

Marktdaten im Überblick	2
Unternehmenskommentare	3
AT&T	3
Inditex	4
Rechtliche Hinweise	6



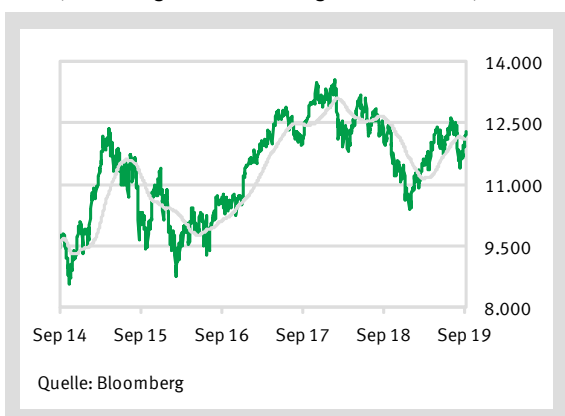
Marktdaten im Überblick

	10.09.2019	09.09.2019	Änderung
Deutschland			
DAX	12.269	12.226	0,3%
MDAX	25.883	26.004	-0,5%
TecDAX	2.824	2.864	-1,4%
Bund-Future	173,98	174,24	-0,1%
10J Bund in %	-0,5470	-0,5850	0,0380 PP
3M Zins in %	-0,6830	-0,5930	-0,0900 PP
Europa			
EuroStoxx 50	3.499	3.495	0,1%
FTSE 100	7.268	7.236	0,4%
SMI	10.020	10.059	-0,4%
Welt			
DOW JONES	26.909	26.836	0,3%
S&P 500	2.979	2.978	0,0%
NASDAQ COMPOSITE	8.084	8.087	0,0%
NIKKEI 225	21.392	21.318	0,3%
TOPIX	1.558	1.551	0,4%
Rohstoffe / Devisen			
EUR in USD	1,1043	1,1048	0,0%
Gold (USD je Feinunze)	1.498,25	1.509,20	-0,7%
Brent-Öl (USD je Barrel)	62,38	62,59	-0,3%

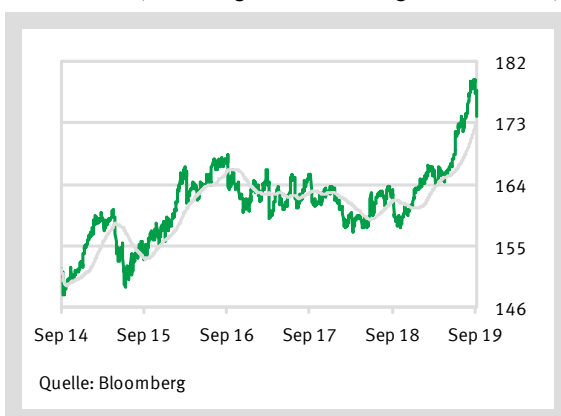
Quelle: Bloomberg

PP: Prozentpunkte

DAX (Kurs und gleitender 90 Tage-Durchschnitt)



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



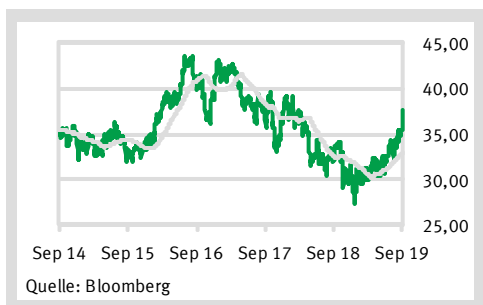
Unternehmenskommentare

AT&T

Halten (Halten)

Kurs am 10.09.19 um 21:59h	37,58 USD
Erstellung abgeschlossen	11.09.2019 / 12:30h
Erstmals weitergegeben	11.09.2019 / 14:30h
Kursziel	38,00 USD
Marktkapitalisierung	274,52 Mrd. USD
Branche	Telekommunikation
Land	USA
WKN	AOHL9Z
Reuters	T.N

Kennzahlen	12/18	12/19e	12/20e
Ergebnis je Aktie (USD)	2,85	2,40	2,56
Kurs/Gewinn	11,7	15,7	14,7
Dividende je Aktie (USD)	2,01	2,05	2,09
Div.-Rendite	6,0%	5,5%	5,6%
Kurs/Umsatz	1,3	1,5	1,5
Kurs/Op. Ergebnis	8,7	9,1	8,9
Kurs/Cashflow	5,2	3,9	5,6
Kurs/Buchwert	1,2	1,4	1,4



Performance	3 M	6 M	12 M
Absolut	17,0%	24,4%	15,0%
Relativ z. S&P 500	13,8%	17,3%	11,9%

Erstempfehlung 29.04.2014

Historie der Umstufungen (12 Monate):

Anlass

Einstieg von Elliott

Einschätzung

Der aktivistische Hedgefonds Elliott legte am Montag (09.09.) offen, eine Beteiligung im Wert von rund 3,2 Mrd. USD an AT&T (entspricht Anteil von knapp 1,2%) erworben zu haben und forderte sogleich in einem Brief an die Unternehmensführung weitreichende Maßnahmen, um die Rendite für die Aktionäre zu erhöhen. Elliott mutmaßt, dass der Aktienwert unter Berücksichtigung der geforderten Maßnahmen bis Ende 2021 auf mehr als 60 USD pro Aktie steigen könnte (entspricht Kursanstieg von 60%). Bei den Maßnahmen handelt es sich zum einen um Abspaltungen wie z.B. des Satellitenfernsehanbieters DirecTV, des mexikanischen Mobilfunkgeschäfts oder Teile des Festnetzgeschäfts. Zum anderen wurden laut eigenen Angaben Einsparungsmöglichkeiten von über 10 Mrd. USD identifiziert. Des Weiteren kritisierte Elliott die zahlreichen Großakquisitionen. Insgesamt sollte sich AT&T laut Meinung von Elliott nur auf das Mobilfunkgeschäft konzentrieren. Dies halten wir aber für zu kurzfristig gedacht, auch wenn wir die Großakquisitionen nach wie vor für übersteuert bzw. zu riskant halten. Der Einstieg von Elliott sollte aber zu mehr (u.E. notwendiger) Kostendisziplin bei AT&T führen und den Konzern von weiteren übersteuerten Übernahmen, welche die bereits viel zu hohe Verschuldung nur noch weiter erhöhen, abhalten. Bei einem auf 38,00 (alt: 34,00) Euro (Peer Group-Modell; gestiegene Multiplikatoren der Vergleichsunternehmen) angehobenen Kursziel bestätigen wir unser Halten-Votum.

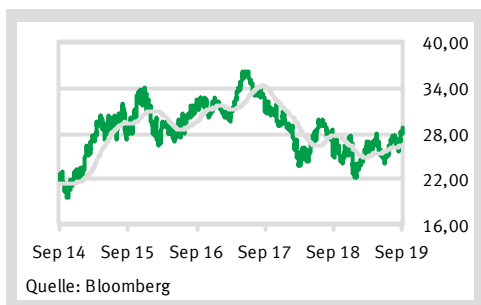
Markus Jost (Analyst)

Inditex

Halten (Halten)

Kurs am 10.09.19 um 17:35h	28,61EUR
Erstellung abgeschlossen	11.09.2019 / 12:30h
Erstmals weitergegeben	11.09.2019 / 14:30h
Kursziel	29,00 EUR
Marktkapitalisierung	89,17 Mrd. EUR
Branche	Einzelhandel
Land	Spanien
WKN	A11873
Reuters	ITX.MC

Kennzahlen	01/19	01/20e	01/21e
Ergebnis je Aktie (EUR)	1,106	1,189	1,296
Kurs/Gewinn	23,6	24,1	22,1
Dividende je Aktie (EUR)	0,88	1,06	1,23
Div.-Rendite	3,4%	3,7%	4,3%
Kurs/Umsatz	3,1	3,2	3,0
Kurs/Op. Ergebnis	18,7	18,4	17,0
Kurs/Cashflow	20,2	18,2	16,7
Kurs/Buchwert	5,5	5,7	5,4



Performance	3M	6M	12M
Absolut	13,2%	8,5%	13,1%
Relativ z. EuroStoxx 50	10,3%	2,6%	7,4%

Erstempfehlung 24.03.2014

Historie der Umstufungen (12 Monate):

Anlass

Zahlen für das zweite Quartal 2019/20

Einschätzung

Die Zahlen für das zweite Quartal (Q2) 2019/20 (31.07.) sind als solide anzusehen und lagen sowohl beim Umsatz (+8% y/y auf 6,89 Mrd. Euro) als auch ergebnisseitig (EBIT: +14% y/y auf 1.060 Mio. Euro) im Rahmen unserer Erwartungen (6,81 Mrd. Euro bzw. 1.045 Mio. Euro) sowie des Marktkonsens (6,90 Mrd. Euro bzw. 1.090 Mio. Euro). Als leichte Enttäuschung werten wir den Rückgang der Bruttomarge auf 54,5% (Vj.: 54,8%; unsere Prognose: 54,7%). Der Ausblick für 2019/20 (31.01.) wurde bestätigt (flächenbereinigtes Umsatzwachstum von 4% bis 6% (erstes Halbjahr (H1) 2019/20: +5%) y/y. Sehr zufrieden zeigte sich das Unternehmen mit der Resonanz auf die Herbst/Winterkollektionen. Als solide erachten wir den Auftakt von Inditex in das Q3 2019/20 (01.08. - 08.09.; Umsatz: +8% y/y). Wir halten die Unternehmens-Guidance für realistisch und erreichbar. Wir behalten unsere EpS-Prognosen (2019/20e: 1,189 Euro; 2020/21e: 1,296 Euro) bei. 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 neues Kursziel von 29,00 (alt: 27,00) Euro (DCF-Modell; risikofreier Zinssatz: 2,75% (bisher: 3,00%); fortschreitender Diskontierungszeitraum) und bestätigen unser Halten-Votum für die Inditex-Aktie.

Lars Lusebrink (Analyst)

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

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 selbstständige 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 eine Nettoverkaufs- oder -kaufposition, welche die Schwelle von 0,5% des Aktienkapitals der bewerteten Gesellschaft überschreitet.
- 5) Die NATIONAL-BANK AG war in den vergangenen zwölf Monaten an der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten der bewerteten Gesellschaft federführend beteiligt.

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

Zusammenfassung der Bewertungsgrundlagen

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

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

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

sowie eine Übersicht der Empfehlungen unter

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

Sensitivität der Bewertungsparameter

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

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

Zeitliche Bedingungen vorgesehener Aktualisierungen:

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

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

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

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