung. Die Wettbewerbsintensität ist trotz der jüngsten Konsolidierungswelle nach wie vor hoch. Wir haben unsere Prognosen angepasst (u.a. EpS 2019e: 3,99 (alt: 4,10) Euro; EpS 2020e: 4,23 (alt: 4,15) Euro). Die Bewertungskennzahlen (u.a. KGV 2019e: 5,7; KGV 2020e: 5,4) sind u.E. Ausdruck der geringen Gewinndynamik sowie der Krisenanfälligkeit des Geschäftsmodells. Unter Berücksichtigung der Gemengelage lautet unser Votum für die Lufthansa-Aktie nach wie vor Halten (Kursziel: 23,00 (alt: 21,50) Euro (Discounted-Cashflow-Modell)).

Sven Diermeier (Senior Analyst)

Highlights

- Das Ergebnisziel für das Geschäftsjahr 2018 wurde nicht erreicht.
- Der Dividendenvorschlag für 2018 lautet auf 0,80 Euro je Aktie.
- Für das Geschäftsjahr 2019 stellt die Lufthansa eine bereinigte EBIT-Marge von 6,5% bis 8,0% (Gj. 2018: 7,9%) in Aussicht.

Geschäftsentwicklung

Der Umsatz stieg im vierten Quartal (Q4) 2018 um 2% auf 8,95 (Vj.: 8,82; unsere Prognose: 8,68; Marktkonsens: 9,30) Mrd. Euro. Dabei sanken die Verkehrserlöse um 1% y/y (dabei IFRS 15: -8% y/y; Menge: +8% y/y). Die Treibstoffkosten sind vor allem preisbedingt deutlich gestiegen (+25% y/y). Entsprechend sank das bereinigte Konzern-EBIT (Definition zu Q4 geändert) um 11% auf 378 (Vj.: 423; unsere Prognose: 424; Marktkonsens: 419) Mio. Euro. Die einzelnen Bereiche zeigten keine einheitliche Entwicklung. Eurowings war defizitär und hat den Verlust ausgeweitet (bereinigtes EBIT: -133 (Vj.: -62) Mio. Euro). Das Nettoergebnis brach auf Grund höherer Sonderbelastungen (berichtetes EBIT: -42% y/y) um 39% auf 343 (Vj.: 560; unsere Prognose: 144; Marktkonsens: 226) Mio. Euro ein.

Lufthansa	Umsatz			Umsatz		
	Q4 2017	Q4 2018	Veränderung	Gj. 2017	Gj. 2018	Veränderung
	in Mio. EUR		gg. Vj.	in Mio. EUR		gg. Vj.
Passagierbeförderung	6.466	6.416	-0,8%	26.689	26.204	-1,8%
Logistik	766	745	-2,7%	2.497	2.681	7,4%
Technik	893	1.004	12,4%	3.568	3.812	6,8%
Catering	618	617	-0,2%	2.556	2.499	-2,2%
Sonstige/Konsolidierung	75	164	>100%	269	647	>100%
Konzern	8.818	8.946	1,5%	35.579	35.843	0,7%

Quelle: Lufthansa, NATIONAL-BANK AG

Im Gesamtjahr 2018 stieg der Konzernumsatz um 1% y/y, wobei die Verkehrserlöse um 1% y/y rückläufig waren (dabei IFRS 15: -8% y/y; Menge: +8% y/y; Preise: +1% y/y; Währung: -2% y/y). Bei um 16% y/y gestiegenen Treibstoffkosten ging das bereinigte EBIT (neue Definition) um 5% auf 2,84 (Vj.: 2,97) Mrd. Euro (alte Definition: -9% y/y auf 2,71 Mrd. Euro; Guidance: „leichter Rückgang“) und das berichtete EBIT um 10% auf 2,97 (Vj.: 3,30) Mrd. Euro zurück. Das Nettoergebnis gab um 8% auf 2,16 (Vj.: 2,34) Mrd. Euro nach (EpS: 4,58 (Vj.: 4,98) Euro). Für das abgelaufene Geschäftsjahr will Lufthansa eine unveränderte Dividende von 0,80 (Vj.: 0,80; unsere Prognose: 0,85; Marktkonsens: 0,83) Euro je Aktie ausschütten.

Der freie Cashflow war 2018 auf Grund der Ergebnisentwicklung, einer höheren Kapitalbindung sowie höheren Investitionen stark rückläufig (250 (Vj.: 2.117) Mio. Euro). Die Eigenkapitalquote lag per Dezember 2018 bei 25,1% (30.09.2018: 29,2%; 31.12.2017: 25,5%). Die Lufthansa verfügt über niedrige Investmentgrade-Ratings (S&P: „BBB-“ (Ausblick: „positiv“); Moody's: „Baa3“ (Ausblick: „stabil“)).

Lufthansa	Bereinigtes EBIT			Bereinigtes EBIT		
	Q4 2017	Q4 2018	Veränderung	Gj. 2017	Gj. 2018	Veränderung
	in Mio. EUR		gg. Vj.	in Mio. EUR		gg. Vj.
Passagierbeförderung	265	221	-16,6%	2.356	2.198	-6,7%
Logistik	164	106	-35,4%	263	268	1,9%
Technik	82	103	25,6%	415	425	2,4%
Catering	0	16	-	66	115	74,2%
Sonstige/Konsolidierung	-88	-68	-	-131	-170	-
Konzern	423	378	-10,6%	2.969	2.836	-4,5%
Bereinigte EBIT-Marge	4,8%	4,2%	-0,6 PP	8,3%	7,9%	-0,4 PP

Quelle: Lufthansa, NATIONAL-BANK AG

PP: Prozentpunkte

Perspektiven

Der Branchenverband IATA (Dezember 2018) geht für das Jahr 2019 davon aus, dass die weltweit verkauften Passagierkilometer um 6% (2018: +7%) y/y steigen werden. Die Durchschnittserlöse sollen sich dabei um 1,4% (2018: -0,9%) y/y erhöhen. Im Frachtverkehr soll sich das Wachstum (verkaufte Fracht-Tonnenkilometer) auf 4% (2018: +4%) y/y belaufen. Dabei sollen sich die Durchschnittserlöse um 2% (2018: +10%) y/y erhöhen.

Der Fokus des Lufthansa-Konzerns liegt weiterhin auf der Margenverbesserung und dem Ausbau der Premiumpositionierung bei den Netzwerk-Airlines (Lufthansa, SWISS, AUA), dem Wachstum und der Konsolidierung bei den Punkt-zu-Punkt-Airlines (u.a. Eurowings), der Optimierung des Kerngeschäfts (u.a. Effizienzsteigerungsprogramm) sowie Wachstumsprojekten (u.a. Partnerschaften) in den Service-Bereichen (Logistik, Technik, Catering).

Im Rahmen der Veröffentlichung des Geschäftsberichts 2018 (am 14.03.) geht die Lufthansa für das Geschäftsjahr 2019 von höheren Treibstoffkosten (+650 Mio. Euro y/y; dabei Q1-Q3: jeweils +200 Mio. Euro y/y; Q4: +50 Mio. Euro y/y) aus. Der Konzernumsatz soll im mittleren einstelligen Prozentbereich gesteigert werden. Die bereinigte Konzern-EBIT-Marge sieht die Lufthansa in einer Spanne von 6,5% bis 8,0% (2018: 7,9%; 2017: 8,3%). Dabei soll Eurowings eine bereinigte EBIT-Marge von rund 0% erzielen (entspricht bereinigtem EBIT von rund 0 (Vj.: -231) Mio. Euro). Die Investitionen sind mit rund 3,6 (2018: 3,76; 2017: 3,47) Mrd. Euro budgetiert. Der bereinigte ROCE soll auf vergleichbarer Basis leicht unter dem Vorjahresniveau (2018: 10,6%; 2017: 11,9%) liegen. Die Kennzahl Net Debt/EBITDA sieht die Lufthansa bei deutlich unter 3,5 (31.12.2018: 1,8; 31.12.2017: 1,5).

Wir haben unsere Prognosen für die Geschäftsjahre 2019 (u.a. EpS: 3,99 (alt: 4,10) Euro) und 2020 (u.a. EpS: 4,23 (alt: 4,15) Euro) angepasst. Auf Basis unseres Discounted-Cashflow-Modells (Startjahr: 2019 (zuvor: 2018)) haben wir für die Lufthansa-Aktie (Xetra-Eröffnungskurs vom 14.03.2019 vs. Xetra-Schlusskurs vom 13.03.2019: -4%) ein neues Kursziel von 23,00 (alt: 21,50) Euro ermittelt. Damit verfügt der Titel nur noch über ein geringfügiges Aufwärtspotenzial. Wir votieren daher nach wie vor mit Halten.

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> - gute globale Marktposition - relativ ausgewogene Umsatzverteilung; breit aufgestelltes Geschäftsmodell macht das Unternehmen unabhängiger von Branchenzyklen - Langfristige Vereinbarungen mit den Piloten und dem Bodenpersonal 	<ul style="list-style-type: none"> - krisenanfälliges Geschäftsmodell - vergleichsweise hohe Ergebnisabhängigkeit von der Ölpreisentwicklung - keine Dividendenkontinuität - viele unterschiedliche Tarifparteien
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> - Ausweitung des Premium-Angebots ermöglicht überdurchschnittliche Renditen - Verbesserung der Ergebnisqualität infolge der Kosteneinsparungen – insbesondere Reduzierung der um Treibstoffaufwendungen bereinigten Stückkosten - Partnerschaften / Kooperationen - Branchenkonsolidierung - Ratingheraufstufung (positiver Ausblick bei S&P) 	<ul style="list-style-type: none"> - anhaltender hoher Wettbewerbsdruck (hohe Marktfragmentierung) - Überkapazitäten im Frachtgeschäft - steigende Ölpreise

Quelle: NATIONAL-BANK AG

Lufthansa: Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. EUR (außer Ergebnis je Aktie und Dividende je Aktie)	2016	2017	2018	2019e	2020e
Umsatz	31.660	35.579	35.844	37.726	39.518
Rohertrag	14.551	16.551	17.175	17.920	18.810
EBITDA	4.044	5.337	5.154	4.918	5.166
Abschreibungen	-1.769	-2.040	-2.180	-2.226	-2.312
EBIT	2.275	3.297	2.974	2.692	2.854
Finanzergebnis	-27	-139	-190	-185	-180
EBT	2.248	3.158	2.784	2.507	2.674
Steuern	-445	-784	-588	-577	-628
Ergebnis nach Steuern	1.803	2.374	2.196	1.930	2.046
Minderheitenanteile	-27	-34	-33	-35	-37
Nettoergebnis	1.776	2.340	2.163	1.895	2.009
Anzahl Aktien (Mio. St.)	466	470	473	475	475
Ergebnis je Aktie	3,81	4,98	4,58	3,99	4,23
Dividende je Aktie	0,50	0,80	0,80	0,80	0,80
in % vom Umsatz					
Umsatz	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Rohertrag	46,0%	46,5%	47,9%	47,5%	47,6%
EBITDA	12,8%	15,0%	14,4%	13,0%	13,1%
Abschreibungen	5,6%	5,7%	6,1%	5,9%	5,9%
EBIT	7,2%	9,3%	8,3%	7,1%	7,2%
EBT	7,1%	8,9%	7,8%	6,6%	6,8%
Steuern	1,4%	2,2%	1,6%	1,5%	1,6%
Ergebnis nach Steuern	5,7%	6,7%	6,1%	5,1%	5,2%
Nettoergebnis	5,6%	6,6%	6,0%	5,0%	5,1%

Quelle: NATIONAL-BANK AG; Lufthansa

Lufthansa: Bilanz- und Kapitalflussdaten

in Mio. EUR	2016	2017	2018	2019e	2020e
Bilanzsumme	34.697	35.778	38.213	39.874	41.731
Anlagevermögen	24.504	24.749	27.559	28.908	29.921
Geschäfts- und Firmenwert	636	713	713	713	713
Vorräte	816	907	968	1.019	1.067
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	4.570	5.314	5.576	5.869	6.148
Liquide Mittel	3.937	3.948	3.235	3.214	3.739
Eigenkapital	7.149	9.110	9.573	11.125	12.791
Verzinsliches Fremdkapital	6.575	6.814	6.685	6.477	6.282
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	4.689	5.249	5.764	6.067	6.355
Summe Fremdkapital	27.548	26.668	28.640	28.749	28.941
Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit	3.246	5.368	4.109	4.141	4.425
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-2.829	-5.006	-3.269	-3.575	-3.325
Free Cashflow	417	362	840	566	1.100
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	-272	-245	-626	-587	-575
Summe der Cashflows	145	117	214	-21	525

Quelle: NATIONAL-BANK AG; Lufthansa

Lufthansa: Wichtige Kennzahlen

	2016	2017	2018	2019e	2020e
EV / Umsatz	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4
EV / EBITDA	2,1	2,3	2,8	2,9	2,8
EV / EBIT	3,7	3,7	4,9	5,3	5,0
KGV	3,2	4,0	5,1	5,7	5,4
KBV	0,8	1,0	1,2	1,0	0,8
KCV	1,8	1,7	2,7	2,6	2,5
KUV	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
Dividendenrendite	4,1%	4,1%	3,4%	3,5%	3,5%
Eigenkapitalrendite (ROE)	24,8%	25,7%	22,6%	17,0%	15,7%
ROCE	9,0%	12,8%	10,5%	9,1%	9,3%
ROI	5,1%	6,5%	5,7%	4,8%	4,8%
Eigenkapitalquote	20,6%	25,5%	25,1%	27,9%	30,6%
Anlagendeckungsgrad	29,2%	36,8%	34,7%	38,5%	42,7%
Anlagenintensität	70,6%	69,2%	72,1%	72,5%	71,7%
Vorräte / Umsatz	2,6%	2,5%	2,7%	2,7%	2,7%
Forderungen / Umsatz	14,4%	14,9%	15,6%	15,6%	15,6%
Working Capital-Quote	2,2%	2,7%	2,2%	2,2%	2,2%
Nettofinanzverschuldung (in Mio. EUR)	2.638	2.866	3.450	3.262	2.543
Nettofinanzverschuldung / EBITDA	0,7	0,5	0,7	0,7	0,5
Capex / Umsatz	6,8%	9,4%	10,3%	9,5%	8,4%
Capex / Abschreibungen	-122,1%	-163,6%	-170,1%	-160,6%	-143,8%
Free Cashflow / Umsatz	1,3%	1,0%	2,3%	1,5%	2,8%
Free Cash Flow / Aktie (EUR)	0,89	0,77	1,78	1,19	2,31
Nettofinanzverschuldung / Aktie (EUR)	5,66	6,10	7,30	6,87	5,35
Cash / Aktie (EUR)	8,45	8,40	6,85	6,76	7,87
Buchwert / Aktie (EUR)	15,34	19,39	20,26	23,41	26,92

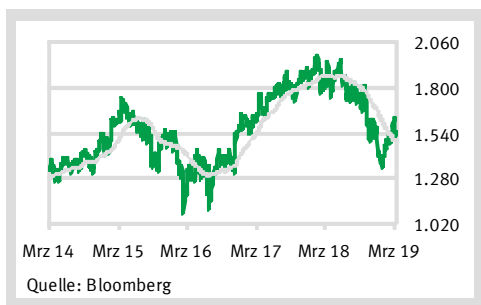
Quelle: NATIONAL-BANK AG; Lufthansa

Prudential

Halten (Halten)

Kurs am 13.03.19 um 17:35h	1.547,50 GBp
Erstellung abgeschlossen	14.03.2019 / 13:20h
Erstmals weitergegeben	14.03.2019 / 15:20h
Kursziel	1.700,00 GBp
Marktkapitalisierung	40,13 Mrd. GBP
Branche	Versicherungen
Land	Großbritannien
WKN	852069
Reuters	PRU.L

Kennzahlen	12/18 (e)	12/19e	12/20e
Ergebnis je Aktie (GBp)	116,90	138,42	148,32
Kurs/Gewinn	15,0	11,2	10,4
Dividende je Aktie (GBp)	49,35	54,00	57,00
Div.- Rendite	2,8%	3,5%	3,7%
Kurs/Umsatz	1,8	0,9	0,9
Kurs/Op. Ergebnis	15,0	9,7	9,1
Combined Ratio	0,0%	0,0%	0,0%
Kurs/Buchwert	2,6	2,1	1,8



Performance	3M	6M	12M
Absolut	9,3%	-9,3%	-19,3%
Relativ z. Stoxx Europe 50	1,5%	-11,3%	-22,0%

Erstempfehlung 08.12.2015

Historie der Umstufungen (12 Monate):

Anlass

Zahlen für das zweite Halbjahr 2018

Einschätzung

Das operative Ergebnis im Kerngeschäft legte im zweiten Halbjahr (H2) 2018 um 3% auf 2,42 (Vj.: 2,34) Mrd. GBP zu und konnte damit unsere Prognose (2,35 Mrd. GBP) leicht übertreffen. Demgegenüber blieb der Dividendenvorschlag für das Geschäftsjahr 2018 hinter unserer Erwartung zurück (49,35 (Vj.: 47,00; unsere Prognose: 51,00) GBp je Aktie). Die H2-Zahlen konnten aus unserer Sicht überzeugen. Dabei wurde der profitable Wachstumskurs in Asien fortgesetzt (bspw. Neugeschäft bei Lebensversicherungen: +16% y/y; H1 2018: +10% y/y). Die im März 2018 angekündigte Abspaltung von M&G Prudential schreitet laut Unternehmensangaben voran. Der genaue Zeitpunkt des Spin-Offs der Lebensversicherungs- und Vermögensverwaltungsaktivitäten in Großbritannien und Europa steht aber noch nicht fest. Bei angepassten Prognosen (EpS 2019e: 138,42 (alt: 132,57) GBp, DpS 2019e: 54,00 (alt: 55,00) GBp; EpS 2020e: 148,32 (alt: 136,55) GBp, DpS 2020e: 57,00 (alt: 58,00) GBp) und einem neuen Kursziel von 1.700,00 (alt: 1.750,00) GBp (modifiziertes Gordon Growth-Modell) votieren wir weiterhin mit Halten für die Prudential-Aktie. Dem unverändert hohen Wachstumspotential im asiatischen Versicherungsmarkt steht u.E. das vergleichsweise hohe Bewertungsniveau (u.a. KBV 2019e: 2,1, Peer Group: 1,2) gegenüber, aus dem wir nur ein moderates Kurspotential ableiten können.

Markus Rießelmann (Analyst)

Highlights

- Das operative Ergebnis im Kerngeschäft konnte in H2 2018 mit 2,42 (Vj.: 2,34) Mrd. GBP unsere Erwartung (2,35 Mrd. GBP) leicht übertreffen.
- Der Dividendenvorschlag für das Geschäftsjahr 2018 blieb mit 49,35 (Vj.: 47,00) Gbp je Aktie hinter unserer Prognose von 51,00 Gbp je Aktie zurück.

Geschäftsentwicklung

Sowohl das EBT mit 1,94 (Vj.: 1,48) Mrd. GBP als auch das Nettoergebnis von 1,66 (Vj.: 0,88) Mrd. GBP lagen in H2 2018 über unseren Erwartungen (1,80 Mrd. GBP bzw. 1,55 Mrd. GBP). Das operative Ergebnis im Kerngeschäft legte um 3% auf 2,42 (Vj.: 2,34; unsere Prognose: 2,35) Mrd. GBP zu. Ursächlich für die leicht besser als von uns erwartete operative Ergebnisentwicklung im Kerngeschäft war ein höher als prognostizierter Ergebnisbeitrag aus dem Asien-Geschäft (1,15 (Vj.: 1,02; unsere Prognose: 1,07) Mrd. GBP).

Im Geschäftsjahr 2018 konnte das operative Ergebnis im Kerngeschäft 3% (währungsbereinigt (wb.): +6%) auf 4,83 (Vj.: 4,70) Mrd. GBP gesteigert werden. Als Ergebnistreiber erwies sich insbesondere das zur Abspaltung stehende Geschäft in Großbritannien und Europa (+19% y/y auf 1,63 Mrd. GBP). Dabei wurde im Lebensversicherungsgeschäft ein deutlicher Ergebnisanstieg (+32% y/y auf 1,14 Mrd. GBP) verzeichnet, der aber laut Prudential auch auf diverse Sondereffekte zurückzuführen war. Das Neuvertragsvolumen (APE) legte um 2% auf 1,52 (Vj.: 1,49) Mrd. GBP zu. Darüber hinaus konnte u.E. das operative Ergebnis im Kerngeschäft in Asien überzeugen (+10% (wb.: +14%) auf 2,16 (Vj.: 1,98) Mrd. GBP). Das Lebensversicherungsgeschäft legte hier um 15% y/y auf 1,98 Mrd. GBP zu. Das APE sank jedoch um 2% (wb.: +2%) y/y auf 3,74 Mrd. GBP. Lediglich im US-Geschäft wurde ein Rückgang beim operativen Ergebnis im Kerngeschäft um 14% (wb.: -11%) auf 1,92 (Vj.: 2,22) Mrd. GBP verzeichnet. Das APE fiel hier um 7% (wb.: -4%) y/y auf 1,54 Mrd. GBP. Der Dividendenvorschlag für das Geschäftsjahr 2018 blieb mit 49,35 (Vj.: 47,00) Gbp je Aktie hinter unserer Prognose von 51,00 Gbp je Aktie zurück.

Prudential	Operatives Ergebnis im Kerngeschäft		Veränderung gg. Vj.
	Gj. 2017	Gj. 2018	
	in Mio. GBP		
Asien	1.975	2.164	9,6%
USA	2.224	1.919	-13,7%
Großbritannien und Europa	1.378	1.634	18,6%
Sonstige	-878	-890	-
Konzern	4.699	4.827	2,7%

	Neuvertragsvolumen (APE)		Veränderung gg. Vj.
	Gj. 2017	Gj. 2018	
	in Mio. GBP		
Asien	3.805	3.744	-1,6%
USA	1.662	1.542	-7,2%
Großbritannien und Europa	1.491	1.516	1,7%
Konzern	6.958	6.802	-2,2%

Quelle: Prudential, NATIONAL-BANK AG

Perspektiven

Die Bilanzstruktur werten wir unverändert als solide. Das den Aktionären zurechenbare Eigenkapital stieg zum 31.12.2018 auf 17,25 (30.06.2018: 15,88; 31.12.2017: 16,09) Mrd. GBP. Die zum 31.12.2018 ausgewiesene Solvabilitätsquote (Solvency II) verbesserte sich deutlich auf 232% (30.09.2018: 205; 31.12.2017: 202%) und lag damit u.E. nun auf einem sehr guten Niveau (zum Vergleich Allianz: 229%).

Die H2-Zahlen konnten aus unserer Sicht überzeugen. Dabei wurde der profitable Wachstumskurs in Asien fortgesetzt (bspw. Neugeschäft bei Lebensversicherungen: +16% y/y; H1 2018: +10% y/y). Die im März 2018 angekündigte Abspaltung von M&G Prudential schreitet laut Unternehmensangaben voran. Der genaue Zeitpunkt des Spin-Offs der Lebensversicherungs- und Vermögensverwaltungsaktivitäten in Großbritannien und Europa steht nicht fest. Er dürfte aber gegen Ende 2019 vollzogen werden. Im Anschluss an die Transaktion sollen die Prudential-Aktionäre Anteile des auf Asien, die USA und Afrika fokussierten Versicherers Prudential plc sowie der auf Großbritannien und Europa fokussierten M&G Prudential halten. Prudential plc profitiert angesichts des hohen Vorsorgebedarfs und einer zunehmend wohlhabenderen Bevölkerung unverändert von der guten Marktposition in Asien. Die Geschäftsentwicklung von M&G Prudential, die eine deutlich geringere Dynamik aufweist, wird so in Zukunft an Visibilität gewinnen. Prudential hat darüber hinaus im Rahmen der H2-Zahlen bekannt gegeben, eine Mehrheitsbeteiligung an dem afrikanischen Lebensversicherer Beneficial Group erworben zu haben. Finanzielle Details der Transaktion wurden nicht genannt.

Wir haben unsere Ergebnisprognosen sowohl für 2019 (EpS: 138,42 (alt: 132,57) GBp) als auch für 2020 (EpS: 148,32 (alt: 136,55) GBp) angehoben. Unsere Dividendenerwartungen haben wir demgegenüber jeweils gesenkt (DpS 2019e: 54,00 (alt: 55,00) GBp; DpS 2020e: 57,00 (alt: 58,00) GBp). Bei einem neuen Kursziel von 1.700,00 (alt: 1.750,00) GBp (modifiziertes Gordon Growth-Modell; Startjahr 2019 (bisher: 2018)) votieren wir weiterhin mit Halten. Für die Prudential-Aktie sprechen u.E. die starke Kapitalausstattung sowie das hohe Wachstumspotential im asiatischen Versicherungsmarkt. Demgegenüber steht jedoch das vergleichsweise hohe Bewertungsniveau (u.a. KBV 2019e: 2,1, KGV 2020e: 10,4; Peer Group KBV 2019e: 1,2, KGV 2020e: 9,6), das sich aus unserer Sicht zwar durch die überdurchschnittliche Eigenkapitalrendite (RoE 2020e: 18,4%; Peer Group: 11,1%) rechtfertigen lässt, ein deutliches Kurspotential der Aktie aktuell jedoch nicht zulässt.

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> - gute regionale Diversifikation (UK, USA, Asien) - breites Produkt- und Leistungsangebot - selektive Zukäufe stärken Marktposition - gute Marktposition in Asien (hoher Vorsorgebedarf) - komfortable Kapitalausstattung - ansteigende Dividendenausschüttung 	<ul style="list-style-type: none"> - historisch niedriges Zinsniveau - vergleichsweise hohe Bewertung (u.a. KBV 2019e) - fehlende Wachstumsdynamik in der Lebens- und Krankenversicherung (insbesondere in Europa) - hohe negative Sondereffekte - volatile Ergebnisentwicklung durch hohe Abhängigkeit vom Kapitalmarktumfeld und von Naturkatastrophen
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> - Ausbau der Marktposition in Wachstumsmärkten - vergleichsweise hohes Wachstum in Asien - Bündelung der Aktivitäten in Europa - geringe Versicherungsdichte in Asien 	<ul style="list-style-type: none"> - Verschärfung des regulatorischen Umfelds - deutlicher Rückgang der zuletzt hohen Wachstumsdynamik in Asien - Wiederaufkeimen der europäischen Schuldenkrise - negative Währungseffekte

Quelle: NATIONAL-BANK AG

Prudential: Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. GBP (außer Ergebnis je Aktie und Dividende je Aktie)	2016	2017	2018(e)	2019e	2020e
Umsatz	71.842	86.390	24.931	42.881	47.169
Verwaltungsaufwand	68.812	82.722	21.913	38.765	42.736
EBT	2.275	3.296	3.635	4.243	4.547
Steuern	-354	-906	-622	-679	-727
Ergebnis nach Steuern	1.921	2.390	3.013	3.564	3.819
Nettoergebnis	1.921	2.389	3.010	3.564	3.819
Anzahl Aktien (Mio. St.)	2.560	2.566	2.575	2.575	2.575
Ergebnis je Aktie (GBP)	75,00	93,10	116,90	138,42	148,32
Dividende je Aktie (GBP)	43,50	47,00	49,35	54,00	57,00

Quelle: NATIONAL-BANK AG; Prudential

Prudential: Bilanz- und Kapitalflussdaten

in Mio. GBP	2016	2017	2018(e)	2019e	2020e
Bilanzsumme	470.498	493.941	508.645	534.125	561.048
Barreserve	10.065	10.690	12.125	11.519	10.943
Finanzanlagen	421.688	451.379	449.559	472.037	495.639
Goodwill	1.628	1.482	1.857	1.857	1.857
Verbindlichkeiten aus Versicherungsverträgen	316.436	328.172	322.666	327.183	331.764
Verbindlichkeiten aus Investmentverträgen	52.837	62.677	67.413	68.424	69.451
Verbindlichkeiten aus Bankgeschäften	5.031	5.662	6.989	7.059	7.129
Eigenkapital	14.666	16.087	17.249	19.542	21.971

Quelle: NATIONAL-BANK AG; Prudential

Prudential: Wichtige Kennzahlen

	2016	2017	2018(e)	2019e	2020e
Buchwert / Aktie	572,9	620,4	665,2	753,6	847,3
KGV	18,2	18,8	15,0	11,2	10,4
KBV	2,4	2,8	2,6	2,1	1,8
Dividendenrendite	3,2%	2,7%	2,8%	3,5%	3,7%
ROE (vor Steuern)	16,5%	21,4%	21,8%	23,1%	21,9%
ROE (nach Steuern)	13,9%	15,5%	18,1%	19,4%	18,4%
Solvabilitätsquote	201,0%	202,0%	232,0%	228,0%	235,0%

Quelle: NATIONAL-BANK AG; Prudential

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.