Vontobel

Vontobel Research / 09.03.18

Equity Morning Focus

Übersicht

– What's new?

- **SFS (Hold, 125):** GJ17-Umsatz bereits angekündigt - EBITA-Marge über Prognose, aber nur wegen Einmaleffekten - höhere EC-Marge kompensiert schwächeres FS-Ergebnis - GJ18-Vorgaben bestätigen anhaltendes Wachstum und Anstrengungen zur Margenverbesserung bezogen auf GJ17
- **STARRAG GROUP (Hold, 70.0):** Zugrunde liegende GJ17-Ergebnisse hinter unseren Erwartungen - schwächere Rentabilität im 2H trotz unveränderten Umsatzvolumens - höhere Dividende und verbesserter FCF auf tiefem Niveau - 2018-Auftragseingang bisher unverändert - Hold Rating
- **ZUG ESTATES (Hold, 1'850):** Solides Wachstum von Umsatz und zugrunde liegendem Gewinn - Prozess der Umwandlung von A- in B-Aktien verläuft planmässig

– Good to know

- **NOVARTIS (Hold, 80.0):** Geringfügige Anpassung der Zahlen, um die Informationen von einem kürzlich erfolgten Sell-Side-Dinner zu widerspiegeln
- **ORIOR (Hold, 82.0):** Platzierung von 0.59 Mio. Aktien (+10%) für CHF 45 Mio. zur Teilfinanzierung von Thurella/Biotta-Übernahme (CHF 61 Mio.) - Konsolidierung während 7 Mt. im GJ18 - geringer Negativeffekt auf EPS 18 (-4%) - Hold
- **MOBILEZONE (Restricted, NA):** Kapitalerhöhung mit Bezugsrechten - 8.59 Mio. neue Aktien tragen 27% zu den aktuell ausstehenden Aktien bei - Ausgabepreis CHF 9.50 - Bruttobarmittelzufluss von CHF 82 Mio.

– Event Calendar

Contact your sales desk

Zurich:	London:
+41 58 283 50 51	+44 207 255 83 00
Cologne:	**New York:**
+49 221 20 30 03 70	+1 212 792 58 20

© 2018 Vontobel Equity Research. Die Objektivität dieses Reports kann durch bestehende oder geplante Geschäftsbeziehungen zwischen der Erstellerin und den analysierten Gesellschaften und allenfalls daraus resultierender Interessenkonflikte beeinträchtigt sein. Investoren sollten deshalb diesen Report nie als alleinige Entscheidungsgrundlage verwenden. Im Übrigen wird auf die detaillierten Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und auf die Haftungsausschlüsse auf den letzten Seiten dieses Dokumentes verwiesen.

WHAT'S NEW?

SFS

Analyst:	michal.lichvar@vontobel.com
Bloomberg: SFSN SE	Price: CHF 107
Enterprise Value (Mio.)	CHF 3'922
Market Cap (Mio.)	CHF 4'028
Reporting Currency	CHF

Hold **PT: CHF 125**

Income Stat. (mns)	2016A	2017E	2018E	2019E
Revenues	1432	1629	1735	1837
EBITDA	296	316	360	387
EBIT	151	192	272	296
Net profit	118	154	218	238
Growth (%)	2016A	2017E	2018E	2019E
Revenues	4.5	13.7	6.5	5.9
Net profit	12.9	31.3	41.5	8.9
EPS (rep.)	12.9	31.3	41.5	8.94
Margin analysis (%)	2016A	2017E	2018E	2019E
Gross margin	63.7	64.4	63.8	62.9
EBITDA margin	20.7	19.4	20.8	21.1
EBIT margin	10.5	11.8	15.7	16.1
Balance sheet (%)	2016A	2017E	2018E	2019E
NWC/Revenues	24.7	23.6	23.9	23.7
Net debt (mns)	-0.50	-35.4	-97.4	-182
Equity to tot. assets	76.3	64.0	66.5	68.5
Gearing	0.0	-3.5	-8.4	-14.0
Net debt/EBITDA	0.0	-0.1	-0.3	-0.5
CF statement (mns)	2016A	2017E	2018E	2019E
Capex	-84.6	-135	-140	-135
Operating FCF	157	99.5	132	170
Inc(+)/Dec(-) in cash	-85.9	34.9	62.0	84.7
CF analysis (%)	2016A	2017E	2018E	2019E
Op. CF margin	16.9	14.4	15.7	16.6
Capex/Revenues	5.9	8.3	8.1	7.3
Capex/Depreciation	58.2	109	158	149
Per-share data (CHF)	2016A	2017E	2018E	2019E
EPS (rep.)	3.13	4.11	5.82	6.34
EPS (adj.)	2.94	4.11	5.82	6.34
Net cash	0.0	0.9	2.6	4.9
Dividend	1.50	1.75	1.90	2.30
Payout ratio (%)	47.9	42.5	32.6	36.3
Valuation (X)	2016A	2017E	2018E	2019E
P/E	26.5	27.5	18.4	16.9
P/E (adj.)	28.3	27.5	18.4	16.9
P/B	1.68	4.19	3.50	3.11
EV/EBITDA	10.5	13.3	10.9	9.9
FCF yield %	5.0	2.3	3.3	4.2
Dividend yield %	1.8	1.5	1.8	2.1
Profit. ratios (%)	2016A	2017E	2018E	2019E
ROIC	6.3	9.7	18.7	19.2
ROE	6.5	10.8	20.2	19.4
ROA	5.1	7.7	13.1	13.0
BB Consensus (mns)	**2016A**	**2017E**	**2018E**	**2019E**
Revenues	1435	1619	1720	1814
EBITDA	290	323	353	383
EBIT	187	215	258	282
Net profit	149	177	208	228
EPS	4.09	4.82	5.47	6.01

Conference call/analyst meeting

Conference will take place at Metropol (Zurich) at 11:00 CET.

GJ17-Umsatz bereits angekündigt - EBITA-Marge über Prognose, aber nur wegen Einmaleffekten - höhere EC-Marge kompensiert schwächeres FS-Ergebnis - GJ18-Vorgaben bestätigen anhaltendes Wachstum und Anstrengungen zur Margenverbesserung bezogen auf GJ17

FACTS & COMMENT:

EBITA-Marge dank Einmaleffekten leicht über unseren Erwartungen: Engineered Components wies eine höhere EBITA-Marge aus als von uns erwartet (19.8% ggü. VontE 19.4%): Das starke Umsatzwachstum und die operative Leverage glichen die Zusatzkosten durch die neuen Projekte und kundenbedingte Projektverzögerungen aus. Positiv überraschte auch die Marge von D&L mit 9.1%, was jedoch vorrangig auf einen Gewinn aus einer Immobilienveräusserung zurückzuführen ist, die nicht in unserer Schätzung enthalten war (bereinigte Marge 6.9% ggü. VontE 6.5%). Die Marge von Fastening Systems fiel wesentlich schwächer aus (7.7% ggü. VontE 8.6%), hauptsächlich aufgrund der höheren Kosten durch verlängerte Transformationsprojekte. SFS könnte daher unseres Erachtens diese Projekte in der Mitte des GJ18 abschliessen. Insgesamt entsprach die Konzern-EBITA-Marge ohne Einmaleffekte (14.4%) den Schätzungen.

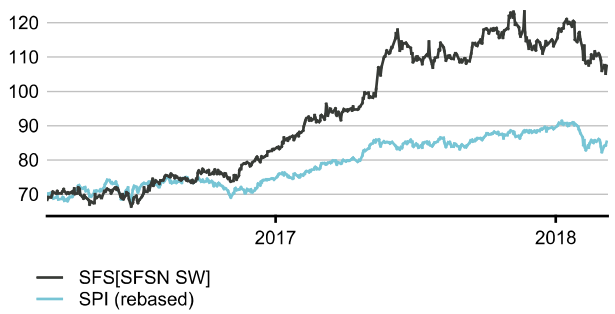
Dividende je Aktie entspricht unseren Schätzungen: Die vorgeschlagene Dividende je Aktie von CHF 1.9 entspricht unseren (CHF 1.9 und den Konsensschätzungen (CHF 1.82) und wird aus Reserven aus Kapitaleinlagen ausgezahlt.

Prognose für GJ18: SFS geht von einem Bruttoumsatzwachstum von 5-7% aus (VontE 6.5%, organisch 4.8%). Die Prognose erfolgt nun auf EBIT-Niveau (zuvor EBITA), wobei die EBIT-Marge fürs GJ18 gegenüber dem GJ17 steigen dürfte (d.h. >14.3%).

OUR CONCLUSION:

Wie erwartet sorgen die GJ17-Ergebnisse für keine grossen Überraschungen. Der Umsatz wurde vorab angekündigt und das ber. EBITA entsprach der Unternehmensvorgabe vom Januar. Beim Reingewinn gab es einige Diskrepanzen zwischen den Konsensschätzungen und den tatsächlichen Zahlen, wahrscheinlich wegen der Umstellung auf Swiss GAAP FER, weshalb wir nicht zu viel in den wesentlich höheren Reingewinn hineininterpretieren würden. Die Vorgaben bleiben positive mit Spielraum zur Anpassung unserer Umsatzprognosen nach oben, aber wahrscheinlich werden wir unsere EBIT-Margen-Schätzungen senken. HOLD

Performance



Source: Bloomberg, Vontobel Equity Research

Differential FY17 results

(CHF mns)	VT	Cons	Reported	YoY (%)	vs VT (%)	vs C (%)
Gross sales *	1633	1633	1633	13.7	0.0	0.0
EBITA	232	234	240	10.7	3.2	2.7
EBITA margin**	14.3	14.3	14.7	-41 bps	+41 bps	+34 bps
Net profit	154.7	130	159.1	30.2	2.8	22.4

Differential 2H17 results

(CHF mns)	VT	Cons	Reported	YoY (%)	vs VT (%)	vs C (%)
Gross sales *	854.1	854.1	854.1	14.2	0.0	0.0
EBITA	121.9	123.0	129.4	4.8	6.1	5.2
EBITA margin**	14.4	14.4	15.1	-137 bps	+78 bps	+73 bps
Net profit	97.8	73.1	102.2	36.4	4.4	39.8

* already reported

** margin already reported, calculated as % of net sales

Source: AWP, Company data, Vontobel Equity Research

WHAT'S NEW?

STARRAG GROUP

Analyst:	pascal.furger@vontobel.com
Bloomberg: STGN SE	Price: CHF 64.0
Enterprise Value (Mio.)	CHF 234
Market Cap (Mio.)	CHF 215
Reporting Currency	CHF

Hold **PT: CHF 70.0**

Income Stat. (mns)	2016A	2017E	2018E	2019E
Revenues	372	405	413	425
EBITDA	19.6	26.8	31.7	33.1
EBIT	7.36	15.8	20.2	21.3
Net profit	4.47	11.7	14.3	15.1
Growth (%)	2016A	2017E	2018E	2019E
Revenues	2.2	9.0	2.0	3.0
Net profit	-52.2	163	21.4	5.7
EPS (rep.)	-52.2	163	21.4	5.73
Margin analysis (%)	2016A	2017E	2018E	2019E
Gross margin	56.0	55.9	56.8	56.8
EBITDA margin	5.3	6.6	7.7	7.8
EBIT margin	2.0	3.9	4.9	5.0
Balance sheet (%)	2016A	2017E	2018E	2019E
NWC/Revenues	27.3	25.7	27.1	27.0
Net debt (mns)	18.7	23.4	19.2	15.6
Equity to tot. assets	53.4	54.1	55.4	56.1
Gearing	10.0	12.0	9.4	7.3
Net debt/EBITDA	1.0	0.9	0.6	0.5
CF statement (mns)	2016A	2017E	2018E	2019E
Capex	-19.7	-12.0	-13.0	-14.0
Operating FCF	2.14	-1.31	9.54	9.64
Inc(+)/Dec(-) in cash	4.60	-4.67	4.16	3.59
CF analysis (%)	2016A	2017E	2018E	2019E
Op. CF margin	5.9	2.6	5.5	5.6
Capex/Revenues	5.3	3.0	3.1	3.3
Capex/Depreciation	161	109	113	118
Per-share data (CHF)	2016A	2017E	2018E	2019E
EPS (rep.)	1.33	3.49	4.24	4.48
EPS (adj.)	1.33	3.49	4.24	4.48
Net cash	-5.6	-7.0	-5.7	-4.7
Dividend	1.00	1.60	1.80	1.80
Payout ratio (%)	75.2	45.8	42.4	40.1
Valuation (X)	2016A	2017E	2018E	2019E
P/E	39.5	18.7	15.1	14.3
P/E (adj.)	39.5	18.7	15.1	14.3
P/B	0.95	1.13	1.06	1.01
EV/EBITDA	10.0	9.1	7.4	7.0
FCF yield %	1.2	-0.6	4.4	4.5
Dividend yield %	1.9	2.4	2.8	2.8
Profit. ratios (%)	2016A	2017E	2018E	2019E
ROIC	2.3	4.8	5.9	6.1
ROE	2.4	6.2	7.2	7.3
ROA	1.3	3.3	3.9	4.0
BB Consensus (mns)	**2016A**	**2017E**	**2018E**	**2019E**
Revenues	372	405	413	425
EBITDA	20	27	32	33
EBIT	7	16	20	21
Net profit	5	12	14	15
EPS	1.61	3.49	4.24	4.48
Conference call/analyst meeting				
Analyst conference at Savoy Zurich at 10:30 am CET				

Zugrunde liegende GJ17-Ergebnisse hinter unseren Erwartungen - schwächere Rentabilität im 2H trotz unveränderten Umsatzvolumens - höhere Dividende und verbesserter FCF auf tiefem Niveau - 2018-Auftragseingang bisher unverändert - Hold Rating

FACTS & COMMENT:

Auftragseingang und Umsatz bereits mitgeteilt: Im GJ17 sank der Auftragseingang in LW um -28% (1H: -39%; 2H: -17%), dies auch wegen des Rekordwerts vom Vorjahr. Der Umsatz stieg hingegen um 9% (Zielvorgabe: 5% p.a.). Der aktuelle Auftragsbestand stellt die Kapazitätsauslastung für mehr als ein Jahr sicher.

Schwächere Rentabilität im 2H: Wie bereits im Januar angekündigt, sank die EBIT-Marge im 2H trotz unverändertem Umsatz auf 3.6% (1H: 4.0%). Im gesamten GJ17 stieg die Rentabilität um +130 Bp. auf 3.8% (VontE: 3.9%). Der Wert für das GJ16 wurde infolge der Umstellung auf Swiss GAAP FER um +50 Bp. erhöht. Dem Reingewinn kam eine einmalige Steuergutschrift von CHF 1.3 Mio. zugute (ohne: CHF 10.8 Mio. und damit unter VontE).

FCF leicht verbessert: Nach unseren Berechnungen hat sich der FCF um CHF 1 Mio. auf CHF 4.5 Mio. erhöht (Rendite: 1.1%). Dem tieferen Investitionsaufwand (neues Schweizer Werk fertiggestellt) standen NUV-Abflüsse von CHF -9.4 Mio. gegenüber.

Höhere Dividende: Die Dividende erhöhte sich um 50% auf CHF 1.5 (VontE: CHF 1.6), die Ausschüttungsquote sank hingegen auf 41.9% (im Einklang mit Zielspanne von 35-50%).

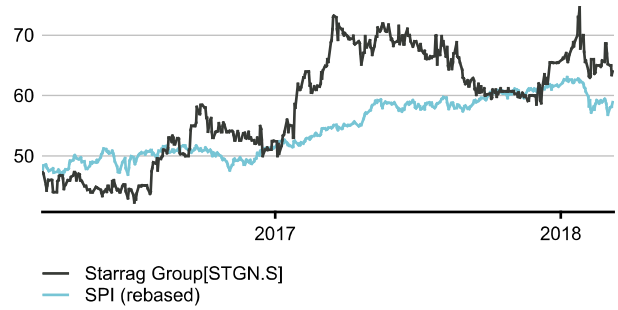
Ausblick für GJ18: Das Unternehmen rechnet mit einem «substanziell höheren» Auftragseingang (VontE: +18%), einem «zumindest gleichbleibenden» Umsatz (+2%) sowie einer höheren EBIT-Marge (4.9%).

Nächster Kursimpuls: 1H18-Ergebnisse am 27. Juli (=)

OUR CONCLUSION:

Insgesamt keine Überraschungen, aber die zugrunde liegenden Ergebnisse lagen leicht hinter unseren Erwartungen zurück. Starrag arbeitet intensiv an der Verbesserung der Kostenstruktur und der Effizienz. Durch den höheren Umsatz und die verbesserte Kapazitätsauslastung erwarten wir im GJ18 eine Rentabilität auf dem Niveau des GJ15 (>4%), die aber immer noch unterhalb des äusserst ambitionierten mittelfristigen Ziels der Gruppe von 8% bleiben dürfte. Bisher blieb der Auftragseingang im Jahr 2018 weitgehend unverändert, eher unspektakulär. Wir werden unsere Schätzwerte nur leicht anpassen. Daher wird das Hold Rating bestätigt.

Performance



Source: Bloomberg, Vontobel Equity Research

Differential FY17 order intake & sales

(CHF mns)	VT	Cons	Reported	YOY	vs VT (%)	vs C (%)
Order intake*	349	-	349	-27.3%	0.0%	-
Revenues*	405	-	405	9.0%	0.0%	-
EBIT	15.8	-	15.3	64.5%	-3.1%	-
- margin (%)	3.9	-	3.8	128 bps	-12 bps	-
Net profit	11.7	-	12.1	98.4%	3.0%	-

* already reported

Source: Company data, Vontobel Equity Research

WHAT'S NEW?

ZUG ESTATES

Analyst:	stefan.schuermann@vontobel.com
Bloomberg: ZUGN SE	Price: CHF 1'770
Enterprise Value (Mio.)	CHF 1'397
Market Cap (Mio.)	CHF 903
Reporting Currency	CHF

Hold **PT: CHF 1'850**

Income Stat. (mns)	2016A	2017E	2018E	2019E
Rental income	40.1	42.1	47.0	51.8
EBITDA	66.9	52.2	61.8	73.0
EBITDA (cash)	38.4	39.3	41.8	44.5
Net profit	48.4	35.5	42.7	51.8
Net profit (cash)	24.0	25.5	26.3	39.8
Growth (%)	2016A	2017E	2018E	2019E
Rental income	2.5	5.1	11.6	10.1
Net profit	-28.0	-26.5	20.0	21.4
Net profit (cash)	-0.1	6.0	3.2	51.5
EPS	-28.0	-26.5	20.0	21.4
EPS (cash)	-0.1	6.0	3.2	51.5
Margin analysis (%)	2016A	2017E	2018E	2019E
EBITDA margin	167	124	131	141
Vacancy rate	1.8	2.7	2.5	2.7
Balance sheet (%)	2016A	2017E	2018E	2019E
Equity ratio	61.2	57.1	54.1	55.4
Loan-to-value	26.8	31.9	NA	NA
Net debt (mns)	332	406	494	504
CF statement (mns)	2016A	2017E	2018E	2019E
Operating CF	9.07	26.1	23.4	37.5
Operating FCF	-38.9	-61.9	-74.6	-20.5
Acquistions	-.62	13.0	-.02	-.02
CF analysis	2016A	2017E	2018E	2019E
Op. FCF margin	-97.1	-147	-159	-39.5
Acq. to properties	-0.1	1.2	0.0	0.0
Per-share data (CHF)	2016A	2017E	2018E	2019E
EPS (rep.)	94.8	69.7	83.7	102
EPS (cash)	47.1	49.9	51.5	78.0
NAV(gross)	1'881	1'936	2'038	2'160
NAV(net)	1'683	1'730	1'789	1'864
Dividend	23.0	25.0	26.0	28.0
Payout ratio (%)	48.8	50.1	50.5	35.9
Valuation (%)	2016A	2017E	2018E	2019E
P/E	17.4	26.2	21.2	17.4
P/E (cash)	35.1	36.6	34.4	22.7
P/NAV(gross)	0.56	0.64	0.58	0.55
P/NAV (net)	0.98	1.06	0.99	0.95
EV/EBITDA	17.6	25.6	22.6	19.3
EV/EBITDA (cash)	NA	NA	NA	NA
Dividend yield	1.4	1.4	1.5	1.6
Profit. ratios (%)	2016A	2017E	2018E	2019E
Implied gross yield	4.3	4.4	4.6	4.6
Implied net yield	3.6	3.7	3.9	3.9
ROE	6.5	4.5	5.2	6.1
ROE (cash)	3.2	3.2	3.2	4.7
BB Consensus (mns)	**2016A**	**2017E**	**2018E**	**2019E**
EBITDA	65	53	67	70
Net profit	40	32	40	45
EPS	49.6	62.0	78.1	87.1

Conference call/analyst meeting

14:30 CH +41 225 805 970; Germany +49 69 22 22 29 043 PIN: 86485636#

Solides Wachstum von Umsatz und zugrunde liegendem Gewinn - Prozess der Umwandlung von A- in B-Aktien verläuft planmässig

FACTS & COMMENT:

Solider Reingewinn: Der Reingewinn von CHF 34.4 Mio. liegt leicht unter unserer Schätzung von CHF 35.5 Mio. aufgrund leicht geringer als erwarteter Neubewertungsgewinne. Der ber. Reingewinn von CHF 26.1 Mio. liegt 3% über den Erwartungen. Der EPRA-NAV (netto) von CHF 1733 entspricht weitestgehend unserer Schätzung.

Entwicklungen: Das Wachstum bei den Mieteinnahmen ist stabil und eine Reduktion der Leerstandsrate auf 1.5% ist erfreulich. Das Suurstoffi-Projekt ist auf Kurs. Die dritte Phase wurde Mitte Februar abgeschlossen. Amgen, Arval und Mobilezone - Mieter im S22-Bürogebäude - werden im Sommer 2018 ausziehen (60% der vermieteten Fläche). Der Verkauf von Wohnungen im Aglaya-Hochhaus lag bei 70% und dürfte im 1H19 abgeschlossen werden. Bezüglich des Masterplans für das Zug City Center hatten wir für heute Neuigkeiten erwartet, aber erste Ergebnisse werden erst für das 2Q18 erwartet.

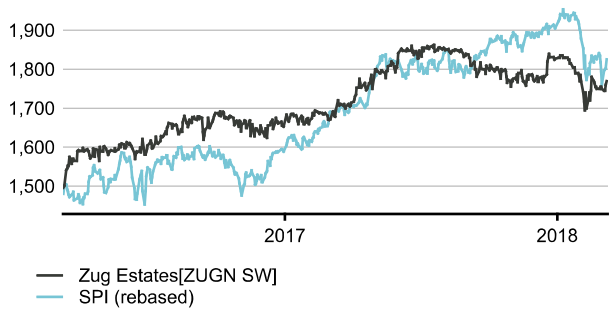
Höhere Dividende: Die Dividende steigt um 10.9% auf CHF 25.5 pro Aktie angehoben, was einer Rendite von 1.4% entspricht.

A- bis B-Aktien: In Zusammenhang mit dem Rücktritt des VR-Präsidenten Heinz M. Buhofer ist der vorangekündigte Prozess für die freiwillige Umwandlung von Stimmrechtsaktien der Serie A (1.95 Mio.) in börsennotierte B-Aktien auf Kurs - die Umwandlung von 1.43 Mio. A-Aktien wurde bereits bewilligt.

OUR CONCLUSION:

Die soliden Ergebnisse von ZUGN sind ein Beleg für den anhaltenden Erfolg des Entwicklungsprojekts Suurstoffi. Die Masterplanung für das Zentrumsareal Zug bildet den nächsten wichtigen Schritt. Die Umwandlung von A- in B-Aktien ist vorteilhaft, da sie zu einer höheren Liquidität führen dürfte. Die Dividendenrendite bleibt zwar unter dem Niveau der Wettbewerber, das solide NAV-Wachstum dürfte sich jedoch fortsetzen. Da das Unternehmen zum 1.02-fachen NAV (netto) und zum 34.4-Fachen des bereinigten EPS für das GJ18E gehandelt wird, sehen wir etwas Aufwärtspotenzial in Richtung auf unser Kursziel - wir bestätigen unser Hold Rating.

Performance



Source: Bloomberg, Vontobel Equity Research

Differential Zug Estates FY17

(CHF mns)	VT	Cons	Reported	YoY (%)	vs VT (%)	vs C (%)
Rental income	42.1		41.9	4.6	-0.4	
Net revaluation gains	12.9		8.7	-69.0	-32.7	
Income from property sales	0.0		1.0	137.9	NM	
Hotel & catering income	16.1		16.1	-1.9	0.1	
EBIT	49.1		45.7	-28.4	-7.0	
EBIT adj.	36.2		37.0	3.5	2.1	
Net profit	35.5		34.4	-28.9	-3.2	
Net profit adj.	25.4		26.1	8.7	2.6	
EPS (CHF per share)	69.7		68.3	-27.9	-1.9	
EPS adj. (CHF per share)	49.9		51.9	10.1	3.9	
Dividend per share (CHF per share)	25.0		25.5	10.9	2.0	
Comparison vs 1H17						
NAV per share (net)	1'594		1594	3.0	0.0	
NAV per share (EPRA)	1'730		1733	2.9	0.1	
Vacancy rate (%)	2.6		1.5	-30 bp	-110 bp	
Equity ratio (%)	57.1		56.9	-431 bp	-25 bp	

Source: Company data, Vontobel Equity Research

GOOD TO KNOW

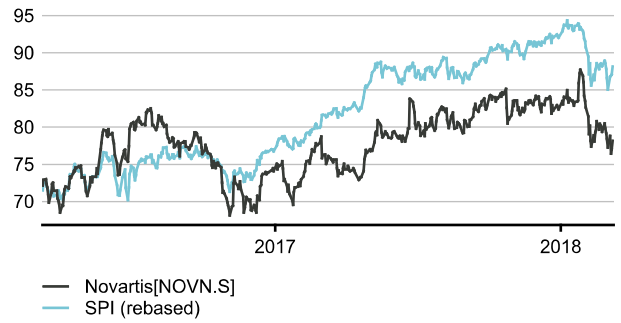
NOVARTIS

Analyst:	stefan.schneider@vontobel.com
Bloomberg: NOVN SE	Price: CHF 78.2
Enterprise Value (Mio.)	CHF 172'921
Market Cap (Mio.)	CHF 181'132
Reporting Currency	USD

Hold **PT: CHF 80.0**

Income Stat. (mns)	2016A	2017A	2018E	2019E
Revenues	48518	49109	51859	53093
EBITDA	14443	14961	16068	16467
EBIT	8268	8629	9639	10441
Net profit	6712	7703	8708	9518
Growth (%)	2016A	2017A	2018E	2019E
Revenues	-1.8	1.2	5.6	2.4
Net profit	-4.3	14.8	13.0	9.3
EPS (rep.)	-1.17	16.3	10.1	9.51
Margin analysis (%)	2016A	2017A	2018E	2019E
Gross margin	63.9	65.0	65.8	65.9
EBITDA margin	29.8	30.5	31.0	31.0
EBIT margin	17.0	17.6	18.6	19.7
Balance sheet (%)	2016A	2017A	2018E	2019E
NWC/Revenues	0.1	1.5	1.5	2.0
Net debt (mns)	16025	19047	15423	11549
Equity to tot. assets	57.6	55.8	56.1	59.2
Gearing	21.4	25.7	20.0	14.3
Net debt/EBITDA	1.1	1.3	1.0	0.7
CF statement (mns)	2016A	2017A	2018E	2019E
Capex	-607	-1273	-2237	-2331
Operating FCF	10868	11348	11379	12023
Inc(+)/Dec(-) in cash	2333	1853	7165	695
CF analysis (%)	2016A	2017A	2018E	2019E
Op. CF margin	23.7	25.7	26.3	27.0
Capex/Revenues	1.3	2.6	4.3	4.4
Capex/Depreciation	9.8	20.1	34.8	38.7
Per-share data (CHF)	2016A	2017A	2018E	2019E
EPS (rep.)	2.78	3.23	3.56	3.90
EPS (adj.)	4.69	4.78	4.98	5.32
Net cash	-6.4	-8.0	-6.5	-4.9
Dividend	2.75	2.80	2.95	3.10
Payout ratio (%)	98.9	86.6	82.9	79.6
Valuation (X)	2016A	2017A	2018E	2019E
P/E	26.7	25.5	22.0	20.1
P/E (adj.)	15.8	17.2	15.7	14.7
P/B	2.35	2.57	2.35	2.25
EV/EBITDA	13.1	13.0	11.3	10.8
FCF yield %	6.1	5.8	6.0	6.3
Dividend yield %	3.7	3.4	3.8	4.0
Profit. ratios (%)	2016A	2017A	2018E	2019E
ROIC	8.9	9.4	10.7	12.0
ROE	8.8	10.3	11.5	12.1
ROA	5.1	5.9	6.4	7.0
BB Consensus (mns)	**2016A**	**2017A**	**2018E**	**2019E**
Revenues	48541	48898	51902	53687
EBITDA	14180	14112	15807	16797
EBIT	12934	12752	13535	14349
Net profit	11292	11285	12392	13197
EPS	4.72	4.83	5.38	5.76
Conference call/analyst meeting				
No conference call or analyst meeting scheduled				

Performance



Source: Bloomberg, Vontobel Equity Research

Geringfügige Anpassung der Zahlen, um die Informationen von einem kürzlich erfolgten Sell-Side-Dinner zu widerspiegeln

FACTS & COMMENT:

Langsamere Margenentwicklung bei Alcon: Wir passen unsere Zahlen nach einem kürzlich stattgefundenen Sell-Side-Dinner an, in dessen Rahmen wir die Möglichkeit hatten, den Fortschritt bei Alcon mit Mike Ball (CEO Alcon) zu diskutieren. Wir erwarten nun für 2018 eine bescheidenere Margenentwicklung bei Alcon. Auf die Frage, wann die Margensteigerung dem Umsatzwachstum folgen wird - was auf eine nachhaltige Erholung hinweisen würde -, war die Antwort eher verhalten. Mike Ball bestätigte, dass 2017 die Talsohle erreicht worden sein dürfte, aber auch, dass es 2018 immer noch darum geht, den Umsatz zu steigern. Wir hatten zuvor angenommen, dass die Kernbetriebsmarge von Alcon 2018 um 1.3% ansteigt, aber gehen nun von 1% aus.

Schwieriger US-Markt für Generika: Das Management wies ebenfalls darauf hin, dass der Preisdruck im US-Markt für Generika unverändert besteht. Wir sind konservativ und reduzieren deshalb unsere Umsatzannahme für 2018 auf ein Wachstum zum Vorjahr von -10% (zuvor -8%). Novartis überprüft immer noch die Optionen, um diesen Teil von Sandoz zu verkaufen. Das Unternehmen könnte erwägen, Medikamente aus dem etablierten Established-Medicines-Portfolio miteinzubeziehen, um eine mögliche Transaktion attraktiver für potenzielle Käufer zu machen.

OUR CONCLUSION:

Zusammen mit den oben genannten Änderungen passen wir ebenfalls unsere aktuelle Wechselkursrate an und erhöhen unsere WACC-Berechnung leicht, um das in jüngster Zeit volatilere Aktienmarktumfeld zu widerspiegeln. Durch diese Anpassungen sinkt unsere Kern-EPS-Prognose für 2018 von zuvor CHF 5.40 auf CHF 5.25. Wir bestätigen das Kursziel von CHF 80 und unser Hold Rating.

GOOD TO KNOW

ORIOR

Analyst:	rene.weber@vontobel.com
Bloomberg: ORON SE	Price: CHF 77.2
Enterprise Value (Mio.)	CHF 610
Market Cap (Mio.)	CHF 501
Reporting Currency	CHF

Hold **PT: CHF 82.0**

Income Stat. (mns)	2016A	2017A	2018E	2019E
Revenues	528	585	609	625
EBITDA	51.5	57.7	61.6	65.3
EBIT	35.2	39.2	42.2	45.0
Net profit	28.3	32.0	33.4	35.8
Growth (%)	2016A	2017A	2018E	2019E
Revenues	5.5	10.9	4.0	2.6
Net profit	10.7	13.1	4.2	7.2
EPS (rep.)	10.6	13.5	-3.86	5.63
Margin analysis (%)	2016A	2017A	2018E	2019E
Gross margin	40.2	41.1	41.5	42.4
EBITDA margin	9.7	9.9	10.1	10.4
EBIT margin	6.7	6.7	6.9	7.2
Balance sheet (%)	2016A	2017A	2018E	2019E
NWC/Revenues	12.9	11.8	11.4	12.1
Net debt (mns)	126	102	109	84.4
Equity to tot. assets	44.3	50.8	54.7	57.9
Gearing	51.7	36.5	31.9	23.2
Net debt/EBITDA	2.4	1.8	1.8	1.3
CF statement (mns)	2016A	2017A	2018E	2019E
Capex	-11.3	-15.3	-15.0	-16.0
Operating FCF	20.7	40.4	26.0	39.1
Inc(+)/Dec(-) in cash	17.2	-1.94	2.47	4.66
CF analysis (%)	2016A	2017A	2018E	2019E
Op. CF margin	6.1	9.5	6.7	8.8
Capex/Revenues	2.1	2.6	2.5	2.6
Capex/Depreciation	84.0	105	96.2	97.0
Per-share data (CHF)	2016A	2017A	2018E	2019E
EPS (rep.)	4.78	5.42	5.22	5.51
EPS (adj.)	4.78	5.42	5.22	5.51
Net cash	-21.3	-17.3	-16.8	-13.0
Dividend	2.09	2.17	2.25	2.35
Payout ratio (%)	43.7	40.0	43.1	42.7
Valuation (X)	2016A	2017A	2018E	2019E
P/E	15.6	14.2	14.8	14.0
P/E (adj.)	15.6	14.2	14.8	14.0
P/B	1.82	1.62	1.47	1.38
EV/EBITDA	11.1	9.7	9.9	9.0
FCF yield %	4.7	8.9	5.2	7.8
Dividend yield %	2.8	2.8	2.9	3.0
Profit. ratios (%)	2016A	2017A	2018E	2019E
ROIC	7.8	8.4	7.5	7.5
ROE	11.9	12.2	10.7	10.1
ROA	6.0	5.8	5.7	5.7
BB Consensus (mns)	**2016A**	**2017A**	**2018E**	**2019E**
Revenues	524	582	591	601
EBITDA	51	57	59	61
EBIT	35	39	40	41
Net profit	27	31	32	33
EPS	4.56	5.32	5.30	5.35
Conference call/analyst meeting				
No conference call or analyst meeting scheduled				

Platzierung von 0.59 Mio. Aktien (+10%) für CHF 45 Mio. zur Teilfinanzierung von Thurella/Biotta-Übernahme (CHF 61 Mio.) - Konsolidierung während 7 Mt. im GJ18 - geringer Negativeffekt auf EPS 18 (-4%) - Hold

FACTS & COMMENT:

0.59 Mio. neue Aktien für CHF 75.50 - CHF 44.7 Mio. Barmittelzuflüsse: Wie bereits mit der Übernahme von Thurella/Biotta bekannt gegeben wurde, hat Orior 10% neue Aktien platziert, wodurch sich die Anzahl um 0.592 Mio. Aktien erhöht. Der Ausgabepreis betrug CHF 75.50, was einem Bruttobarmittelzufluss von CHF 44.7 Mio. entspricht. Dadurch wird das öffentliche Kaufangebot für Thurella (CHF 61 Mio.) teilweise finanziert werden können.

Aktionär von Thurella wird Orior-Aktionär: Der grösste Aktionär von Orior, EGS, fügt im Rahmen der Platzierung 62'000 Aktien hinzu, wodurch seine Beteiligung bei 10.5% liegt. nebag (ein grosser Aktionär von Thurella) übernimmt 100'000 Aktien, wodurch die Beteiligung bei 1.5% liegt.

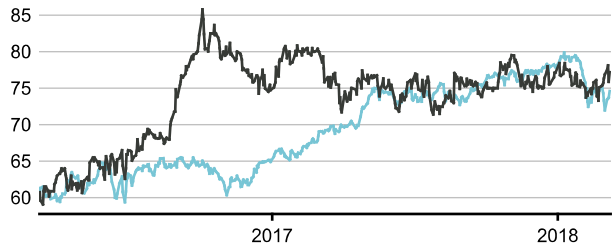
Thurella/Biotta wurde für sieben Monate im GJ18 konsolidiert - EPS 18 - 4%, aber im GJ19 beinahe unverändert: Wir haben Thurella/Biotta in unseren Schätzungen mit sieben Monaten im GJ18 berücksichtigt, wodurch 3.2% zum Umsatz und 4.4% zum EBITDA beigesteuert werden (für das gesamte Jahr: 5.4% zum Umsatz, 7.6% zum EBITDA); wegen des Anstiegs der Anzahl Aktien ergeben sich negative Auswirkungen von -4% im GJ18, aber angesichts der vollständigen Konsolidierung im GJ19 werden die Auswirkungen nur geringfügig sein.

Nächster Kursimpuls: 26.03. Beginn des öffentlichen Kaufangebots für Thurella / 12.04. Orior-GV / 11.05. Ende der Verlängerungsperiode für das öffentliche Kaufangebot

OUR CONCLUSION:

Mit Hilfe der Aktienplatzierung (Kapitalzufluss: CHF 45 Mio.) kann Orior die Übernahme von Thurella/Biotta (CHF 61 Mio.) teilweise finanzieren. Das öffentliche Angebot läuft noch bis Ende Mai, so dass Thurella/Biotta während 7 Mt. zum Ergebnis 2018 beiträgt. Die zusätzlichen Aktien führen im GJ18 zu einer leichten Verwässerung, die ab dem GJ19 jedoch nicht mehr spürbar sein wird. Thurella/Biotta ergänzt das Convenience-Segment und bedeutet für Orior eine neue, höhermargige Kategorie - Hold Rating beibehalten (Kursziel: CHF 82).

Performance



Source: Bloomberg, Vontobel Equity Research

Orior: change in estimates

(CHF mns)	FY17 old	FY17A	FY18 old	FY18 new	FY19 old	FY19 new
Sales	585.5	585.5	590.0	609.0	592.0	625.0
- growth (%)	10.9	10.9	0.8	4.0	0.3	2.6
EBITDA	58.0	57.7	59.0	61.6	60.5	65.3
EBITDA margin (%)	9.9	9.9	10.0	10.1	10.2	10.4
EBIT	39.7	39.2	40.4	42.2	41.7	45.0
EBIT margin (%)	6.8	6.7	6.8	6.9	7.0	7.2
Net profit	32.0	32.0	32.0	33.4	33.1	35.8
EPS (in CHF)	5.42	5.42	5.42	5.22	5.61	5.51
Dividend (in CHF)	2.15	2.17	2.25	2.25	2.35	2.35

Source: Orior, Vontobel Equity Research

GOOD TO KNOW

MOBILEZONE

Analyst:	rene.weber@vontobel.com
Bloomberg: MOZN SE	Price: CHF 12.7
Enterprise Value (Mio.)	CHF NA
Market Cap (Mio.)	CHF 409
Reporting Currency	CHF

Restricted **PT: CHF NA**

Income Stat. (mns)	2016A	2017E	2018E	2019E
Revenues	1088	NA	NA	NA
EBITDA	54.3	NA	NA	NA
EBIT	48.5	NA	NA	NA
Net profit	36.1	NA	NA	NA
Growth (%)	2016A	2017E	2018E	2019E
Revenues	26.6	NA	NA	NA
Net profit	17.3	NA	NA	NA
EPS (rep.)	17.3	NA	NA	NA
Margin analysis (%)	2016A	2017E	2018E	2019E
Gross margin	13.2	NA	NA	NA
EBITDA margin	5.0	NA	NA	NA
EBIT margin	4.5	NA	NA	NA
Per-share data (CHF)	2016A	2017E	2018E	2019E
EPS (rep.)	1.12	NA	NA	NA
Dividend	0.60	NA	NA	NA
Payout ratio (%)	53.4	NA	NA	NA
Valuation (x)	2016A	2017E	2018E	2019E
P/E	12.9	NA	NA	NA
P/E (adj.)	12.9	NA	NA	NA
P/B	-142	NA	NA	NA
EV/EBITDA	9.8	NA	NA	NA
FCF yield %	6.6	NA	NA	NA
Dividend yield %	4.1	NA	NA	NA

Source: Bloomberg, Vontobel Equity Research

Kapitalerhöhung mit Bezugsrechten - 8.59 Mio. neue Aktien tragen 27% zu den aktuell ausstehenden Aktien bei - Ausgabepreis CHF 9.50 - Bruttobarmittelzufluss von CHF 82 Mio.

FACTS & COMMENT:

Zeichnungspreis von CHF 9.50 - 8.59 Mio. Aktien: An der heutigen AGV wird eine Erhöhung des Aktienkapitals durch Ausgabe von 8.59 Mio. neuer Aktien zu einem Preis von CHF 9.50 vorgeschlagen (25% Abschlag ggü. Dem gestrigen Preis); 15 Bezugsrechte berechtigen zum Kauf von vier neuen Aktien; insgesamt führt dies zu einem Bruttobarmittelzufluss von CHF 82 Mio. Die neuen Aktien werden 27% zu den aktuell ausstehenden Aktien beitragen.

Zeichnungsfrist: 15.-23.03.: Der 15. März ist der Ex-Rights-Tag und die Zeichnungsfrist endet am 23.03.

OUR CONCLUSION:

Die Kapitalerhöhung von CHF 82 Mio. wird die Übernahme des deutschen Telekomanbieters TPHcom finanzieren (Preis CHF 58 Mio.) und ermöglicht finanzielle Flexibilität für weitere potenzielle Übernahmen. Wir führen die Aktie als RESTRICTED.

EVENT CALENDAR

DATE	COMPANY	TOPIC
12.03.18	ARYZTA	1H18 results
12.03.18	Belimo	FY17 results
12.03.18	Mikron	FY17 results
12.03.18	Tornos	FY17 results
12.03.18	VAT	FY17 results
12.03.18	SFS	Roadshow with Vontobel
12.03.18	Swiss Prime Site	Roadshow with Vontobel
13.03.18	Feintool	Roadshow with Vontobel
13.03.18	Galenica	FY17 results
13.03.18	Geberit	FY17 results
13.03.18	Gurit	FY17 results
13.03.18	Huber+Suhner	FY17 results
13.03.18	Inficon	FY17 results
13.03.18	Rieter	FY17 results
13.03.18	Roche	AGM
13.03.18	Zug Estates	Roadshow with Vontobel
14.03.18	BCV	Roadshow with Vontobel
14.03.18	Belimo	Roadshow with Vontobel
14.03.18	Siegfried	FY17 results
14.03.18	Sika	Roadshow with Vontobel
14.03.18	Starrag Group	Roadshow with Vontobel
14.03.18	Swatch Group	PC FY17
14.03.18	Tecan	2H17 results
15.03.18	Comet	FY17 results
15.03.18	Dufry	FY17 results
15.03.18	Flughafen Zurich	Roadshow with Vontobel
15.03.18	Helvetia	Roadshow with Vontobel
15.03.18	Kudelski	AGM
15.03.18	Pargesa	FY17 results
15.03.18	Roche	Ex dividend
15.03.18	Tecan	Roadshow with Vontobel
15.03.18	Vifor Pharma	FY17 results
15.03.18	u-blox	FY17 results
16.03.18	Bachem	FY17 results
16.03.18	Tecan	Roadshow with Vontobel
16.03.18	Zug Estates	Roadshow with Vontobel
19.03.18	Clariant	AGM
19.03.18	HIAG	FY17 results
19.03.18	SGS	AGM
20.03.18	BKW	FY17 results
20.03.18	Evolva Holding	FY17 results
20.03.18	KTM Industries	FY17 results
20.03.18	Komax	FY17 results
20.03.18	Kudelski	Ex dividend
20.03.18	Partners Group	FY17 results
20.03.18	Schindler	AGM
20.03.18	Swatch Group	Swiss watch exports Feb.
20.03.18	Vetropack	FY17 results
21.03.18	Investis	FY17 results
21.03.18	SGS	Ex dividend
22.03.18	Clariant	Ex dividend
22.03.18	DKSH	AGM
22.03.18	Givaudan	AGM
22.03.18	Metall Zug	FY17 results
22.03.18	Meyer Burger	FY17 results
22.03.18	Schindler	Ex dividend
23.03.18	Interroll	FY17 results

Disclaimer & Disclosures – Equity Research

1. Analystenbestätigung
Dieser Vontobel Report wurde von der für die Finanzanalyse zuständigen Organisations-Einheit (Sparte Research, Sell-Side-Analyse) der Bank Vontobel AG. Die Erstellerin steht unter der Aufsicht der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht (FINMA). Die auf Seite 1 der Studie angeführten Autoren bestätigen, dass diese Studie ihre Meinung zur analysierten Gesellschaft vollständig und präzise wiedergibt und dass sie weder direkt noch indirekt eine Vergütung für die von ihnen in dieser Finanzanalyse vertretenen spezifischen Beurteilungen oder Meinungen erhalten haben. Die Vergütung der Autoren dieser Finanzanalyse, hängt nicht direkt vom zwischen der Vontobel Gruppe und dem analysierten Unternehmen generierten Investment-Banking-Geschäftsvolumen ab.
Die Autoren dieser Finanzanalyse besitzen Beteiligungsrechte an den folgenden analysierten Gesellschaften: Keine
Die Finanzanalyse ist den analysierten Gesellschaften vor deren Weitergabe oder Veröffentlichung nicht zugänglich gemacht worden

2. Offenlegung von Interessenkonflikten
Die Vontobel Gruppe als international tätiges Unternehmen hat bei der Erstellung und Verbreitung von Finanzanalysen eine Vielzahl von Bestimmungen zu beachten. Die Erstellerin und die Distributoren dieser Finanzanalyse weisen insbesondere auf folgende, potentielle Interessenkonflikte hin: Die Erstellerin und die mit ihr verbundenen Unternehmen
– werden oder bemühen sich, in den nächsten drei Monaten Entgelt für Investment Banking Geschäfte mit den analysierten Gesellschaften zu erhalten,
– führen von Zeit zu Zeit Transaktionen in Wertpapieren der analysierten Gesellschaften durch,
– haben in den letzten 12 Monaten an Kapitalmarktransaktionen/Emissionen der folgenden analysierten Gesellschaften mitgewirkt: Keine
– sind resp. waren in den letzten 12 Monaten als Market Maker in Beteiligungsrechten der folgenden analysierten Gesellschaften tätig: Keine
– haben in den letzten 12 Monaten für folgende in diesem Report analysierte Gesellschaften andere öffentlich bekannte Investment Banking Dienstleistungen erbracht: Keine
– haben in den letzten 12 Monaten von folgenden analysierten Gesellschaften Vergütungen für Produkte und Services ausserhalb des Investment Bankings erhalten: Keine
– halten offenlegungspflichtige Stimmrechte in Höhe von (%) an folgenden analysierten Gesellschaften: Keine
– stellen die folgende Anzahl Verwaltungsräte bei den analysierten Gesellschaften: Keine
– und die analysierten Gesellschaften stellen die folgende Anzahl Verwaltungsräte, die Mitglieder des Verwaltungsrates der Erstellerin oder mit der Erstellerin verbundenen Unternehmen sind: Keine
– verfügen über keine sonstigen bedeutenden finanziellen Interessen in Bezug auf die analysierten Gesellschaften, und
– sind keine Vereinbarung zur Erstellung dieser Finanzanalyse mit den analysierten Gesellschaften eingegangen.

3. History der Researchempfehlungen
Das Rating und/oder der Ratingausblick des in dieser Finanzanalyse behandelten Finanzinstrumente wurden zuletzt wie folgt geändert:
Novartis[NOVN.S] wurde zuletzt geändert von Buy auf Hold am 23-11-15
Orior [ORON.S] wurde zuletzt geändert von Buy auf Hold am 28-02-17
SFS[SFSN SW] wurde zuletzt geändert von Buy auf Hold am 10-03-17
Starrag Group[STGN.S] wurde zuletzt geändert von Buy auf Hold am 25-07-14
Zug Estates[ZUGN SW] wurde zuletzt geändert von No Rating auf Hold am 16-07-12
mobilezone[MOZN.S] wurde zuletzt geändert von Hold auf Restricted am 22-12-17

4. Globale Rating-Verteilung

	VT Research-Universum	VT Research-Universum	Anteil VT-IB-Kunden in der Ratingkategorie
	No.	in %	in %
Buy	36	33	19
Hold	72	65	26
Reduce	2	2	0

Die obige Tabelle wird zu Beginn jedes Quartals angepasst. Derzeit gibt sie den Stand vom 31. Dezember 2017 wieder.

5. Rating Plotter Charts
Durchgeführte Corporate Actions können für die grafische Darstellung des Aktienpreises und/oder des Preiszieles betroffener Gesellschaften Adjustierungen der Daten erforderlich machen.

Not Rated: Restricted, Suspended Coverage oder Vergabe keines Ratings für die analysierte Gesellschaft unterbleibt gegenwärtig z.B. Beratung der analysierten Gesellschaft bei Kapitalmarkttransaktionen, die zeitweilige Aussetzung der Analysten-Coverage oder einem ähnlichen Grund.

Den jeweiligen unternehmensspezifischen Offenlegungsanhang, wie History der Research-Empfehlungen und Rating Plotter Charts, entnehmen Sie bitte den von Bank Vontobel unter "https://research.vontobel.com/de/disclaimers/companies" zur Verfügung gestellten neusten Informationen zur jeweiligen Gesellschaft und/oder kontaktieren Sie Bank Vontobel für weitere Angaben.

6. Methodischer Ansatz/Ratingsystem
Die Vontobel-Finanzanalysten wenden eine Vielzahl von Bewertungsmethoden (z.B. das DCF- und EVA-Modell, „Sum-of-the-parts“, die „Break-up-“ und „Event-related“-Analyse, Kennzahlenvergleiche von Peer-Gruppen und Markt) an, um für die von ihnen betreuten Unternehmen ihre eigenen Finanzprognosen zu erstellen. Die Anlageempfehlungen umfassen eine ganzheitliche Beurteilung der Unternehmen sowie der zugehörigen Industrie-Sektoren ("bottom-up"). Die Berechnung des Kursziels basiert auf einer Vielzahl von Faktoren, Beobachtungen und Annahmen wie u.a. aber nicht ausschliesslich beschränkt auf: Schlüssel-indikatoren und -kennzahlen zur Geschäftsperformance, öffentliche und private Bewertungskennzahlen, Vergleich mit einer oder mehreren Peer-Gruppen vergleichbarer Unternehmen, Bewertung des gesamten Aktienmarktes und Beurteilung in Relation zur Geschichte der Gesellschaft und zu deren Leistungsausweis.
Die vom Vontobel-Analystenteam veröffentlichten Empfehlungen haben folgende Bedeutung:

Bewertung	Erläuterung
Large Cap	SLI-Index (inkl. Toleranz)/nicht schweizerische Titel mit vergleichbarer Marktkapitalisierung
Buy	Kursziel (wenn festgelegt) umfasst 10% oder mehr Aufwärtspotenzial innerhalb von 12 Monaten
Hold	Kursziel (wenn festgelegt) umfasst 0-10% Aufwärtspotenzial innerhalb von 12 Monaten
Reduce	Kursziel (wenn festgelegt) umfasst ein Abwärtspotenzial innerhalb von 12 Monaten
Mid & small cap	Andere Schweizer Titel/nicht schweizerische Titel mit vergleichbarer Marktkapitalisierung
Buy	Kursziel (wenn festgelegt) umfasst 15% oder mehr Aufwärtspotenzial innerhalb von 12 Monaten
Hold	Kursziel (wenn festgelegt) umfasst 0-15% Aufwärtspotenzial innerhalb von 12 Monaten
Reduce	Kursziel (wenn festgelegt) umfasst ein Abwärtspotenzial innerhalb von 12 Monaten
Restricted	Die Abdeckung ist vorübergehend abgesetzt (kein Kursziel)
Suspended Coverage	Die Abdeckung ist vorübergehend suspendiert (kein Kursziel)

Die Analysten sind gehalten, ihre Beurteilung bei Vorliegen folgender Kriterien zu überprüfen:
Buy: Wenn das Aufwärtspotenzial zum Kursziel unter 5% fällt (alle Caps)
Hold: Wenn das Aufwärtspotenzial zum Kursziel bei den Large Caps 15% und bei den Mid & Small Caps 20% erreicht oder überschreitet; resp. wenn das Abwärtspotenzial zum Kursziel 5% erreicht oder überschreitet (alle Caps)
Reduce: Wenn das Aufwärtspotenzial zum Kursziel mindestens 5% erreicht (alle Caps).
Wir behalten uns vor, während Zeiten mit ungewöhnlich hoher Volatilität an den Aktienmärkten bzw. bei einzelnen Wertpapieren von den oben geschilderten Grundsätzen und Empfehlungsänderungen auszusetzen.

Bei den in dieser Finanzanalyse verwendeten Kursen handelt es sich um Schlusskurse des zum jeweiligen Kurs angegebenen Tages. Abweichungen von dieser Regel werden bei den jeweiligen Kursen offen gelegt. Die der Unternehmensbewertung zu Grunde liegenden Zahlen aus der Gewinn- und Verlustrechnung, Kapitalflussrechnung und Bilanz sind datumsbezogene Schätzungen und somit mit Risiken behaftet. Diese können sich bei Zugrundelegung anderer, abweichender Modelle, Annahmen, Interpretationen und/oder Schätzungen] jederzeit und ohne vorherige Ankündigung ändern.
Die Verwendung von Bewertungsmethoden schliesst das Risiko nicht aus, dass Fair Values innerhalb des erwarteten Prognosezeitraumes nicht erreicht werden. Eine unübersehbare Vielzahl von Faktoren hat Einfluss auf die Kursentwicklung. Unvorhergesehene Änderungen können sich zum Beispiel aus einem möglichen Wettbewerbsdruck, aus Nachfrageänderungen nach den Produkten eines Emittenten, aus technologischen Entwicklungen, aus gesamtkonjunktureller Aktivität, aus Wechselkursschwankungen oder auch aus Änderungen gesellschaftlicher Wertvorstellungen ergeben. Ebenso können regulatorische Änderungen wie z.B. im Steuerrecht oder bei aufsichtsrechtlichen Vorschriften, unvorhersehbare und gravierende Auswirkungen haben. Diese Erörterung von Bewertungsmethoden und Risikofaktoren erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit.
Weitergehende Ausführungen/Informationen zu den methodischen Ansätzen unserer Finanzanalyse sowie des Ratingsystems finden Sie unter www.vontobel.ch.

7. Disclaimer & Quellenangabe
Obwohl die Erstellerin der Meinung ist, dass die dieser Studie zugrunde liegenden Angaben auf verlässlichen Quellen beruhen, kann für die Qualität, Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen keine Gewähr übernommen werden.
Dieser Researchbericht dient einzig Informationszwecken und enthält weder eine Investitionsaufforderung noch stellt er eine Investment Beratung dar. Der Researchbericht wurde ohne Rücksicht auf die individuellen finanziellen Rahmenbedingungen der Empfänger entworfen. Die Erstellerin behält sich vor, jede in diesem Researchbericht geäusserte Meinung jederzeit zu ändern und/oder zu widerrufen. Die Erstellerin weist zudem darauf hin, dass Aussagen aus diesem Researchbericht keinesfalls als Beratung bezüglich allfälliger Steuer-, Rechnungslegungs-, Rechts- oder Investitionsfragen verstanden werden können.
Die Erstellerin übernimmt weder eine Gewähr dafür, dass die in diesem Researchbericht diskutierten Wertpapiere den Empfängern zugänglich sind, noch dass diese Wertpapiere für die Empfänger geeignet sind.

Dieser Research Bericht wurde für institutionelle Investoren erstellt. Falls nicht-institutionelle Investoren diesen Report erhalten, wird ihnen empfohlen, sich vor einem allfälligen Investitionsentscheid von einem Vermögensverwalter oder Anlageberater beraten zu lassen.
Die Erstellerin betrachtet allfällige Empfänger dieses Reports, soweit nicht zusätzliche Geschäfts- oder Vertragsbeziehungen vorliegen, nicht als Kunden.
Jede Verwendung, insbesondere der ganze oder teilweise Nachdruck oder die Weitergabe an Dritte, ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung des Vontobel Research und nur mit vollständiger Quellenangabe gestattet.
Bank Vontobel AG hat interne organisatorische Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenkonflikten vorzubeugen bzw. diese falls vorhanden und unvermeidlich, offenzulegen.
Weitergehende Informationen insbesondere bezüglich des Umgangs mit Interessenkonflikten und der Wahrung der Unabhängigkeit der Finanzanalyseabteilung, sowie weitere Offenlegungen betreffend Finanzanalyseempfehlungen der Bank Vontobel AG finden Sie unter www.vontobel.com.
Sofern nichts anderes angegeben ist, stammen die Daten in den Tabellen/Grafiken dieser Studie von “Vontobel Equity Research”. “Company data” verweist auf unternehmensspezifische Informationsquellen wie z.B. Jahres-/Halbjahresberichte oder Pressemitteilungen.

8. Länderspezifische Richtlinien und Informationen
Dieser Researchbericht darf nicht an Empfänger verteilt werden, welche Bürger eines Staates sind oder welche in einem Staat domiziliert sind, in welchem die Distribution dieses Researchberichts unzulässig ist, oder in welchem für dessen Distribution eine spezielle Lizenz benötigt ist, es sei denn, dass entweder die Erstellerin oder die Distributorin über die entsprechenden Lizenzen verfügt.
Mit Ausnahme der nachfolgenden speziellen Distributionswege gilt dieser Researchreport als von der auf der Umschlagseite bezeichneten Gesellschaft verteilt:

Additional Information for US Institutional Clients
In the United States of America, this publication is being distributed solely to persons that qualify as "major US institutional investors" under SEC Rule 15a-6. Vontobel Securities, Inc. accepts responsibility for the content of reports prepared by its non-US affiliate when distributed to US institutional investors. US investors who wish to effect any transaction in securities mentioned in this report should do so with Vontobel Securities, Inc. at the address hereafter and not with Bank Vontobel AG: Vontobel Securities, Inc., 1540 Broadway, 38th Floor, New York, NY 10036, Tel: 1 212 792 5820, fax: 1 212 792 5832, e-mail: vonsecny@vonsec.com
Vontobel Securities Inc. New York, with headquarters at Vontobel Securities AG, Gotthardstrasse 43, 8022 Zurich, Tel +41 (0)58 76 17, Fax +41 (0)58 283 76 49, is a broker-dealer registered with the Securities and Exchange Commission and a member of the Financial Industry Regulatory Authority (FINRA). Bank Vontobel Zurich is a foreign broker dealer which is not delivering services into the USA except for those allowed under the exemption of SEC Rule 15a-6.

Additional Information for UK Clients
Bank Vontobel AG is a company limited by shares with a Swiss Banking license which has no permanent place of business in the UK and which is not regulated under the Financial Services and Markets Act 2000. The protections provided by the UK regulatory system will not be applicable to the recipients of any information or documentation provided by Bank Vontobel AG and compensation under the Financial Services Compensation Scheme will not be available. However, as regards distribution of this research document by Bank Vontobel Europe AG, London Branch, Third Floor, 22 Sackville Street, W1S 3DN London, Great Britain, Bank Vontobel Europe AG possesses the required permission by the Financial Services Authority and the Prudential Regulation Authority and is subject to these authorities supervision.
Past performance is not a guide to the future. The price of securities may go down as well as up and as a result investors may not get back the amount originally invested. Changes in the exchange rates may cause the value of investments to go down or up. Any literature, documentation or information provided is directed solely at persons we reasonably believe to be investment professionals. All such communications and the activity to which they relate are available only to such investment professionals; any activity arising from such communications will only be engaged in with investment professionals. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely upon such communications. Any contact with analysts, brokers or other employees of Bank Vontobel AG must be directed with Bank Vontobel AG directly and not through offices or employees of Vontobel Group affiliates in London/UK.

Informationen für Kunden aus Deutschland
Für die Weitergabe i.S.v. § 34b WpHG, § 7 FinAnV verantwortlich sind die Niederlassungen Köln der Bank Vontobel Europe AG, Auf dem Berlich 1, D-50667 Köln. Die Bank Vontobel Europe AG verfügt über die erforderliche Erlaubnis der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Strasse 108, D-53117 Bonn, und unterliegt deren Aufsicht. Die Mitarbeiter von Vontobel, die für die Weitergabe von Finanzanalysen verantwortlich sind, unterliegen den jeweils geltenden gesetzlich und aufsichtsrechtlich vorgeschriebenen Compliance-Regelungen. Insbesondere wurden Massnahmen zur Vermeidung von Interessenkonflikten ergriffen (zum Beispiel die Kontrolle des Informationsaustausches mit anderen Mitarbeitern, Unabhängigkeit der Vergütung der betroffenen Mitarbeiter, Verhinderung von Einflussnahme auf diese Mitarbeiter, Einhaltung der Vorgaben für Mitarbeitergeschäfte etc.). Die Einhaltung der jeweiligen Compliance-Regelungen und Organisationsanweisungen wird von Compliance-Stellen überwacht.