Vontobel

Vontobel Research / 05.11.18

Equity Morning Focus

Übersicht

– What's new?

- **DUFRY (Buy, 170 (UR)):** Wie erwartet, org. Wachstum im 3Q (-0.7%, 9M +3.1%), beeinträchtigt durch Argentinien/Brasilien und Spanien; aber Bruttomarge +50 Bp. und EBITDA +40 Bp. Nach 9M - org. Wachstum von +2-3% im GJ18 erwartet

– Good to know

- **SGS (Hold, 2'600):** Investorentage am 8.-9. November - Handels-Update? Aktualisiert, neue Ziele? Markterwartungen bzgl. Ertragskraft klar unter Zielen für 2020 - Hold
- **COMET (Buy, 115 (NEW)):** Senkung der Schätzungen wegen reduzierter Unternehmensprognosen; am Investorentag am 13. November werden aktualisierte Ziele für 2019 und Einzelheiten zur künftigen Strategie erwartet; neues Kursziel CHF 115 (128)

– 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?

DUFRY

Analyst:	rene.weber@vontobel.com
Bloomberg: DUFN SE	Price: CHF 114
Enterprise Value (Mio.)	CHF 10'108
Market Cap (Mio.)	CHF 6'012
Reporting Currency	CHF

Buy **PT: CHF 170 (UR)**

Income Stat. (mns)	2017A	2018E	2019E	2020E
Revenues	8377	8990	9510	10030
EBITDA	1060	1095	1195	1280
EBIT	419	490	585	695
Net profit	56.8	197	260	348
Growth (%)	2017A	2018E	2019E	2020E
Revenues	7.0	7.3	5.8	5.5
Net profit	2172	247	32.0	33.8
EPS (rep.)	2172	253	34.5	33.8
Margin analysis (%)	2017A	2018E	2019E	2020E
Gross margin	59.4	59.7	59.9	60.1
EBITDA margin	12.7	12.2	12.6	12.8
EBIT margin	5.0	5.5	6.2	6.9
Balance sheet (%)	2017A	2018E	2019E	2020E
NWC/Revenues	5.3	5.3	5.2	5.2
Net debt (mns)	3687	3046	2809	2439
Equity to tot. assets	33.6	38.3	39.1	41.1
Gearing	110	83.2	77.5	65.0
Net debt/EBITDA	3.5	2.8	2.4	1.9
CF statement (mns)	2017A	2018E	2019E	2020E
Capex	-286	-295	-310	-320
Operating FCF	429	603	663	723
Inc(+)/Dec(-) in cash	114	176	36.9	70.0
CF analysis (%)	2017A	2018E	2019E	2020E
Op. CF margin	5.8	8.3	8.4	8.5
Capex/Revenues	3.4	3.3	3.3	3.2
Capex/Depreciation	44.6	48.8	50.8	54.7
Per-share data (CHF)	2017A	2018E	2019E	2020E
EPS (rep.)	1.06	3.73	5.02	6.72
EPS (adj.)	6.84	9.04	10.3	11.4
Net cash	-68.6	-57.9	-54.2	-47.1
Dividend	3.75	4.00	4.50	5.00
Payout ratio (%)	355	107	89.6	74.4
Valuation (X)	2017A	2018E	2019E	2020E
P/E	137	30.6	22.8	17.0
P/E (adj.)	21.2	12.6	11.1	10.1
P/B	2.49	1.90	1.91	1.85
EV/EBITDA	11.6	9.2	8.3	7.5
FCF yield %	2.5	7.6	8.3	9.1
Dividend yield %	2.6	3.5	3.9	4.4
Profit. ratios (%)	2017A	2018E	2019E	2020E
ROIC	3.0	4.9	6.2	7.6
ROE	1.8	6.3	8.3	11.1
ROA	1.1	2.7	3.6	4.7
BB Consensus (mns)	**2017A**	**2018E**	**2019E**	**2020E**
Revenues	2471	2471	2471	2471
EBITDA	339	339	339	339
EBIT	210	210	210	210
Net profit	149	149	149	149
EPS	3.53	3.53	3.53	3.53

Conference call/analyst meeting

Conference call: 14.00 CET - EU +41 58 310 50 00, UK +44 (0) 207 107 06 13, US +1 (1) 631 570 56 13

Wie erwartet, org. Wachstum im 3Q (-0.7%, 9M +3.1%), beeinträchtigt durch Argentinien/Brasilien und Spanien; aber Bruttomarge +50 Bp. und EBITDA +40 Bp. Nach 9M - org. Wachstum von +2-3% im GJ18 erwartet

FACTS & COMMENT:

3Q: 2 Regionen (von 5) mit neg. OG: Gesamthaft gesehen, erreichte das org. Wachstum +3.1% (9M) bzw. -0.7% (3Q) und entsprach damit den Erwartungen. Auf ber. Basis betrug dieser Wert im 3Q -0.9%, wobei sich die neuen Konzessionen im 1H (+0.2%) viel weniger auswirkten. In Südeuropa betrug das org. Wachstum -2.1% (9M) bzw -5.2% (3Q), dies v.a. wegen Spanien (weniger Ausgaben/Passagier); in GB/Mitteleuropa -0.7% (ohne Schliessung Genf) bzw. +0.2% (GB); in Osteuropa/Asien +15.2% bzw. +4.4% (hohe Vgl.basis); in Lateinamerika -2.8% bzw. -11% (Währungseffekte in Brasilien u. Argentinien) und in Nordamerika gleichbleibend gute +7.5% bzw.+7.1%.

Starke Verbesserung von Brutto-/EBITDA-Marge und FCF: Der Reingewinn stieg um 50 Bp. auf 59.9% (3Q: +80 Bp.!) und die EBITDA-Marge ebenfalls um 50 Bp. auf 12.3% (3Q: +30 Bp.), gestützt durch BOM (Effekt: CHF 33 Mio.); auch die Konzessionsgebühren stiegen um 40 Bp. (Spanien). Der freie Cashflow steigerte sich um 59% auf CHF 430 Mio.

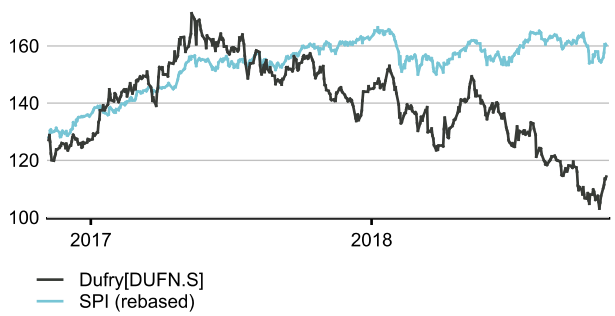
Ausblick für Okt. leicht nach oben korrigiert: Da sich die Zahlen im Okt. kontinuierlich verbesserten (org.: knapp +1%), rechnet Dufry für das Gesamtjahr mit einem org. Plus von 2-3% (statt 5-7%) und einer EBITDA-Marge von 12.0-12.3% (VontE: 12.5%).

Nächster Kursimpuls: GJ18-Ergebnisse am 14.03.2019

OUR CONCLUSION:

Wie erwartet, wurde das 3Q durch die Schwäche in Brasilien/Argentinien (FX) und Spanien (Nationalitätenmix) beeinträchtigt; die Währungseffekte in Brasilien/Argentinien werden bis ins 1H19 anhalten; wie bereits darauf hingewiesen, werden wir unsere Schätzungen anpassen (EBITDA 18E ca. -5%) und erachten die Stabilisierung im 4Q als positives Zeichen. Wir erachten ein EV/EBITDA 19E von 8.3 als attraktiv (Kursentwicklung seit JB -21%), angekurbelt durch die Dividendenrendite (3.5%), und bestätigen unser Buy Rating (Herabsetzung des Kursziels wird überprüft).

Performance



Source: Bloomberg, Vontobel Equity Research

Dufry: Differential 9M18 results

(CHF mns)	VT Est.	Cons	Reported	YoY (%)	vs VT (%)	vs C (%)
Turnover	6,590	6,568	6,561	4.6	-0.4	-0.1
- organic growth	3.7	3.4	3.1			
- acquisitions (%)	0.0	-	0.0			
- currency impact (%)	1.5	-	1.5			
Gross profit	3,935	3,927	3,932	5.5	-0.1	0.1
Gross margin (%)	59.7	59.8	59.9	54 bp		
EBITDA bei	802	803	807	8.4	0.6	0.4
EBITDA margin (%)	12.2	12.2	12.3	39 bp		
Shareholders' net profit	119.0	102.0	87.5	2.9	-26.5	-14.2

Source: Company data, Bloomberg, Vontobel Equity Research

GOOD TO KNOW

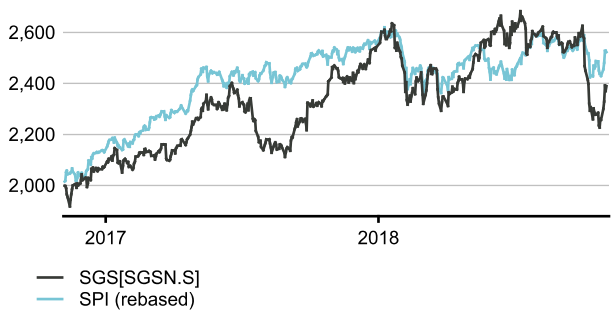
SGS

Analyst:	jean-philippe.bertschy@vontobel.com
Bloomberg: SGSN SE	Price: CHF 2'389
Enterprise Value (Mio.)	CHF 20'537
Market Cap (Mio.)	CHF 18'237
Reporting Currency	CHF

Hold **PT: CHF 2'600**

Income Stat. (mns)	2017A	2018E	2019E	2020E
Revenues	6349	6746	7110	7652
EBITDA	1232	1305	1474	1632
EBIT	924	972	1116	1245
Net profit	652	649	769	867
Growth (%)	2017A	2018E	2019E	2020E
Revenues	6.1	6.3	5.4	7.6
Net profit	13.4	-0.4	18.5	12.7
EPS (rep.)	14.0	1.29	19.1	12.7
Margin analysis (%)	2017A	2018E	2019E	2020E
Gross margin	93.8	93.7	93.7	93.7
EBITDA margin	19.4	19.3	20.7	21.3
EBIT margin	14.6	14.4	15.7	16.3
Balance sheet (%)	2017A	2018E	2019E	2020E
NWC/Revenues	5.2	4.8	4.6	4.7
Net debt (mns)	698	707	775	812
Equity to tot. assets	33.7	32.1	35.8	37.7
Gearing	34.8	33.9	34.1	32.2
Net debt/EBITDA	0.6	0.5	0.5	0.5
CF statement (mns)	2017A	2018E	2019E	2020E
Capex	-298	-353	-382	-405
Operating FCF	691	650	765	870
Inc(+)/Dec(-) in cash	411	394	-440	-33.7
CF analysis (%)	2017A	2018E	2019E	2020E
Op. CF margin	15.6	14.9	16.1	16.7
Capex/Revenues	4.7	5.2	5.4	5.3
Capex/Depreciation	96.1	106	107	105
Per-share data (CHF)	2017A	2018E	2019E	2020E
EPS (rep.)	86.5	87.6	104	118
EPS (adj.)	91.8	98.6	109	123
Net cash	-91.4	-92.6	-102	-106
Dividend	75.0	80.0	85.0	90.0
Payout ratio (%)	86.7	91.4	81.5	76.6
Valuation (X)	2017A	2018E	2019E	2020E
P/E	29.4	27.3	22.9	20.3
P/E (adj.)	27.7	24.2	21.8	19.4
P/B	10.1	9.13	8.35	7.48
EV/EBITDA	17.5	15.7	14.0	12.8
FCF yield %	3.6	3.6	4.2	4.8
Dividend yield %	3.0	3.3	3.6	3.8
Profit. ratios (%)	2017A	2018E	2019E	2020E
ROIC	26.0	25.8	28.6	29.2
ROE	35.3	33.2	36.8	37.5
ROA	12.3	11.2	12.7	14.1
BB Consensus (mns)	**2017A**	**2018E**	**2019E**	**2020E**
Revenues	6307	6807	7204	7645
EBITDA	1286	1372	1503	1636
EBIT	958	1024	1139	1256
Net profit	664	727	802	886
EPS	88.1	96.7	107	118
Conference call/analyst meeting				
No conference call or analyst meeting scheduled				

Performance



Source: Bloomberg, Vontobel Equity Research

Investorentage am 8.-9. November - Handels-Update? Aktualisiert, neue Ziele? Markterwartungen bzgl. Ertragskraft klar unter Zielen für 2020 - Hold

FACTS & COMMENT:

Handels-Update?: SGS wird seine Investorentage am 08./09.11. In Frankreich abhalten. Das Unternehmen wird vor diesem Termin am 07.11. eine Pressemitteilung veröffentlichen. Wir rechnen mit einem Handels-Update. Zur Erinnerung: SGS bestätigte seine Vorgaben für das GJ18 im vergangenen Juli: solides org. Wachstum (ggü. 5.6% im 1H), höhere ber. Betriebsmarge (in konst. W.) sowie ein robuster CF. Das Wachstum im 1H18 wurde vor allem durch die energiebezogenen Aktivitäten angekurbelt (7.6% in MIN, OGC und INDU).

Neue Ära, neue Ziele?: Mit dem Tod des Vorsitzenden Sergio Marchionne im Juli hat SGS seinen «Erschaffer» verloren. Er modernisierte das Unternehmen im Jahr 2002, um SGS zum unangefochtenen Marktführer zu machen und hatte nach wie vor grossen Einfluss auf alle Entscheidungen. Nach seinem Tod wurden die Ziele für Fiat oder CNH nach unten korrigiert. Darüber hinaus kommentierte der neue CEO von Ferrari, dass die Ziele «ehrgeizig» seien. Unseres Erachtens täte SGS gut daran, neue Ziele zu veröffentlichen (FCF, ROIC, Kapitalrückzahlung an die Aktionäre) und sich von seinen Zielen einer Marge von 18% (Konsens weit unter 17%) und einem Umsatz von CHF 1 Mio. aus übernommenen Unternehmen zu verabschieden.

Ziele im Digitalbereich bestätigt?: Letztes Jahr gab das Management ein Umsatzziel von CHF 300 Mio. mit einer Marge von 25% bekannt.

OUR CONCLUSION:

Der kommende Investorentag wird u. E. für SGS sehr wichtig sein, weil er die Halbzeit in der Umsetzung der Ziele für 2020 markiert und für das Unternehmen eine neue Ära begonnen hat. Das Unternehmen war in den letzten zwei Jahren mit zahlreichen Projekten beschäftigt (Digitalisierung, Einkauf, gemeinsame Servicezentren). Das Umfeld für das Geschäft im Energiebereich war günstig. Es ist nun an der Zeit, die Früchte zu ernten. Hold, Kursziel CHF 2'600

GOOD TO KNOW

COMET

Analyst:	michael.foeth@vontobel.com
Bloomberg: COTN SE	Price: CHF 95.5
Enterprise Value (Mio.)	CHF 769
Market Cap (Mio.)	CHF 737
Reporting Currency	CHF

Buy **PT: CHF 115 (NEW)**

Income Stat. (mns)	2017A	2018E	2019E	2020E
Revenues	443	428	434	460
EBITDA	63.2	29.2	59.8	74.6
EBIT	50.7	7.38	42.5	56.0
Net profit	35.3	5.23	29.4	39.2
Growth (%)	2017A	2018E	2019E	2020E
Revenues	33.4	-3.5	1.6	6.0
Net profit	29.3	-85.2	462	33.3
EPS (rep.)	29.3	-85.2	462	33.3
Margin analysis (%)	2017A	2018E	2019E	2020E
Gross margin	40.8	37.1	39.3	40.4
EBITDA margin	14.3	6.8	13.8	16.2
EBIT margin	11.4	1.7	9.8	12.2
Balance sheet (%)	2017A	2018E	2019E	2020E
NWC/Revenues	17.0	19.4	19.6	19.1
Net debt (mns)	7.45	32.0	3.24	-26.0
Equity to tot. assets	52.7	52.5	55.4	57.6
Gearing	3.6	16.0	1.4	-10.1
Net debt/EBITDA	0.1	1.1	0.1	-0.3
CF statement (mns)	2017A	2018E	2019E	2020E
Capex	-41.5	-37.0	-15.0	-13.8
Operating FCF	-3.28	-13.0	30.6	39.6
Inc(+)/Dec(-) in cash	-14.5	-24.6	28.8	29.3
CF analysis (%)	2017A	2018E	2019E	2020E
Op. CF margin	8.6	5.6	10.5	11.6
Capex/Revenues	9.4	8.7	3.5	3.0
Capex/Depreciation	333	169	86.7	74.5
Per-share data (CHF)	2017A	2018E	2019E	2020E
EPS (rep.)	4.58	0.68	3.81	5.08
EPS (adj.)	4.58	1.14	3.81	5.08
Net cash	-1.0	-4.1	-0.4	3.4
Dividend	1.50	0.24	1.33	1.78
Payout ratio (%)	32.8	35.0	35.0	35.0
Valuation (X)	2017A	2018E	2019E	2020E
P/E	33.5	141	25.1	18.8
P/E (adj.)	33.5	83.5	25.1	18.8
P/B	5.74	3.69	3.24	2.87
EV/EBITDA	18.9	26.3	12.4	9.5
FCF yield %	-0.3	-1.8	4.2	5.4
Dividend yield %	1.0	0.2	1.4	1.9
Profit. ratios (%)	2017A	2018E	2019E	2020E
ROIC	17.7	2.2	12.4	16.5
ROE	25.9	4.0	21.9	24.1
ROA	9.6	1.4	7.4	9.2
BB Consensus (mns)	**2017A**	**2018E**	**2019E**	**2020E**
Revenues	442	443	457	487
EBITDA	66	49	70	79
EBIT	54	34	54	63
Net profit	39	29	41	47
EPS	4.97	3.70	5.24	6.05
Conference call/analyst meeting				
No conference call or analyst meeting scheduled				

Senkung der Schätzungen wegen reduzierter Unternehmensprognosen; am Investorentag am 13. November werden aktualisierte Ziele für 2019 und Einzelheiten zur künftigen Strategie erwartet; neues Kursziel CHF 115 (128)

FACTS & COMMENT:

Nach Gewinnwarnung Schätzungen angepasst: Letzten Freitag hat Comet seine GJ18-Prognose weiter gesenkt und erwartet nun einen Umsatz zwischen CHF 430-440 Mio. (zuvor: 440-460 Mio.) mit einer EBITDA-Marge von 7-9% (zuvor: 10-12%). Wir senken unsere GJ18-Umsatzprognose um 3% und korrigieren unsere EBITDA-Marge auf 6.8% (von 10.9%), was ein 39% geringeres EBITDA ergibt. Die Grössenordnung des EBITDA zeigt eine begrenzte Flexibilität bei den Kosten. Wir senken unsere EPS-Prognose für GJ19/20E um 17%/14%.

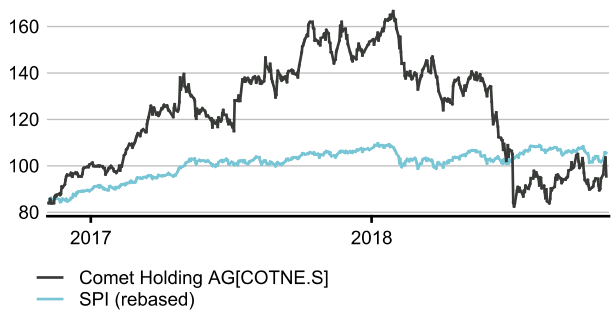
Klarheit bezüglich strategischer Roadmap erforderlich: Ein Update über die Strategie von Comet ist längst fällig. Die 2020-Roadmap und die 2019-Ziele sind immer noch offiziell gültig, aber nicht mehr realistisch und müssen aktualisiert werden. Wir erwarten ebenfalls ein Update bezüglich der Geschäftsportfoliostrategie, insbesondere in Bezug auf das Systemgeschäft ggü. dem Komponentengeschäft.

Update bezüglich Management und VR: Die Divisionen EBT und IXS von Comet werden immer noch interimistisch geleitet und wir hoffen, dass bald dauerhafte Lösungen präsentiert werden. Wir erwarten noch keine Bekanntgabe in Zusammenhang mit dem anstehenden Wechsel des Verwaltungsratspräsidenten. Ein Grossaktionär hat den ehemaligen VAT CEO Heinz Kundert als Kandidaten vorgeschlagen - eine Lösung, die wir sicherlich begrüssen würden.

OUR CONCLUSION:

Angesichts der Technologieführerschaft und der starken Marktposition von Comet beurteilen wir die langfristigen Geschäftsaussichten des Unternehmens weiter positiv. Wir müssen jedoch zunächst das Vertrauen in die Strategie, das Geschäftsmodell und deren Umsetzung zurückgewinnen. Aufgrund unserer tieferen Schätzungen reduzieren wir unser Kursziel weiter auf CHF 115 (128). Im Vorfeld des Investorentages am 13. November halten wir an unserem Buy Rating fest und werden die Aussichten anschliessend näher beurteilen.

Performance



Source: Bloomberg, Vontobel Equity Research

Changes to Vontobel estimates	FY18 new	FY19 new	FY18 old	FY19 old	FY18 chg	FY19 chg
Sales	427.7	434.3	440.7	441.5	-3%	-2%
Gross profit	158.6	170.7	164.8	173.5	-4%	-2%
EBITDA	29.2	59.8	47.9	67.6	-39%	-12%
EBIT	7.4	42.5	32.0	50.7	-77%	-16%
Net profit	5.2	29.4	21.9	35.4	-76%	-17%
EPS (rep.)	0.7	3.8	2.8	4.6	-76%	-17%
EPS (adj.)	1.3	3.8	4.1	4.6	-68%	-17%

EVENT CALENDAR

DATE	COMPANY	TOPIC
05.11.18	LafargeHolcim	Roadshow with Vontobel - Chicago/Boston
05.11.18	Temenos	Roadshow with Vontobel - Scandinavia
06.11.18	Adecco	3Q18 results
06.11.18	Burckhardt Compression	Roadshow with Vontobel - Zurich
06.11.18	Geberit	Roadshow with Vontobel - Frankfurt
06.11.18	Klingelnberg	1H18/19 results
06.11.18	LEM	1H18/19 results
06.11.18	Ypsomed	1H18/19 results
07.11.18	Barry Callebaut	FY17/18 results
07.11.18	Emmi	Investor Day
07.11.18	Galenica	Roadshow with Vontobel - Geneva
07.11.18	Geberit	Raodshow with Vontobel Köln/Düsseldorf
07.11.18	Swiss Life	9M18 interim statement
08.11.18	Ascom	Analyst & investor day
08.11.18	Bobst	Analyst conference
08.11.18	Galenica	Roadshow with Vontobel - Zurich
08.11.18	KTM Industries	Roadshow with Vontobel - Zurich
08.11.18	SGS	Investor Days
08.11.18	Schmolz+Bickenbach	3Q18 results
08.11.18	Sunrise	3Q18 results
08.11.18	Zurich Ins. Group	9M18 results
09.11.18	Geberit	Roadshow with Vontobel - Milano
09.11.18	Richemont	1H18/19 results
12.11.18	Arbonia	Investor day
13.11.18	CEVA Logistics	3Q18 results
13.11.18	Comet	Investor day
13.11.18	Datacolor	FY17/18 results
13.11.18	PSP Swiss Property	9M18 results
14.11.18	Bâloise	3Q18 interim statement
15.11.18	Zurich Ins. Group	Investor day
19.11.18	Sonova	1H18/19 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:
Comet Holding AG[COTNE.S] wurde zuletzt geändert von No Rating auf Buy am 17-04-13
Dufry[DUFN.S] wurde zuletzt geändert von Hold auf Buy am 18-02-16
SGS[SGSN.S] wurde zuletzt geändert von Buy auf Hold am 19-01-15

4. Globale Rating-Verteilung

	VT Research-Universum No.	VT Research-Universum in %	Anteil VT-IB-Kunden in der Ratingkategorie in %
Buy	33	30	24
Hold	73	66	26
Reduce	4	4	0

Die obige Tabelle wird zu Beginn jedes Quartals angepasst. Derzeit gibt sie den Stand vom 30. September 2018 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.