

Vontobel Research / 23.03.18

# Equity Morning Focus



## Übersicht

### – What's new?

- **INTERROLL (Hold, 1'600):** Rekordumsatz wurde bereits vorangekündigt - Rentabilität unter Druck, weil die Investitionen in zukünftiges Wachstum leicht hinter den Erwartungen zurückblieben - es wurde keine quantitative Prognose abgegeben - Hold Rating wiederholt

### – Research

- **LINDT & SPRÜNGLI (Buy, 6'500 (NEW)):** Trendwende in den USA - Erhebliches Aufwärtspotenzial sowohl bezüglich Umsatz als auch Rentabilität - Researchbericht wird heute noch veröffentlicht - Buy Rating bestätigt, Kursziel auf CHF 6'500 erhöht (ggü. CHF 6'250)

### – Good to know

- **CICOR (Buy, 87.0 (NEW)):** Schätzungen aktualisiert - solides Wachstum und Operating Leverage bei AMS bestätigt - Produktion in Arad wird im GJ18 voraussichtlich zu einer Senkung unserer EBIT-Schätzungen um 50 Bp. führen - Buy Rating bestätigt, neues Kursziel CHF 87 (90)
- **METALL ZUG (Hold, 3'400 (NEW)):** Ein weiteres Übergangsjahr: Kursziel aufgrund niedrigerer Schätzungen auf CHF 3400 gesenkt (bislang: CHF 3800) - Hold Rating bestätigt
- **MEYER BURGER (Buy, 2.00 (NEW)):** Unsere Anlagethese bleibt trotz des schleppenderen Starts in das Jahr und des verhaltenen Ausblicks für GJ18 im Wesentlichen unverändert. Buy Rating bestätigt; neues Kursziel: CHF 2.00 (2.26)
- **VIFOR PHARMA (Hold, 117 (UR)):** ZS-9 von AstraZeneca von der Europäischen Kommission zugelassen - soll unter der Marke Lokelma vermarktet werden - keine Auswirkung auf unsere Schätzungen für Veltassa

### – Event Calendar

#### Contact your sales desk

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

## WHAT'S NEW?

## INTERROLL

Analyst:	micchal.lichvar@vontobel.com
Bloomberg: INRN SE	Price: CHF 1'654
Enterprise Value (Mio.)	CHF 1'307
Market Cap (Mio.)	CHF 1'408
Reporting Currency	CHF

**Hold** **PT: CHF 1'600**

Income Stat. (mns)	2016A	2017E	2018E	2019E
Revenues	401	451	481	512
EBITDA	65.7	67.3	71.2	80.6
EBIT	47.9	49.1	52.9	62.0
Net profit	36.2	37.8	40.2	47.1
Growth (%)	2016A	2017E	2018E	2019E
Revenues	11.3	12.3	6.8	6.4
Net profit	23.6	4.4	6.4	17.0
EPS (rep.)	23.5	4.44	6.35	17.0
Margin analysis (%)	2016A	2017E	2018E	2019E
Gross margin	59.4	59.3	59.6	58.4
EBITDA margin	16.4	14.9	14.8	15.7
EBIT margin	11.9	10.9	11.0	12.1
Balance sheet (%)	2016A	2017E	2018E	2019E
NWC/Revenues	23.1	22.8	20.7	19.8
Net debt (mns)	-38.0	-70.8	-101	-136
Equity to tot. assets	71.8	70.4	71.3	72.5
Gearing	-16.3	-27.5	-35.5	-42.8
Net debt/EBITDA	-0.6	-1.1	-1.4	-1.7
CF statement (mns)	2016A	2017E	2018E	2019E
Capex	-14.7	-18.5	-17.0	-16.0
Operating FCF	22.1	46.5	43.0	48.8
Inc(+)/Dec(-) in cash	6.61	32.8	30.2	35.2
CF analysis (%)	2016A	2017E	2018E	2019E
Op. CF margin	9.2	14.4	12.5	12.7
Capex/Revenues	3.7	4.1	3.5	3.1
Capex/Depreciation	82.7	102	92.9	86.0
Per-share data (CHF)	2016A	2017E	2018E	2019E
EPS (rep.)	42.5	44.4	47.2	55.3
EPS (adj.)	42.5	44.4	47.2	55.3
Net cash	44.6	83.2	119	160
Dividend	16.0	15.0	16.0	18.0
Payout ratio (%)	37.6	33.8	33.9	32.6
Valuation (X)	2016A	2017E	2018E	2019E
P/E	26.1	32.5	35.0	29.9
P/E (adj.)	26.1	32.5	35.0	29.9
P/B	4.06	4.78	4.95	4.43
EV/EBITDA	13.8	17.2	18.4	15.8
FCF yield %	2.3	3.8	3.1	3.5
Dividend yield %	1.4	1.0	1.0	1.1
Profit. ratios (%)	2016A	2017E	2018E	2019E
ROIC	16.1	15.9	17.2	20.2
ROE	16.4	15.4	14.8	15.6
ROA	11.7	11.0	10.5	11.2
BB Consensus (mns)	2016A	2017E	2018E	2019E
Revenues	402	450	488	523
EBITDA	66	68	77	87
EBIT	47	49	57	66
Net profit	35	37	43	50
EPS	41.6	43.4	50.2	58.4

## Conference call/analyst meeting

Conference will take place at Hotel Glockenhof (Zurich) at 11:15. Webcast is available on the website.

## Performance



Source: Bloomberg, Vontobel Equity Research

## Rekordumsatz wurde bereits vorangekündigt - Rentabilität unter Druck, weil die Investitionen in zukünftiges Wachstum leicht hinter den Erwartungen zurückblieben - es wurde keine quantitative Prognose abgegeben - Hold Rating wiederholt

## FACTS &amp; COMMENT:

**Auftrags- und Umsatzzahlen vorab bekannt gegeben:** Das Unternehmen verzeichnete im 2H17 und insbesondere im 4Q ein rascheres Wachstum. Der Auftragseingang und der Umsatz erhöhten sich im GJ17 in LW um 12% bzw. 11.3%. Mit Ausnahme von Pallet & Carton Flow (-12.4%) verzeichneten alle Segmente ein zweistelliges Wachstum, und auch alle Regionen legten zu, wobei die Region Americas ein Wachstum im zweistelligen Bereich meldete. All das war grösstenteils bereits bekannt gegeben worden. Eine starke regionale Präsenz und neu eingeführte Produkte haben positive Beiträge geleistet.

**Profitabilität bleibt leicht hinter den Prognosen zurück:** Wie erwartet standen die Margen aufgrund der höheren Investitionen und der zusätzlichen F&E-Kosten in Höhe von CHF 5 Mio. unter Druck. Die EBITDA-Marge blieb mit 14.7% hinter der Konsensprognose von 15.2% zurück. Ohne die ausserordentlichen F&E-Kosten hätte sie bei 15.8% gelegen, also 60 Bp. niedriger als im GJ17. Der Reingewinn übertraf die Erwartungen und die Ergebnisse vom GJ16, allerdings hauptsächlich aufgrund des im 2H17 sehr niedrigen Steuersatzes. Die bezahlten Steuern waren höher.

**Erhöhung der Dividende je Aktie:** Die neu vorgeschlagene Dividende je Aktie beträgt CHF 16.5 gegenüber CHF 16.0 und CHF 17.3 (VTe und Konsens).

**Kein quantitativer Ausblick:** Das Unternehmen startete in allen Regionen und mit allen Produktgruppen gut in das GJ18. Wie erwartet wird Interroll wieder CHF 5 Mio. mehr für F&E ausgeben.

## OUR CONCLUSION:

Nachdem Interroll im Januar Rekordzahlen bezüglich Auftragseingang und Umsatz veröffentlicht hat (mit zweistelligen Wachstumsraten), sind das Wachstum des absoluten EBITDA von nur 1% und das im Vergleich zum Vorjahr rückläufige EBIT-Wachstum etwas enttäuschend. Die Ergebnisse blieben ebenfalls hinter den Erwartungen zurück. Das Unternehmen investiert zusätzlich CHF 5 Mio. im GJ17 und GJ18, um zukünftiges Wachstum zu sichern. Die Strategie für eine Investition in die Zukunft hat sich in der Vergangenheit ausbezahlt. Angesichts der unspektakulären Margenaussichten wiederholen wir unser Hold Rating.

## Differential FY17 - Group

(CHF mns)	VT	Cons	Reported	YoY (%)	VT (%)	vs C (%)
New orders*	458.1	458.1	458.1	13.0	0.0	0.0
Sales*	450.7	450.7	450.7	12.3	0.0	0.0
growth in LC*	11.1	-	11.0	-	-6 bp	-
EBITDA	67.3	68.3	66.3	0.9	-1.5	-2.9
EBITDA margin (%)	14.9	15.2	14.7	-165 bp	-23 bp	-44 bp
EBIT	49.1	-	47.4	-1.0	-3.5	-
EBIT margin (%)	10.9	-	10.5	-141 bp	-38 bp	-
Net profit	37.8	37.7	39.1	8.0	3.4	3.7

## Differential FY17 - Divisions

(CHF mns)	VT	Cons	Reported	YoY (%)	VT (%)	vs C (%)
Drives sales*	147.1	-	146.7	18.6	-0.3	-
Rollers sales	105.5	-	105.8	13.2	0.2	-
Conveyors & Sorters sales*	142.1	-	142.6	18.0	0.3	-
Pallet & Carton Flow sales	55.8	-	55.6	-12.4	-0.4	-

\*already reported

Source: AWP, Company data, Vontobel Equity Research

## RESEARCH

## LINDT &amp; SPRÜNGLI

Analyst:	jean-philippe.berstschy@vontobel.com
Bloomberg: LISP SE	Price: CHF 5'785
Enterprise Value (Mio.)	CHF 16'043
Market Cap (Mio.)	CHF 15'522
Reporting Currency	CHF

**Buy** **PT: CHF 6'500 (NEW)**

Income Stat. (mns)	2016A	2017A	2018E	2019E
Revenues	3901	4088	4292	4526
EBITDA	714	764	826	891
EBIT	563	595	644	698
Net profit	420	451	490	535
Growth (%)	2016A	2017A	2018E	2019E
Revenues	6.8	4.8	5.0	5.5
Net profit	10.3	7.4	8.7	9.1
EPS (rep.)	8.85	5.65	9.34	11.0
Margin analysis (%)	2016A	2017A	2018E	2019E
Gross margin	64.4	63.6	64.7	64.9
EBITDA margin	18.3	18.7	19.3	19.7
EBIT margin	14.4	14.6	15.0	15.4
Balance sheet (%)	2016A	2017A	2018E	2019E
NWC/Revenues	21.1	21.1	21.0	20.6
Net debt (mns)	473	154	347	338
Equity to tot. assets	57.1	60.1	59.2	59.3
Gearing	12.9	3.7	8.4	8.0
Net debt/EBITDA	0.7	0.2	0.4	0.4
CF statement (mns)	2016A	2017A	2018E	2019E
Capex	-217	-173	-242	-242
Operating FCF	299	418	398	452
Inc(+)/Dec(-) in cash	191	259	-193	9.07
CF analysis (%)	2016A	2017A	2018E	2019E
Op. CF margin	13.1	14.8	14.9	15.3
Capex/Revenues	5.6	4.2	5.7	5.4
Capex/Depreciation	143	102	133	126
Per-share data (CHF)	2016A	2017A	2018E	2019E
EPS (rep.)	179	189	207	230
EPS (adj.)	177	188	204	224
Net cash	-199	-64.0	-144	-143
Dividend	88.0	93.0	100	110
Payout ratio (%)	49.5	49.3	49.2	49.0
Valuation (X)	2016A	2017A	2018E	2019E
P/E	29.4	31.4	28.0	25.2
P/E (adj.)	29.9	31.6	28.3	25.9
P/B	3.41	3.42	3.39	3.23
EV/EBITDA	20.2	21.1	19.4	17.6
FCF yield %	2.1	2.7	2.6	3.0
Dividend yield %	1.7	1.6	1.7	1.9
Profit. ratios (%)	2016A	2017A	2018E	2019E
ROIC	12.4	13.1	13.9	14.7
ROE	11.7	11.5	11.8	12.8
ROA	6.6	6.8	7.0	7.6
BB Consensus (mns)	2016A	2017A	2018E	2019E
Revenues	3900	4109	4312	4549
EBITDA	701	759	818	878
EBIT	565	598	642	691
Net profit	426	447	488	527
EPS	180	186	202	203

## Conference call/analyst meeting

No conference call or analyst meeting scheduled

## Trendwende in den USA - Erhebliches Aufwärtspotenzial sowohl bezüglich Umsatz als auch Rentabilität - Researchbericht wird heute noch veröffentlicht - Buy Rating bestätigt, Kursziel auf CHF 6'500 erhöht (ggü. CHF 6'250)

## FACTS &amp; COMMENT:

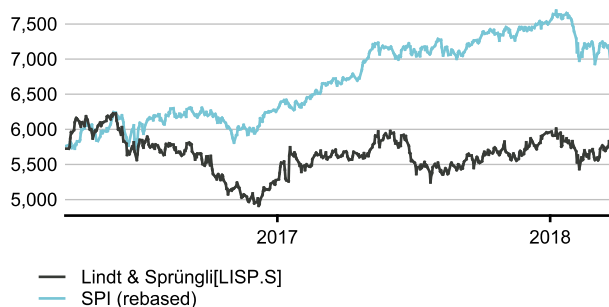
**Tiefe Vergleichsbasis in den USA:** Das Schokoladengeschäft in den USA ist so gut wie tot. Dies ist aktuell eine der am häufigsten gehörten Aussagen im F&B-Sektor, besonders seitdem Nestlé mitgeteilt hat, sich von seiner US-Süsswarensparte trennen zu wollen. Aufgrund unserer Analyse sind wir allerdings davon überzeugt, dass Premium-Schokoladenprodukte in den USA durchaus eine Zukunft haben. Die dortigen Konsumenten, und darunter besonders die «Millennials», wünschen sich primär Produkte, die mit erlesenem Geschmack überzeugen. Nach zwei schwierigen Jahren dürfte Lindt daher mit führenden Marken wie Lindt und Ghirardelli wieder auf den Wachstumspfad zurückkehren können.

**OG von «rund 5%»:** Die vom Management anvisierte org. Wachstumsrate von rund 5% erscheint uns daher eher konservativ. Ohne USA lag das Wachstum des Unternehmens im GJ17 bei 7.7%. Für das GJ18 veranschlagen wir in den USA ein Plus von 3% (ggü. -3.6% im GJ17). Darüber hinaus sollten in Europa dank des boomenden Premiumsegments weiterhin überdurchschnittliche Zuwachsraten möglich sein. Und auch die Schwellenländer und andere «neue Märkte» sowie das Einzelhandelsgeschäft dürften auch künftig jährlich über 10% zulegen können.

## OUR CONCLUSION:

Lindt bleibt ein prestigeträchtiger, erstklassiger Nischenanbieter im F&B-Sektor. Schokolade ist heute aus verschiedenen Gründen vielleicht nicht mehr so angesagt. Wir glauben jedoch, dass die Konsumenten weiterhin bereit sind, für innovative, hochwertige Produkte Geld auszugeben. Unserer Ansicht nach sind die turbulenten Zeiten in den USA der letzten zwei Jahre für Lindt vorbei. Der Markt wird insgesamt jedoch schwierig bleiben, aber das Unternehmen verfügt über die entsprechenden Mittel, um attraktive Renditen an die Aktionäre auszuschütten. Buy Rating, neues Kursziel CHF 6'500 (ggü. CHF 6'250).

## Performance



Source: Bloomberg, Vontobel Equity Research

## GOOD TO KNOW

## CICOR

Analyst:	Michal.Lichvar@vontobel.com
Bloomberg: CIGN SE	Price: CHF 63.8
Enterprise Value (Mio.)	CHF 196
Market Cap (Mio.)	CHF 185
Reporting Currency	CHF

**Buy** **PT: CHF 87.0 (NEW)**

Income Stat. (mns)	2016A	2017A	2018E	2019E
Revenues	189	217	242	267
EBITDA	11.5	19.2	23.9	31.6
EBIT	2.93	10.5	13.9	20.8
Net profit	0.26	6.65	9.13	14.5
Growth (%)	2016A	2017A	2018E	2019E
Revenues	4.9	14.4	11.7	10.3
Net profit	NA	2479	37.2	58.4
EPS (rep.)	NA	2478	37.2	58.4
Margin analysis (%)	2016A	2017A	2018E	2019E
Gross margin	47.4	48.0	48.2	48.7
EBITDA margin	6.1	8.9	9.9	11.8
EBIT margin	1.5	4.8	5.7	7.8
Balance sheet (%)	2016A	2017A	2018E	2019E
NWC/Revenues	19.2	18.7	18.0	17.0
Net debt (mns)	21.5	19.6	10.8	1.27
Equity to tot. assets	38.5	40.6	41.8	44.6
Gearing	35.8	28.5	14.2	1.4
Net debt/EBITDA	1.9	1.0	0.5	0.0
CF statement (mns)	2016A	2017A	2018E	2019E
Capex	-8.61	-8.42	-9.50	-10.0
Operating FCF	-1.26	0.65	10.8	11.8
Inc(+)/Dec(-) in cash	-0.24	1.86	8.78	9.53
CF analysis (%)	2016A	2017A	2018E	2019E
Op. CF margin	3.9	4.2	8.4	8.2
Capex/Revenues	4.5	3.9	3.9	3.7
Capex/Depreciation	99.8	96.4	95.0	92.6
Per-share data (CHF)	2016A	2017A	2018E	2019E
EPS (rep.)	0.09	2.29	3.15	4.99
EPS (adj.)	0.39	2.29	3.15	4.99
Net cash	-7.4	-6.8	-3.7	-0.4
Dividend	0.00	0.70	0.80	1.00
Payout ratio (%)	0.0	30.5	25.4	20.1
Valuation (X)	2016A	2017A	2018E	2019E
P/E	314	26.4	20.3	12.8
P/E (adj.)	71.0	26.4	20.3	12.8
P/B	1.34	2.55	2.43	2.08
EV/EBITDA	8.9	10.1	8.2	5.9
FCF yield %	-1.6	0.4	5.8	6.4
Dividend yield %	0.0	1.2	1.3	1.6
Profit. ratios (%)	2016A	2017A	2018E	2019E
ROIC	2.7	9.5	12.2	18.0
ROE	0.4	10.3	12.6	17.5
ROA	0.2	4.1	5.2	7.6
BB Consensus (mns)	2016A	2017A	2018E	2019E
Revenues	NA	216	237	256
EBITDA	NA	20	23	28
EBIT	NA	11	14	18
Net profit	NA	7	10	13
EPS	NA	2.25	3.39	4.44

## Conference call/analyst meeting

No conference call or analyst meeting scheduled

## Schätzungen aktualisiert - solides Wachstum und Operating Leverage bei AMS bestätigt - Produktion in Arad wird im GJ18 voraussichtlich zu einer Senkung unserer EBIT-Schätzungen um 50 Bp. führen - Buy Rating bestätigt, neues Kursziel CHF 87 (90)

## FACTS &amp; COMMENT:

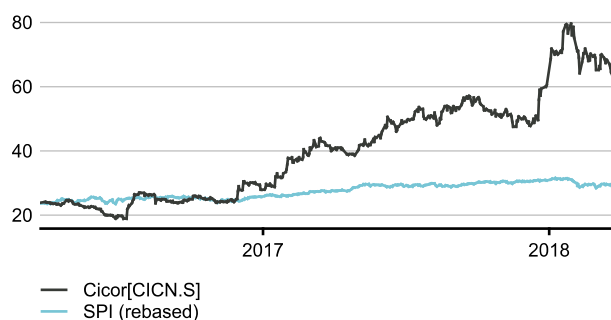
**Positiver Umsatzausblick bestätigt, nur geringfügige Anpassungen:** Beide Sparten dürften im GJ18 zu einem positiven Wachstum beitragen. Die Wachstumstrends vom GJ17 setzten sich in den ersten beiden Monaten fort. Die insgesamt gute Position in den Kern-Nischenbereichen Medizin, Luft- und Raumfahrt, Rüstung und Industrie, die hohe Nachfrage nach AMS-Know-how, die Wirkung des Flaggship-Produkts DenciTec als Türöffner bei den größten Pharmakunden und die steigende Nachfrage nach Outsourcing-Lösungen sind die wichtigsten Umsatztreiber für die Zeit ab dem GJ18. Wir gehen davon aus, dass die schlankere Organisation und das Werk in Arad, das im 2H18 fertiggestellt werden soll, Kapazitätsprobleme lösen und das Wachstum zukünftig unterstützen werden.

**Niedrigere Prognose zur EBIT-Marge im GJ18, mittelfristig aber kaum verändert:** Die Hauptgründe für unsere niedrigere Prognose zur EBIT-Marge der ES-Sparte im GJ18 sind die Kosten in Verbindung mit der Verlagerung der Produktion nach Arad. Wir gehen nun davon aus, dass die EBIT-Margen im Vergleich zum GJ17 stabil bleiben. Dies ist jedoch nur ein temporärer Faktor, daher bestätigen wir unsere mittelfristigen Schätzungen. Wir gehen davon aus, dass der Operating Leverage bei AMS der EBIT-Marge erheblichen Auftrieb verleihen wird, und passen die Verbesserung leicht auf 260 Bp. im GJ18 an.

## OUR CONCLUSION:

Insgesamt sind wir zufrieden mit unserer Umsatzschätzung und unserer Prognose für eine dynamische Performance der Margen von AMS. Wir ändern unsere Schätzung für die EBIT-Marge der Division ES, um die grösseren Einmaleffekte der Produktionsverlagerung nach Rumänien besser zu berücksichtigen. Dies ist jedoch ein vorübergehendes Thema und wenn das Werk im 2H18 fertig ist, könnten daraus deutliche Umsatzsteigerungen resultieren. Cicor bleibt eine unterbewertete Aktie mit dem Potenzial eines grossen Akteurs, der in interessanten Nischen positioniert ist. Wir bekräftigen unser Buy Rating und senken unser Kursziel auf CHF 87 (90).

## Performance



Source: Bloomberg, Vontobel Equity Research

## Earnings update

(CHF mns)	FY18 new	FY18 old	FY19 new	FY19 old	FY20 new	FY20 old
Net sales	242.2	241.9	267.0	266.7	288.2	287.8
- change (%)	0.1		0.1		0.1	
EBIT	13.9	15.7	20.8	20.7	25.1	24.9
- change (%)	-11.7		0.4		0.7	
EBIT margin (%)	5.7	6.5	7.8	7.8	8.7	8.7
- change (bps)	-78		2		5	
Net profit	9.1	10.6	14.5	14.4	17.8	17.6
- change (%)	-13.9		0.4		1.0	
EPS	3.1	3.6	5.0	5.0	6.1	6.1
- change (%)	-13.7		0.1		0.6	
(CHF mns)	FY18 new	FY18 old	FY19 new	FY19 old	FY20 new	FY20 old
AMS Sales	61.1	59.6	69.7	68.0	76.7	74.8
- change (%)	2.5		2.5		2.5	
AMS EBIT margin (%)	10.5	11.2	15.0	15.2	17.5	17.6
- change (bps)	-70		-20		-10	
ES Sales	181.1	182.3	197.3	198.7	211.6	213.0
- change (%)	-0.7		-0.7		-0.7	
ES EBIT margin (%)	5.6	6.2	6.4	6.4	6.6	6.6
- change (bps)	-60		0		0	

Source: Vontobel Equity Research

## GOOD TO KNOW

## METALL ZUG

Analyst:	bernd.pomrehn@vontobel.com
Bloomberg: METN SE	Price: CHF 3'430
Enterprise Value (Mio.)	CHF 1'328
Market Cap (Mio.)	CHF 1'520
Reporting Currency	CHF

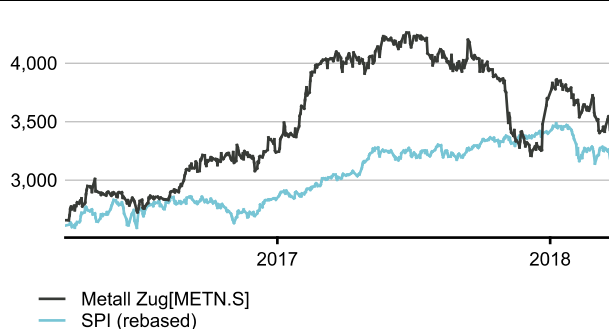
**Hold** **PT: CHF 3'400 (NEW)**

Income Stat. (mns)	2016A	2017A	2018E	2019E
Revenues	939	937	1154	1217
EBITDA	131	94.5	143	165
EBIT	94.1	53.0	101	122
Net profit	84.9	67.7	77.5	91.7
Growth (%)	2016A	2017A	2018E	2019E
Revenues	3.5	-0.3	23.2	5.5
Net profit	49.1	-20.3	14.6	18.3
EPS (rep.)	50.8	-21.2	14.6	18.3
Margin analysis (%)	2016A	2017A	2018E	2019E
Gross margin	65.2	65.4	65.3	65.4
EBITDA margin	14.0	10.1	12.4	13.5
EBIT margin	10.0	5.7	8.8	10.0
Balance sheet (%)	2016A	2017A	2018E	2019E
NWC/Revenues	22.4	23.9	23.0	24.9
Net debt (mns)	-543	-525	-230	-248
Equity to tot. assets	76.7	77.4	72.9	73.7
Gearing	-61.4	-57.1	-30.2	-30.4
Net debt/EBITDA	-4.1	-5.6	-1.6	-1.5
CF statement (mns)	2016A	2017A	2018E	2019E
Capex	-60.8	-49.1	-75.0	-72.0
Operating FCF	35.1	41.0	26.3	49.3
Inc(+)/Dec(-) in cash	15.5	-8.05	-305	18.1
CF analysis (%)	2016A	2017A	2018E	2019E
Op. CF margin	10.2	9.6	8.8	10.0
Capex/Revenues	6.5	5.2	6.5	5.9
Capex/Depreciation	164	118	180	168
Per-share data (CHF)	2016A	2017A	2018E	2019E
EPS (rep.)	191	150	172	204
EPS (adj.)	191	150	172	204
Net cash	1'207	1'167	511	551
Dividend	70.0	70.0	70.0	75.0
Payout ratio (%)	37.1	46.5	40.6	36.8
Valuation (X)	2016A	2017A	2018E	2019E
P/E	17.0	24.6	19.9	16.8
P/E (adj.)	17.0	24.6	19.9	16.8
P/B	1.65	1.81	2.02	1.89
EV/EBITDA	6.7	11.1	9.3	8.1
FCF yield %	2.5	2.6	1.7	3.2
Dividend yield %	2.2	1.9	2.0	2.2
Profit. ratios (%)	2016A	2017A	2018E	2019E
ROIC	16.1	8.4	13.7	14.4
ROE	9.9	7.5	9.2	11.6
ROA	7.6	5.7	7.3	9.1
BB Consensus (mns)	2016A	2017A	2018E	2019E
Revenues	937	950	1150	1225
EBITDA	127	112	151	169
EBIT	90	75	107	122
Net profit	76	76	84	94
EPS	172	170	189	211

## Conference call/analyst meeting

No conference call or analyst meeting scheduled

## Performance



Source: Bloomberg, Vontobel Equity Research

## Ein weiteres Übergangsjahr: Kursziel aufgrund niedrigerer Schätzungen auf CHF 3400 gesenkt (bislang: CHF 3800) - Hold Rating bestätigt

## FACTS &amp; COMMENT:

**Household Appliances:** An der gestrigen Analystenpräsentation der GJ17-Zahlen stellte das Management für die Sparte Household Appliances im GJ18 eine Stagnation beim Umsatz und einen leichten Rückgang des EBIT in Aussicht, als Folge des gesättigten Schweizer Markts, einer anspruchsvollen Vergleichsbasis in den USA sowie laufender Investitionen in Wachstumsinitiativen.

**Infection Control:** Für Infection Control geht die Geschäftsleitung hingegen sowohl bei Umsatz wie EBIT von einer Verbesserung aus; wir erwarten allerdings nicht, dass die Gewinnschwelle noch dieses Jahr überschritten werden wird. Das Unternehmen betrachtet die Sparte noch immer als Kernbereich und plant gar, diesen mittels Übernahmen und Partnerschaften weiter auszubauen.

**Wire Processing:** Wire Processing erfreut sich einer unverändert hohen Nachfrage und sollte daher, dank Grössenvorteilen und der Integration des hochmargigen Adaptronics-Geschäfts, 2018 ein org. Umsatzplus im hohen einstelligen Bereich sowie eine leichte verbesserte EBIT-Marge realisieren können.

**Medical Devices:** Für die jüngst übernommene Sparte Medical Devices betonte das Management, dass die hier nötige Restrukturierung die Margen noch einige Zeit belasten werde.

## OUR CONCLUSION:

Wir senken unsere EPS-Schätzungen für GJ18 und 19 um jeweils 13.2% und 6.0%, um den niedrigeren Gewinnbeitrag vor allem in den Segmenten Infection Control und Medical widerzuspiegeln. Basierend auf unseren niedrigeren Prognosen sowie des gestiegenen risikofreien Zinssatz und der höheren Marktprämie haben wir ein neues DCF-basiertes Kursziel von CHF 3400 (bislang: CHF 3800) berechnet, das dem aktuellen Kurs entspricht. Demzufolge halten wir an unserem Hold Rating fest.

## Changes to our estimates

(CHF mns)	2018E new	2019E new	2018E old	2019E old	chnge (%)	chnge (%)
Revenues	1154	1217	1168	1229	-1.2	-1.0
- growth (%)	23.2	5.5	24.0	5.2	-84bp	31bp
EBIT	101	122	114	125	-11.2	-2.4
- margin (%)	8.8	10.0	9.7	10.2	-92bp	-14bp
Net profit	77.5	91.7	89.3	97.6	-13.2	-6.0
- growth (%)	14.6	18.3	14.0	9.3	59bp	900bp

## Divisional estimates

(CHF mns)	2018E new	2019E new	2018E old	2019E old	chnge (%)	chnge (%)
Household Appliances (sales)	577	580	572	579	0.8	0.1
Infection Control (sales)	202	209	220	229	-8.4	-8.9
Wire Processing (sales)	207	218	191	207	8.1	5.3
Medical Devices (sales)	169	211	185	214	-8.6	-1.4
Household Appliances (EBIT)	62.8	63.7	64.6	65.4	-2.7	-2.5
Infection Control (EBIT)	-4.2	2.9	0.0	3.4	n.m.	-14.1
Wire Processing (EBIT)	27.7	30.3	26.0	30.0	6.4	1.0
Medical Devices (EBIT)	14.0	23.9	24.0	25.2	-41.7	-5.2

Source: Vontobel Equity Research



## GOOD TO KNOW

## MEYER BURGER

Analyst:	michael.foeth@vontobel.com
Bloomberg: MBTN SE	Price: CHF 1.3
Enterprise Value (Mio.)	CHF 728
Market Cap (Mio.)	CHF 819
Reporting Currency	CHF

**Buy** **PT: CHF 2.00 (NEW)**

Income Stat. (mns)	2016A	2017A	2018E	2019E
Revenues	453	473	497	557
EBITDA	10.5	12.4	56.3	80.4
EBIT	-44.4	-19.3	34.2	61.4
Net profit	-97.1	-79.2	27.0	52.9
Growth (%)	2016A	2017A	2018E	2019E
Revenues	40.0	4.4	5.0	12.0
Net profit	NA	NA	NA	96.0
EPS (rep.)	NA	NA	NA	96.0
Margin analysis (%)	2016A	2017A	2018E	2019E
Gross margin	46.6	41.2	48.5	49.5
EBITDA margin	2.3	2.6	11.3	14.4
EBIT margin	-9.8	-4.1	6.9	11.0
Balance sheet (%)	2016A	2017A	2018E	2019E
NWC/Revenues	7.1	1.1	-1.4	-0.4
Net debt (mns)	0.69	-67.2	-91.7	-150
Equity to tot. assets	37.2	51.7	54.3	56.5
Gearing	0.3	-27.7	-34.0	-46.3
Net debt/EBITDA	0.1	-5.4	-1.6	-1.9
CF statement (mns)	2016A	2017A	2018E	2019E
Capex	-8.19	-6.52	-14.0	-14.4
Operating FCF	-5.60	6.24	24.4	57.9
Inc(+)/Dec(-) in cash	146	-115	24.4	57.9
CF analysis (%)	2016A	2017A	2018E	2019E
Op. CF margin	0.6	2.7	7.7	13.0
Capex/Revenues	1.8	1.4	2.8	2.6
Capex/Depreciation	14.9	20.6	63.4	75.7
Per-share data (CHF)	2016A	2017A	2018E	2019E
EPS (rep.)	-0.30	-0.13	0.04	0.08
EPS (adj.)	-0.23	-0.13	0.04	0.08
Net cash	0.0	0.1	0.1	0.2
Dividend	0.00	0.00	0.00	0.00
Payout ratio (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation (X)	2016A	2017A	2018E	2019E
P/E	NM	NM	30.4	15.5
P/E (adj.)	-3.0	-12.6	30.4	15.5
P/B	1.57	4.47	3.03	2.54
EV/EBITDA	36.8	82.2	12.9	8.3
FCF yield %	-1.5	0.6	3.0	7.1
Dividend yield %	0.0	0.0	0.0	0.0
Profit. ratios (%)	2016A	2017A	2018E	2019E
ROIC	-8.9	-4.6	10.1	18.2
ROE	-47.6	-33.2	10.5	17.8
ROA	-16.2	-14.4	5.6	9.9
BB Consensus (mns)	2016A	2017A	2018E	2019E
Revenues	446	465	546	597
EBITDA	13	11	77	100
EBIT	-44	-22	64	87
Net profit	-60	-61	43	62
EPS	-0.15	-0.08	0.07	0.10

## Conference call/analyst meeting

No conference call or analyst meeting scheduled

## Unsere Anlagethese bleibt trotz des schleppenderen Starts in das Jahr und des verhaltenen Ausblicks für GJ18 im Wesentlichen unverändert. Buy Rating bestätigt; neues Kursziel: CHF 2.00 (2.26)

## FACTS &amp; COMMENT:

**Wir erwarten weiterhin eine solide Nachfrage nach PERC-Anlagen:** Die globale Modulversorgung belief sich 2017 auf 105 GW und dürfte gemäss den neusten Zahlen von PV Tech Research 2018/2019 auf 120 GW/136 GW ansteigen, was einem jährlichen Kapazitätswachst von 15-16 GW entspricht. Der Anteil von PERC an der installierten Kapazität stieg indessen von 15% im Jahr 2016 auf 30% im Jahr 2017 und dürfte 2018 auf 45% ansteigen. Dies impliziert ein Zuwachs der PERC-Kapazität von über 20 GW im Jahr 2018 und wir erwarten, dass der Trend 2019 weiter anhalten wird. Auch mit dem erhöhten Durchsatz der neuen Generation von PERC-Anlagen, die unserer Ansicht nach zu einem höheren Preis verkauft werden dürften, glauben wir, dass Meyer Burger das aktuelle Umsatzniveau in den kommenden zwei Jahren nur mit PERC alleine aufrechterhalten können wird.

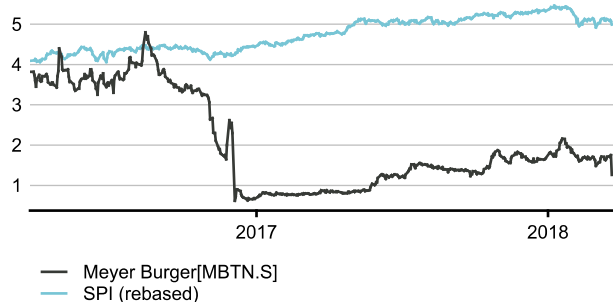
**Roadmap für HJT bleibt trotz langsamer Übernahme überzeugend:**

Angesichts der wettbewerbsfähigen Kosten, der höheren Effizienz und insbesondere der höheren Energieleistung können wir weiterhin erhebliches Potenzial für die HJT-Technologie erkennen. Die Übernahme ist langsamer als erwartet, aber Projekte in allen Regionen, einschliesslich den USA, Europa, Südostasien und China, weisen auf ein erhebliches Interesse für HJT im Markt hin.

## OUR CONCLUSION:

Wir senkten unsere EBITDA-Schätzungen für GJ18/19E um 29%/27%, um dem verhaltenen Ausblick für GJ18 basierend auf einem schleppenden Start in das Jahr Rechnung zu tragen. Unseres Erachtens führte die Einführung der US-amerikanischen Importzölle zu gewissen Projektverzögerungen, was sich aber nicht negativ auf die Branche auswirken wird. Die Auftragsdynamik in den kommenden 3 Monaten wird für die Umsatzniveaus im GJ18 entscheidend sein, und wir gehen von einer Verbesserung dieser Dynamik aus. Basierend auf den niedrigeren Schätzungen senken wir unser Kursziel auf CHF 2.00 (2.26) und bestätigen unser Buy Rating.

## Performance



Source: Bloomberg, Vontobel Equity Research

**GOOD TO KNOW****VIFOR PHARMA**

Analyst:	carla.baenziger@vontobel.com
Bloomberg: VIFN SE	Price: CHF 144
Enterprise Value (Mio.)	CHF 10'162
Market Cap (Mio.)	CHF 9'294
Reporting Currency	CHF

**Hold** **PT: CHF 117 (UR)**

Income Stat. (mns)	2016A	2017E	2018E	2019E
Revenues	4118	1356	1569	1729
EBITDA	489	291	387	500
EBIT	362	146	242	334
Net profit	244	44.8	128	193
Growth (%)	2016A	2017E	2018E	2019E
Revenues	8.6	-67.1	15.7	10.2
Net profit	-19.1	-81.6	185	51.6
EPS (rep.)	-19.0	-81.6	185	51.6
Margin analysis (%)	2016A	2017E	2018E	2019E
Gross margin	43.3	73.4	72.9	73.9
EBITDA margin	11.9	21.5	24.6	28.9
EBIT margin	8.8	10.8	15.5	19.3
Per-share data (CHF)	2016A	2017E	2018E	2019E
EPS (rep.)	3.76	0.69	1.97	2.98
Dividend	2.00	2.00	2.00	2.00
Payout ratio (%)	53.2	289	102	67.0
Valuation (x)	2016A	2017E	2018E	2019E
P/E	30.5	181	72.9	48.1
P/E (adj.)	24.1	44.2	39.4	29.2
P/B	3.50	2.55	2.84	2.71
EV/EBITDA	21.7	31.6	26.3	20.4
FCF yield %	2.6	6.1	2.7	4.1
Dividend yield %	1.7	1.6	1.4	1.4

Source: Bloomberg, Vontobel Equity Research

**ZS-9 von AstraZeneca von der Europäischen Kommission zugelassen - soll unter der Marke Lokelma vermarktet werden - keine Auswirkung auf unsere Schätzungen für Veltassa**

**FACTS & COMMENT:**

**Zulassung von Lokelma:** Lokelma, ein Arzneimittel, das in Konkurrenz zu Veltassa steht, wurde für die Behandlung von Erwachsenen mit Hyperkalämie zugelassen. Die vollständige Zusammenfassung der Produkteigenschaften (SmPC) wurde noch nicht veröffentlicht. Deshalb wissen wir noch nicht, ob diese Therapie auch bei Patienten angewendet werden kann, die eine Hyperkalämie entwickeln, während sie mit einem Inhibitor des Renin-Angiotensin-Aldosteron-Systems (RAAS) wie Veltassa behandelt werden.

**OUR CONCLUSION:**

Die Zulassung von Lokelma war erwartet worden. Wir haben sie bereits in unseren Schätzungen für Veltassa berücksichtigt. Wir prüfen nach den GJ17-Ergebnissen weiter unsere Schätzungen und unser Kursziel.

**EVENT CALENDAR**

<b>DATE</b>	<b>COMPANY</b>	<b>TOPIC</b>
26.03.18	Cham Paper Group	FY17 results
26.03.18	DKSH	Ex dividend
26.03.18	Givaudan	Ex dividend
26.03.18	SHL Telemedicine	FY17 results
26.03.18	Investis	Roadshow with Vontobel
26.03.18	Meyer Burger	Roadshow with Vontobel
27.03.18	ALSO	AGM
27.03.18	Bâloise	FY17 results
27.03.18	Implenia	AGM
27.03.18	Mobimo	AGM
27.03.18	Newron	AGM
27.03.18	Swiss Prime Site	AGM
27.03.18	Walter Meier	AGM
28.03.18	Autoneum	AGM
28.03.18	Bobst	AGM
28.03.18	Coltene	AGM
28.03.18	Orior	Roadshow with Vontobel
28.03.18	Sulzer	Roadshow with Vontobel
28.03.18	Vaudoise	FY17 results
29.03.18	ABB	AGM
29.03.18	ALSO	Ex dividend
29.03.18	Walter Meier	Ex dividend
03.04.18	Autoneum	Ex dividend
03.04.18	Bobst	Ex dividend
03.04.18	Implenia	Ex dividend
03.04.18	Swiss Prime Site	Ex dividend
04.04.18	ABB	Ex dividend
04.04.18	Coltene	Ex dividend
04.04.18	Geberit	AGM
04.04.18	Jungfraubahnen	FY17 results
04.04.18	Straumann	AGM
04.04.18	Sulzer	AGM
04.04.18	Swisscom	AGM
04.04.18	Zurich Ins. Group	AGM
05.04.18	PSP Swiss Property	AGM
05.04.18	Rieter	AGM
05.04.18	mobilezone	AGM
06.04.18	Forbo	AGM
06.04.18	Geberit	Ex dividend
06.04.18	Sulzer	Ex dividend
06.04.18	Swisscom	Ex dividend
06.04.18	Zurich Ins. Group	Ex dividend



## 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: Lindt & Sprüngli  
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 Kapitalmarkttransaktionen/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 offenkundigspflichtige 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:

Cicor[CICN.S] wurde zuletzt geändert von Hold auf Buy am 19-12-17  
Interroll[IRN.S] wurde zuletzt geändert von Buy auf Hold am 28-03-17  
Lindt & Sprüngli[LISP.S] wurde zuletzt geändert von Hold auf Buy am 04-10-13  
Metall Zug[METN.S] wurde zuletzt geändert von Buy auf Hold am 05-11-17  
Meyer Burger[MBTN.S] wurde zuletzt geändert von Hold auf Buy am 23-10-17  
Vifor[VIFN.S] wurde zuletzt geändert von Restricted auf Hold am 02-06-17

### 4. Globale Rating-Verteilung

	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"](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 Kurszieles 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-Analistenteam 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](http://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](http://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](mailto: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.