Vontobel

Vontobel Research / 18.03.19

Equity Morning Focus

Übersicht

– What's new?

- **FLUGHAFEN ZURICH (Buy, 210):** Der Flughafen Zürich sichert sich eine 30-jährige Konzession für die Flughäfen Vitória und Macaé im Südosten von Brasilien - Vorauszahlung von CHF 115 Mio. und Investitionen von CHF 80 Mio. - EBITDA-Beitrag im hohen einstelligen Millionenbereich im GJ20
- **HIAG (Hold, 120):** GJ18-Ergebnisse von hohen Neubewertungsgewinnen und grösseren Verlusten bei HIAG Data geprägt - Höhere Dividende - Positiver Ausblick für GJ19 - Hold

– Financial model update

- **CICOR (Buy, 87.0):** Anpassung unserer Schätzungen nach den GJ18-Ergebnissen - Höhere Umsatz- und geringere EBIT-Margenschätzungen - Wir wiederholen das Kursziel von 87 sowie unser Hold Rating
- **DUFRY (Buy, 125 (NEW)):** Wende zu positivem organischem Wachstum wird andauern, neue Konzessionen sind wichtige Treiber; Korrektur der Prognosen aufgrund neuer Vorgabe - Buy Rating bekräftigt (neues Kursziel CHF 125, bisher CHF 140)
- **EFG INTERNATIONAL (Hold, 7.00):** Optimistische Stimmung am Investor Update 2019, starke Fokus auf Wachstum - vorsichtiger 2019-Ausblick - VontE am unteren Ende der 2022-Zielspanne - erhebliche Reduktion der Schätzungen für GJ19-20E, GJ21-22E beinahe unverändert

– 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

© 2019 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?

FLUGHAFEN ZURICH

Analyst:	pascal.furger@vontobel.com
Bloomberg: FHZN SE	Price: CHF 178
Enterprise Value (Mio.)	CHF 6'036
Market Cap (Mio.)	CHF 5'477
Reporting Currency	CHF

Buy **PT: CHF 210**

Income Stat. (mns)	2017A	2018E	2019E	2020E
Revenues	1037	1153	1198	1187
EBITDA	579	629	644	627
EBIT	335	629	401	375
Net profit	280	540	299	277
Growth (%)	2017A	2018E	2019E	2020E
Revenues	2.4	11.2	3.9	-0.9
Net profit	18.2	92.5	-44.7	-7.2
EPS (rep.)	18.2	92.5	-44.7	-7.20
Margin analysis (%)	2017A	2018E	2019E	2020E
Gross margin	96.3	96.6	96.1	96.1
EBITDA margin	55.8	54.5	53.7	52.8
EBIT margin	32.3	54.5	33.5	31.5
Balance sheet (%)	2017A	2018E	2019E	2020E
NWC/Revenues	1.5	1.4	3.0	3.0
Net debt (mns)	418	524	559	586
Equity to tot. assets	56.0	55.4	56.3	57.0
Gearing	17.4	21.7	22.3	22.7
Net debt/EBITDA	0.7	0.8	0.9	0.9
CF statement (mns)	2017A	2018E	2019E	2020E
Capex	-275	-383	-373	-348
Operating FCF	255	155	170	181
Inc(+)/Dec(-) in cash	-135	83.8	-35.3	-26.7
CF analysis (%)	2017A	2018E	2019E	2020E
Op. CF margin	51.1	46.7	45.3	44.5
Capex/Revenues	26.5	33.3	31.1	29.3
Capex/Depreciation	113	NA	154	138
Per-share data (CHF)	2017A	2018E	2019E	2020E
EPS (rep.)	9.14	17.6	9.73	9.03
EPS (adj.)	8.11	9.33	9.73	9.03
Net cash	-13.6	-17.1	-18.2	-19.1
Dividend	6.50	6.60	6.70	5.00
Payout ratio (%)	71.1	37.5	68.9	55.4
Valuation (X)	2017A	2018E	2019E	2020E
P/E	24.4	9.2	18.3	19.8
P/E (adj.)	27.5	17.4	18.3	19.8
P/B	2.85	2.07	2.18	2.12
EV/EBITDA	12.5	8.8	9.4	9.7
FCF yield %	3.7	3.1	3.1	3.3
Dividend yield %	2.9	4.1	3.8	2.8
Profit. ratios (%)	2017A	2018E	2019E	2020E
ROIC	8.7	18.0	9.8	8.9
ROE	12.0	22.4	12.1	10.9
ROA	6.7	12.5	6.8	6.2
BB Consensus (mns)	**2017A**	**2018E**	**2019E**	**2020E**
Revenues	1035	1144	1184	1161
EBITDA	581	600	651	642
EBIT	335	350	397	386
Net profit	265	267	300	291
EPS	8.53	8.87	9.71	9.21

Conference call/analyst meeting

No conference call or analyst meeting scheduled

Der Flughafen Zürich sichert sich eine 30-jährige Konzession für die Flughäfen Vitória und Macaé im Südosten von Brasilien - Vorauszahlung von CHF 115 Mio. und Investitionen von CHF 80 Mio. - EBITDA-Beitrag im hohen einstelligen Millionenbereich im GJ20

FACTS & COMMENT:

Konzessionen für Vitória und Macaé: Konzessionen in Vitória und Macaé: Im GJ18 fertigten die beiden Flughäfen 3.2 Mio. Passagiere ab. Die Unterzeichnung der Konzession für einen Zeitraum von 30 Jahren ist für 2H19 geplant. Der Flughafen Zürich wird eine Beteiligung von 100% halten. Neben einer Vorauszahlung von CHF 115 Mio. wird nach dem fünften Jahr eine jährliche umsatzabhängige Gebühr fällig. In den ersten Jahren werden Investitionen von CHF 80 Mio. erwartet, die lokal finanziert werden. Für das 2H19 erwarten wir Einrichtungskosten im mittleren einstelligen Millionenbereich, für das GJ20 rechnen wir mit einem EBITDA-Beitrag im hohen einstelligen Millionenbereich.

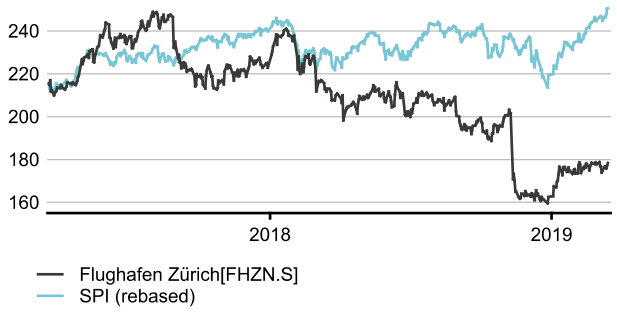
Dritte Investition in Brasilien: Der Flughafen Zürich hält 100% an Florianópolis (Konzession über 40 Jahre seit 2018, 3.8 Mio. Passagiere, Investitionen von CHF 95.2 Mio. ab GJ18; Eröffnung eines neuen Terminals im 3Q19 geplant) und 12.5% an Belo Horizonte (Beteiligung von CHF 31 Mio., 10.7 Mio. Passagiere). Zum Portfolio gehören weitere Flughäfen in Lateinamerika: Bogotá, Curaçao, 2 chilenische Flughäfen (Investitionen von CHF 30.4 Mio.).

Zwei weitere Konzessionspakete in Brasilien verkauft: Aena gewann das attraktivste Konzessionspaket in der Region Recife für CHF 496 Mio. (inkl. 6 Flughäfen im Nordosten Brasiliens mit rund 14 Mio. Passagieren). Aroeste erhielt den Zuschlag für die Flughäfen in der Region Mitte-West, das kleinste Konzessionspaket.

OUR CONCLUSION:

Gute Nachrichten: Die Internationalisierungsstrategie entwickelt sich weiterhin stark und rückt dem Gewinnzielbeitrag von 15% näher. Das bestehende Portfolio von Florianopolis u. Chile steuerte Umsatzerlöse von CHF 42 Mio. und ein EBITDA von CHF 15.7 Mio. bei (EBITDA-Marge: 37.2%). Mit einem Verhältnis von Nettoschulden zu EBITDA von 0.9 im GJ18 und aufgrund des Umstands, dass nur VTe 30% des ursprünglich budgetierten M&A-Ziels von CHF 800 Mio. verwendet worden sind, verfügt der Flughafen Zürich nach wie vor über ein beträchtliches Potenzial, weitere Vermögenswerte zu erwerben (z. B. in Indonesien, Indien und Vietnam). Buy bestätigt.

Performance



Source: Bloomberg, Vontobel Equity Research

WHAT'S NEW?

HIAG

Analyst:	pascal.furger@vontobel.com
Bloomberg: HIAG SE	Price: CHF 129
Enterprise Value (Mio.)	CHF 1'637
Market Cap (Mio.)	CHF 1'032
Reporting Currency	CHF
Hold	**PT: CHF 120**

Income Stat. (mns)	2017A	2018E	2019E	2020E
Rental income	55.9	57.1	61.9	65.3
EBITDA	73.1	100	60.5	68.1
EBITDA (cash)	39.3	30.3	35.5	53.1
Net profit	57.5	62.2	39.5	45.1
Net profit (cash)	33.1	9.61	22.7	31.7
Growth (%)	2017A	2018E	2019E	2020E
Rental income	6.5	2.1	8.5	5.4
Net profit	23.9	8.3	-36.6	14.4
Net profit (cash)	8.4	-70.9	136	40.1
EPS	23.6	8.3	-36.6	14.4
EPS (cash)	8.1	-70.9	136	40.1
Margin analysis (%)	2017A	2018E	2019E	2020E
EBITDA margin	73.0	71.9	60.9	63.2
Vacancy rate	14.5	15.5	15.3	15.0
Balance sheet (%)	2017A	2018E	2019E	2020E
Equity ratio	54.4	52.0	52.1	50.8
Loan-to-value	39.8	43.9	43.0	45.2
Net debt (mns)	490	564	605	652
CF statement (mns)	2017A	2018E	2019E	2020E
Operating CF	18.6	26.5	20.7	24.1
Operating FCF	-13.8	-18.5	-9.32	-15.9
Acquistions	.00	-25.0	.00	.00
CF analysis	2017A	2018E	2019E	2020E
Op. FCF margin	-24.7	-32.5	-15.1	-24.4
Acq. to properties	0.0	-2.0	0.0	0.0
Per-share data (CHF)	2017A	2018E	2019E	2020E
EPS (rep.)	7.15	7.75	4.91	5.62
EPS (cash)	4.11	1.20	2.82	3.95
NAV(gross)	104	110	111	113
NAV(net)	94.6	98.6	99.6	101
Dividend	3.80	3.90	3.90	4.00
Payout ratio (%)	92.4	326	138	101
Valuation (%)	2017A	2018E	2019E	2020E
P/E	16.9	15.0	26.2	22.9
P/E (cash)	29.4	97.5	45.6	32.5
P/NAV(gross)	1.26	1.21	1.34	1.34
P/NAV (net)	1.28	1.18	1.29	1.27
EV/EBITDA	20.0	15.0	27.0	24.7
EV/EBITDA (cash)	NA	NA	NA	NA
Dividend yield	3.1	3.3	3.0	3.1
Profit. ratios (%)	2017A	2018E	2019E	2020E
Implied gross yield	4.6	4.4	4.5	4.7
Implied net yield	3.9	3.8	4.0	4.2
ROE	7.7	8.0	5.0	5.6
ROE (cash)	4.4	1.2	2.8	3.9
BB Consensus (mns)	**2017A**	**2018E**	**2019E**	**2020E**
EBITDA	67	95	62	69
Net profit	43	38	33	43
EPS	3.68	4.18	4.20	6.14

Conference call/analyst meeting

Analyst conference 09:00 am CET at Au Premier (room: Bernina), Bahnhofplatz 15, Zurich. Webcast available: http://r2.newsbox.ch/d751/sh/rd24638/p912/c2415/indexl.html

GJ18-Ergebnisse von hohen Neubewertungsgewinnen und grösseren Verlusten bei HIAG Data geprägt - Höhere Dividende - Positiver Ausblick für GJ19 - Hold

FACTS & COMMENT:

Wachstum der Mieteinnahmen um 4.3% oder 0.7% auf bereinigter Basis: Das Wachstum beschleunigte sich von 3.1% im 1H auf 5.2% im 2H und übertraf damit unsere Prognose von 1.2%. Hauptursache war eine Verbesserung der Leerstandsquote ggü. dem 1H um -180 Bp. auf 14.3%.

Ausgewiesenes EBITDA profitiert von Neubewertungsgewinnen: von CHF 76.4 Mio. (Vorgabe CHF >70 Mio., Nr. 1 Cham: CHF 16.6 Mio.). Der ausserordentliche Verlust von CHF 16.5 Mio. beruhte auf einer Wertberichtigung bei HIAG Data (im Jan. 19 angekündigt). Damit weiteten sich die Verluste bei HIAG Data auf CHF -39.1 Mio. aus. Der Gewinn auf EPRA-Basis betrug CHF 34.2 Mio. (oder CHF -5.0 Mio. einschl. HIAG Data).

Anstieg des NAV (netto) um 3.7%: auf CHF 98.2.

Erhöhung der Dividende um 2.6%: auf CHF 3.9 (ggü. ber. EPS ohne HIAG Data von CHF 2.7), dies bedeutet eine Rendite von 3.0%.

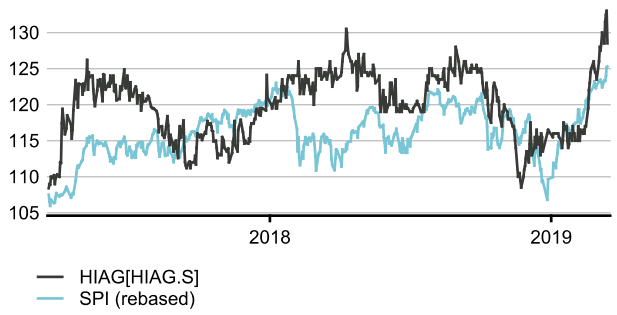
Besserer Ausblick für das GJ19: HIAG erwartet höhere Mieteinnahmen und wird in den nächsten Monaten weitere Einzelheiten zu HIAG Data nennen.

Nächster Kursimpuls: 1H19-Ergebnisse am 03.09. (=)

OUR CONCLUSION:

HIAG legte durchwachsene Zahlen vor, einem starken Immobiliengeschäft stand die enttäuschende Entwicklung von HIAG Data gegenüber. Ohne starke Neubewertungsgewinne hätte die Wertberichtigung bei HIAG Data zu einem Verlust bei HIAG geführt. Die Aktie notiert zu 34% des prognostizierten NAV und damit über dem Sektordurchschnitt von 13%. Ein Grossteil des Potenzials von HIAG Data scheint somit eingepreist. Wir bestätigen unser Hold Rating.

Performance



Source: Bloomberg, Vontobel Equity Research

Differential FY18

(CHF mns)	VT	Cons	Reported	YoY (%)	vs VT (%)	vs C (%)
Rental income	57.1	-	58.2	4.2	2.0	-
Net revaluation gains	70.0	-	76.4	129.5	9.1	-
EBITDA	100.3	-	104.3	42.6	4.0	-
EBITDA adj	30.3	-	27.9	-30.0	-7.9	-
HIAG Data EBIT	-35.4	-	-39.1	703.7	NA	-
Net profit	62.2	-	60.9	6.0	-2.2	-
Net profit adj. (EPRA)	9.6	-	-5.0	NM	NM	-
Dividend per share	3.90	-	3.90	2.6	0.0	-
Comparison to 1H18	**VT**	**Cons**	**Reported**	**HoH (%)**	**vs VT (%)**	**vs C (%)**
NAV per share (net)	98.6	-	98.2	3.7	-0.4	-
LTV (%)	41.5	-	43.4	140 bp	186 bp	-
Equity ratio (%)	51.3	-	49.1	-270 bp	-216 bp	-
EPRA vacancy rate group (%)	14.9	-	14.3	-180 bp	-60 bp	-

Source: Company data, Vontobel Equity Research

FINANCIAL MODEL UPDATE

CICOR

Analyst:	michal.lichvar@vontobel.com
Bloomberg: CICN SE	Price: CHF 51.8
Enterprise Value (Mio.)	CHF 169
Market Cap (Mio.)	CHF 150
Reporting Currency	CHF
Buy	**PT: CHF 87.0**

Income Stat. (mns)	2017A	2018A	2019E	2020E
Revenues	217	248	272	294
EBITDA	19.2	24.6	30.6	35.3
EBIT	10.5	15.2	20.6	25.0
Net profit	6.65	9.64	14.2	17.5
Growth (%)	2017A	2018A	2019E	2020E
Revenues	14.4	14.5	9.5	8.2
Net profit	2479	44.9	46.9	23.7
EPS (rep.)	2478	45.0	47.0	23.7
Margin analysis (%)	2017A	2018A	2019E	2020E
Gross margin	48.0	47.3	48.0	48.5
EBITDA margin	8.9	9.9	11.3	12.0
EBIT margin	4.8	6.1	7.6	8.5
Balance sheet (%)	2017A	2018A	2019E	2020E
NWC/Revenues	18.7	19.4	19.6	18.8
Net debt (mns)	19.6	28.0	19.4	7.93
Equity to tot. assets	40.6	38.7	41.4	44.5
Gearing	28.5	37.2	22.3	7.9
Net debt/EBITDA	1.0	1.1	0.6	0.2
CF statement (mns)	2017A	2018A	2019E	2020E
Capex	-8.42	-16.9	-11.0	-11.0
Operating FCF	0.65	-6.64	11.5	15.5
Inc(+)/Dec(-) in cash	1.86	0.54	8.62	11.4
CF analysis (%)	2017A	2018A	2019E	2020E
Op. CF margin	4.2	4.1	8.3	9.0
Capex/Revenues	3.9	6.8	4.0	3.7
Capex/Depreciation	96.4	180	110	107
Per-share data (CHF)	2017A	2018A	2019E	2020E
EPS (rep.)	2.29	3.33	4.89	6.05
EPS (adj.)	2.29	3.33	4.89	6.05
Net cash	-6.8	-9.7	-6.7	-2.7
Dividend	0.70	1.00	1.40	1.80
Payout ratio (%)	30.5	30.1	28.6	29.8
Valuation (X)	2017A	2018A	2019E	2020E
P/E	26.4	11.8	10.6	8.6
P/E (adj.)	26.4	11.8	10.6	8.6
P/B	2.55	1.52	1.73	1.49
EV/EBITDA	10.1	5.8	5.5	4.5
FCF yield %	0.4	-5.8	7.7	10.3
Dividend yield %	1.2	2.5	2.7	3.5
Profit. ratios (%)	2017A	2018A	2019E	2020E
ROIC	9.5	12.1	14.8	17.5
ROE	10.3	13.4	17.5	18.7
ROA	4.1	5.3	7.0	8.0
BB Consensus (mns)	**2017A**	**2018A**	**2019E**	**2020E**
Revenues	216	241	260	278
EBITDA	20	23	28	32
EBIT	11	13	18	22
Net profit	7	9	13	15
EPS	2.25	3.06	4.38	5.25
Conference call/analyst meeting				
No conference call or analyst meeting scheduled				

Anpassung unserer Schätzungen nach den GJ18-Ergebnissen - Höhere Umsatz- und geringere EBIT-Margenschätzungen - Wir wiederholen das Kursziel von 87 sowie unser Hold Rating

FACTS & COMMENT:

Positive Anpassungen unserer Umsatzschätzungen: Wir erhöhen auf Basis der Ergebnisse des GJ18 unsere Umsatzschätzungen für ES und senken sie für die Division AMS. Wir sehen jetzt mehr Potenzial in den Endmärkten für Luft- und Raumfahrt und Medizin, sind aber angesichts des vorsichtigeren makroökonomischen Ausblicks zurückhaltender gegenüber dem Industriesegment. Unsere Umsatzprognosen setzen wir auch nach Einbeziehung negativer Währungseinflüsse etwas höher an.

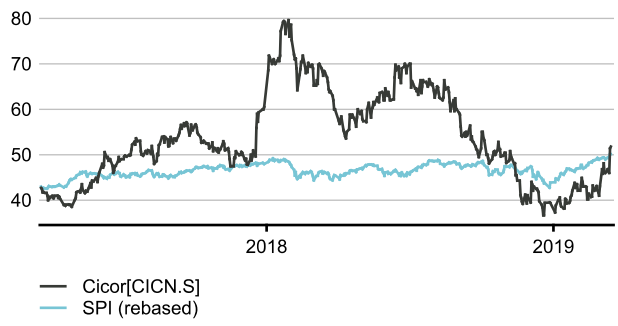
Anpassungen bei der Rentabilität: Die Division AMS hatte im GJ18 eine solide Entwicklung und bestätigte eine deutliche Steigerung der EBIT-Marge, die durch Effizienzverbesserungen und Operating Leverage erzielt wurde. Wir halten an unseren optimistischen Erwartungen fest bei einer etwas niedrigeren EBITDA-Marge, aber auch geringeren Vertriebs- und Verwaltungskosten. Dagegen senken wir für ES aufgrund höherer Vertriebs- und Verwaltungskosten unsere EBIT-Margenerwartung. Keine wesentlichen Einmalkosten durch Arad erwartet. Die geringeren EBIT-Margenerwartungen gleichen die Umsatzsteigerung aus und führen zu einer niedrigeren EPS-Prognose.

Weiter steigender Cashflow erwartet: Das NUV dürfte hoch bleiben, könnte aber im Verhältnis zum Umsatz sinken. Die Situation mit den Komponentenengpässen stabilisiert sich, und die Optimierung des NUV ist eine der wesentlichen Aufgaben der Unternehmensleitung. Wir erwarten ausserdem für das GJ19 geringere Investitionen als im GJ18.

OUR CONCLUSION:

Unsere Schätzungen führen aufgrund von Unsicherheiten im Makroumfeld zu einer leicht geringeren kurzfristigen EPS-Prognose. Wir rechnen für das GJ19 jedoch immer noch mit einem soliden hohen einstelligen Wachstum, angekurbelt durch die Nachfrage nach neuen Techlösungen in robusten Märkten, sowie mit weiteren Margenverbesserungen, hauptsächlich durch AMS angekurbelt. Wir erwarten auf lange Sicht weiterhin eine verbesserte Cash-Generierung und wiederholen unser Kursziel von 87 sowie unser Buy Rating.

Performance



Source: Bloomberg, Vontobel Equity Research

Earnings update

(CHF mns)	FY19 new	FY19 old	FY20 new	FY20 old	FY21 new	FY21 old
Net sales	271.8	267.7	293.9	289.0	314.3	309.2
- change (%)	1.5		1.7		1.7	
EBIT	20.6	21.1	25.0	25.5	28.4	28.3
- change (%)	-2.6		-2.3		0.5	
EBIT margin (%)	7.6	7.9	8.5	8.8	9.0	9.1
- change (bps)	-32		-35		-10	
Net profit	14.2	14.7	17.5	18.1	20.2	20.2
- change (%)	-3.9		-3.4		-0.2	
EPS	4.9	5.1	6.0	6.3	7.0	7.0
- change (%)	-3.7		-3.2		-0.3	
(CHF mns)	**FY19 new**	**FY19 old**	**FY20 new**	**FY20 old**	**FY21 new**	**FY21 old**
AMS Sales	70.9	73.2	78.0	80.5	85.4	88.2
- change (%)	-3.1		-3.1		-3.1	
AMS EBIT margin (%)	15.0	15.0	17.5	17.5	18.8	18.5
- change (bps)	0		0		30	
ES Sales	200.9	194.5	215.9	208.5	228.9	221.0
- change (%)	3.3		3.6		3.6	
ES EBIT margin (%)	6.1	6.4	6.3	6.6	6.4	6.5
- change (bps)	-30		-30		-5	

Source: Vontobel Equity Research

FINANCIAL MODEL UPDATE

DUFRY

Analyst:	rene.weber@vontobel.com
Bloomberg: DUFN SE	Price: CHF 105
Enterprise Value (Mio.)	CHF 9'568
Market Cap (Mio.)	CHF 5'413
Reporting Currency	CHF

Buy **PT: CHF 125 (NEW)**

Income Stat. (mns)	2017A	2018A	2019E	2020E
Revenues	8377	8685	8910	9305
EBITDA	1060	991	1055	1113
EBIT	419	371	465	533
Net profit	56.8	71.8	110	165
Growth (%)	2017A	2018A	2019E	2020E
Revenues	7.0	3.7	2.6	4.4
Net profit	2172	26.4	53.2	50.0
EPS (rep.)	2172	31.1	53.4	50.0
Margin analysis (%)	2017A	2018A	2019E	2020E
Gross margin	59.4	59.8	60.1	60.2
EBITDA margin	12.7	11.4	11.8	12.0
EBIT margin	5.0	4.3	5.2	5.7
Balance sheet (%)	2017A	2018A	2019E	2020E
NWC/Revenues	5.3	5.4	5.5	5.5
Net debt (mns)	3687	3284	3105	2914
Equity to tot. assets	33.6	35.6	36.0	36.8
Gearing	110	98.3	93.7	87.3
Net debt/EBITDA	3.5	3.3	2.9	2.6
CF statement (mns)	2017A	2018A	2019E	2020E
Capex	-286	-256	-280	-310
Operating FCF	429	581	618	632
Inc(+)/Dec(-) in cash	114	-26.8	14.6	-8.65
CF analysis (%)	2017A	2018A	2019E	2020E
Op. CF margin	5.8	7.8	7.7	7.8
Capex/Revenues	3.4	2.9	3.1	3.3
Capex/Depreciation	44.6	41.2	47.5	53.4
Per-share data (CHF)	2017A	2018A	2019E	2020E
EPS (rep.)	1.06	1.38	2.12	3.19
EPS (adj.)	6.84	7.31	7.92	8.78
Net cash	-68.6	-63.4	-59.9	-56.3
Dividend	3.75	4.00	4.25	4.50
Payout ratio (%)	355	289	200	141
Valuation (X)	2017A	2018A	2019E	2020E
P/E	137	67.3	49.2	32.8
P/E (adj.)	21.2	12.7	13.2	11.9
P/B	2.49	1.66	1.93	1.94
EV/EBITDA	11.6	9.1	9.1	8.5
FCF yield %	2.5	8.7	7.5	7.7
Dividend yield %	2.6	4.3	4.1	4.3
Profit. ratios (%)	2017A	2018A	2019E	2020E
ROIC	3.0	2.9	4.1	5.1
ROE	1.8	2.4	3.9	5.9
ROA	1.1	1.4	1.9	2.7
BB Consensus (mns)	**2017A**	**2018A**	**2019E**	**2020E**
Revenues	8367	8670	8985	9346
EBITDA	1013	1037	1074	1133
EBIT	556	428	494	549
Net profit	422	406	406	430
EPS	7.78	7.76	8.35	9.09
Conference call/analyst meeting				
No conference call or analyst meeting scheduled				

Wende zu positivem organischem Wachstum wird andauern, neue Konzessionen sind wichtige Treiber; Korrektur der Prognosen aufgrund neuer Vorgabe - Buy Rating bekräftigt (neues Kursziel CHF 125, bisher CHF 140)

FACTS & COMMENT:

Rückkehr zum Wachstum im 4Q18 (org. Wachstum +1.8%): Nach dem Tiefpunkt im Q3 (org. Wachstum -0.7%) hat sich das Geschäft kontinuierlich verbessert (Jan./Feb. +3% in Lokalwährung; Spanien entwickelte sich wieder positiv). Laut dem Management ist das Unternehmen wieder auf gutem Weg, das Wachstum im Jahr 2019 zu beschleunigen. Während sich die Situation in Brasilien in den nächsten 4-5 Monaten normalisieren sollte, bleibt die Lage in Argentinien schwierig. Im 4Q war das bereinigte Wachstum noch negativ (-1.4%, 3Q: -0.9%), doch die neuen Konzessionen zeigten einen starken Anstieg (+3.2%).

Konzession für Spanien läuft im Oktober 2020 aus: Eine Fortsetzung zu den gleichen Bedingungen ist keine Option (hohe jährliche Mindestgarantie). Dufry und Aena arbeiten seit dem 4Q18 gemeinsam an der Umsetzung von Initiativen, die ihnen ein Umsatzwachstum erlauben werden. Es wurden fünf Tests gestartet, die im 1Q19 erste positive Auswirkungen zeigten.

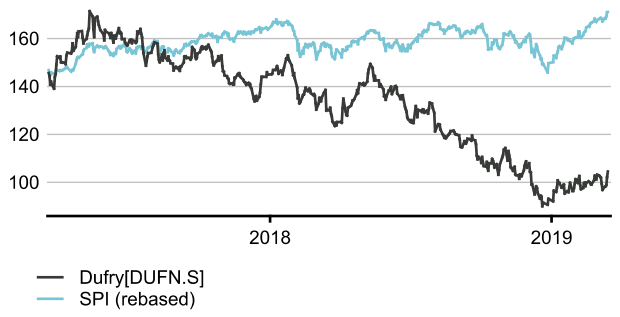
Eröffnung neuer Flächen im Jahr 2019 (+2.7%): Im GJ18 eröffnete Dufry neue Verkaufsflächen von 26'800 m2 und hat damit eine Gesamtfläche von 454'000 m2 erreicht. Für das GJ19 wurden bereits Verträge für 12'100 m2 unterzeichnet (=2.7%), weitere 7'700 m2 sind für das GJ20 gebucht. Die grössten Auswirkungen hatten im 4Q MTR HK (1'500 m2) und Perth/Australien (2'700 m2).

Nächster Kursimpuls: GV am 9. Mai

OUR CONCLUSION:

Die neue Umsatzvorgabe (OW +3-4% p. a.) berücksichtigt weitere Ereignisse, die wir bereits im GJ18 gesehen haben (Wechselkurse, neue Krise). Daher ist diese Vorgabe angesichts der aktuellen Situation realistischer. Bei der Bruttogewinnmarge werden im GJ19 weitere +30-40 Bp. möglich sein, aber die Konzessionsgebühr wird ebenfalls steigen (Spanien). Wir haben unsere Prognosen entsprechend angepasst (EBITDA 19/20E -3%). Aufgrund der Trendwende beim Wachstum mit einer weiteren Verbesserung im GJ19 und einer starken FCF-Generierung bekräftigen wir unser Buy Rating. Das neue Kursziel beträgt CHF 125 (bisher: CHF 140).

Performance



Source: Bloomberg, Vontobel Equity Research

Dufry: Change in estimates

(CHF mns)	FY18 old	FY18A	FY19 old	FY19 new	FY20 old	FY20 new
Turnover	8'670	8'685	8'930	8'910	9'380	9'305
- change (%)	3	4	3	3	5	4
Gross profit	5'185	5'196	5'360	5'355	5'650	5'605
Gross margin (%)	59.8	59.8	60.0	60.1	60.2	60.2
EBITDA bei	1'060	1'040	1'105	1'075	1'170	1'133
EBITDA margin (%)	12.2	12.0	12.4	12.1	12.5	12.2
Group net profit	215	135	275	180	345	243
Shareh. net profit	143	72	195	110	257	165
EPS (in CHF)	2.72	1.38	3.76	2.12	4.96	3.19
Cash EPS (in CHF)	7.49	7.31	8.59	7.92	9.40	8.78

Source: Dufry, Vontobel Equity Research

FINANCIAL MODEL UPDATE

EFG INTERNATIONAL

Analyst:	andreas.venditti@vontobel.com
Bloomberg: EFGN SE	Price: CHF 6.7
Enterprise Value (Mio.)	-
Market Cap (Mio.)	CHF 1'970
Reporting Currency	CHF

Hold **PT: CHF 7.00**

Income Stat. (mns)	2017A	2018A	2019E	2020E
Revenues	1143	1146	1198	1257
Operating expenses	-1160	-1032	-950	-958
Pretax profit	-71.1	80.2	184	232
Net profit	-61.8	70.2	155	195
Growth (%)	2017A	2018A	2019E	2020E
Revenues	58.3	0.3	4.5	4.9
Pretax profit	NA	NA	130	25.8
Net profit	-127	NA	121	25.5
EPS (rep.)	-119	NA	121	25.5
Margin analysis (%)	2017A	2018A	2019E	2020E
Gross margin (bp)	82.4	82.1	82.0	81.9
Operating CIR	102	90.1	79.3	76.2
Total CIR	104	92.9	82.1	79.0
Balance sheet (mns)	2017A	2018A	2019E	2020E
Total assets (bns)	41.6	40.2	42.6	45.1
Shareholders' equity	1700	1628	1667	1753
Tangible equity	1497	1427	1436	1523
AuM (bns)	142	131	149	158
Net new money	-5900	-2100	2600	5957
Risk weighted assets	10233	9483	10052	10655
CET1 capital	1433	1328	1367	1453
Growth (%)	2017A	2018A	2019E	2020E
Total assets	-1.4	-3.5	6.0	5.9
Shareholders' equity	-17.9	-4.2	2.4	5.2
Tangible equity	-20.3	-4.7	0.6	6.0
AuM growth	-1.7	-7.6	13.5	6.0
BS analysis (%)	2017A	2018A	2019E	2020E
CET1 ratio	14.0	14.0	13.6	13.6
Equ. to tot. assets	4.1	4.0	3.9	3.9
Per-share data (CHF)	2017A	2018A	2019E	2020E
EPS (rep.)	-0.21	0.24	0.53	0.67
BVPS (rep.)	5.9	5.6	5.7	6.0
Tangible BVPS	5.2	4.9	4.9	5.2
Dividend	0.25	0.30	0.30	0.35
Payout ratio (%)	-117	124	56.2	52.2
Valuation (%)	2017A	2018A	2019E	2020E
P/E	-48.3	23.8	12.5	10.0
P/B	1.76	1.03	1.17	1.11
P/TB	1.99	1.17	1.36	1.28
Dividend yield	2.4	5.2	4.5	5.2
Profit. ratios (%)	2017A	2018A	2019E	2020E
ROE	-3.2	4.2	9.4	11.4
ROTE	-2.9	4.8	10.8	13.2
ROA	-0.15	0.17	0.38	0.44
BB Consensus (mns)	**2017A**	**2018A**	**2019E**	**2020E**
Revenues	1189	1124	1171	1242
Pretax profit	-7	94	231	278
Net profit	62	131	176	217
EPS cont. operations	0.42	0.57	0.68	0.77
Conference call/analyst meeting				
No conference call or analyst meeting scheduled				

Optimistische Stimmung am Investor Update 2019, starke Fokus auf Wachstum - vorsichtiger 2019-Ausblick - VontE am unteren Ende der 2022-Zielspanne - erhebliche Reduktion der Schätzungen für GJ19-20E, GJ21-22E beinahe unverändert

FACTS & COMMENT:

Starker Fokus auf Wachstum: Der Wachstumsplan von EFG für 2019-2022 umfasst die Einstellung von CROs; CRO-Produktivität (Mandatsdurchdringung von 40% auf >60%, mehr verwaltetes Vermögen/CRO, strukturierte Produkte, Wertpapierleihe); Trendwende in der Schweiz; verstärkte Präsenz in Italien, Portugal, Naher Osten (VAE), Brasilien (Partnerschaft mit BTG); Independent Asset Managers; Akquisitionen.

Einstellung von CROs: Dies ist oberste Priorität des CEO, der derzeit 50% seiner Zeit dieser Aufgabe widmet. Angestrebt sind brutto 70-100 Einstellungen pro Jahr. Seit Jahresbeginn wurden >50 CROs eingestellt, was sich auf die Kosten 2019-2020 auswirken wird. Das Nettoneugeld dürfte ab 2020 stärker steigen.

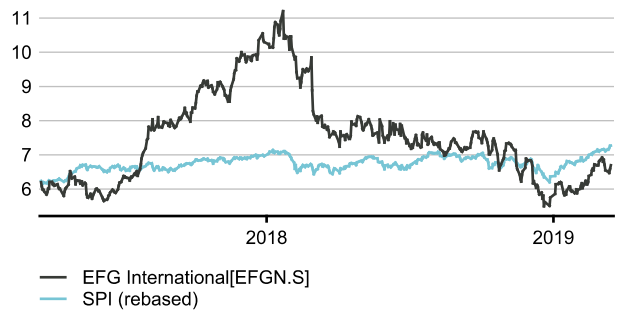
VontE ggü. 2022-Ziele: Unsere Schätzwerte für das GJ22 liegen eher am unteren Ende des Ziels von EFG (siehe Tabelle unten). Unser Finanzmodell umfasst keine weiteren M&A, während im strategischen Plan 2019-2022 und in den Zielen für 2022 ergänzende Übernahmen enthalten sind.

Rendite auf verwaltetes Vermögen: Unsere geschätzte Bruttomarge liegt unter dem angestrebten Wert. EFGs «zugrundeliegender» Wert von 83.5 Bp. für 2018 beinhaltet 2 Bp. durch Einmaleffekte. Ergänzende Übernahmen (Shaw and Partners: 71 Bp.) und das Wachstum des Segments Independent Asset Manager dürften sich verwässernd auswirken, strukturelle/zyklische Schwierigkeiten dürften anhalten, aber teilweise durch höhere Produktdurchdringung ausgeglichen werden.

OUR CONCLUSION:

Am Investor Update 2019 war die Stimmung der 10 Präsentatoren (5 Mitglieder jeweils vom Executive Committee und vom Global Business Committee) ziemlich optimistisch. Der Fokus wurde auf den (gut erklärten) 2019-22-Wachstumsplan gelegt. Wie erwartet, fiel der Ausblick für 2019 deutlich vorsichtiger aus (z. B. NNM im Jan./Feb. schwach in allen Bereichen). Unser aktualisiertes Finanzmodell führt zu einer erheblichen Reduktion der Schätzungen für GJ19-20E, während unsere Schätzungen für GJ21-22E beinahe unverändert bleiben. Hold, Kursziel CHF 7

Performance



Source: Bloomberg, Vontobel Equity Research

EFG Interantional: medium-term targets/KPIs and VTe

	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2022 targets
Net new money (% of AuM)	-1.5%	2.0%	4.0%	4.5%	5.0%	4-6%*
Net new money (CHF bn)	-2.1	2.6	6.0	7.1	8.4	
Client Relationship Officers	590	780	820	860	900	
- NNM/average CRO (CHF mn)	-3	4	7	8	10	10-12
Rev.-generating AuM (incl. loans)	131	149	158	168	180	
Return on AuM (bps)	82	82	82	82	81	
Return on AuM, underlying (bps)	84	83	83	83	82	85
Cost/income ratio**	92%	81%	78%	76%	75%	
Cost/income ratio underlying	83%	80%	78%	76%	75%	72-75%
CET1 ratio (BIS)***	14%	14%	14%	14%	14%	
Total capital ratio (BIS)	19%	18%	18%	18%	18%	
ROE (reported)	4%	9%	11%	13%	13%	
ROTE (adjusted)	11%	11%	13%	14%	15%	>15%
Dividend per share (CHF)	0.30	0.30	0.35	0.40	0.45	
Payout ratio (underlying profit)	54%	56%	52%	51%	52%	50%

*CAGR over the four-year period
**excluding acquisition-related intangibles
***EFG's 14% minimum CET1 ratio is based on Swiss GAAP accounting (2018: 17.6%)
Source: Company data, Vontobel Equity Research

EVENT CALENDAR

DATE	COMPANY	TOPIC
19.03.19	BKW	FY18 results
19.03.19	Comet	Roadshow with Vontobel - Frankfurt
19.03.19	HIAG	Roadshow with Vontobel - Zurich
19.03.19	Huber+Suhner	FY18 results
19.03.19	Partners Group	FY18 results
19.03.19	Swatch Group	Swiss watch exports Feb.
20.03.19	BCV	Roadshow with Vontobel - London
20.03.19	BKW	Roadshow with Vontobel - Zurich
20.03.19	HIAG	Roadshow with Vontobel - Geneva
20.03.19	Idorsia	Roadshow with Vontobel - Frankfurt
20.03.19	Mikron	FY18 results
21.03.19	DKSH	AGM
21.03.19	Komax	Roadshow with Vontobel - Frankfurt
21.03.19	Metall Zug	FY18 results
21.03.19	Meyer Burger	FY18 results
22.03.19	Interroll	FY18 results
22.03.19	SGS	AGM
25.03.19	DKSH	Ex dividend
26.03.19	Implenia	AGM
26.03.19	KTM Industries	FY18 results
26.03.19	SGS	Ex dividend
26.03.19	Schindler	AGM
26.03.19	Swiss Prime Site	AGM
27.03.19	Vaudoise	FY18 results
28.03.19	Autoneum	AGM
28.03.19	Givaudan	AGM
28.03.19	Inficon	AGM
28.03.19	Investis	FY18 results
28.03.19	Jungfraubahnen	FY18 results
28.03.19	Schindler	Ex dividend
28.03.19	Zehnder	AGM
29.03.19	ALSO	AGM
29.03.19	Valora	AGM
01.04.19	Autoneum	Ex dividend
01.04.19	Belimo	AGM
01.04.19	Clariant	AGM
01.04.19	Givaudan	Ex dividend
01.04.19	Implenia	Ex dividend
01.04.19	Zehnder	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: 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: HIAG Immobilien
– 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. Entwicklung 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
Dufry[DUFN.S] wurde zuletzt geändert von Hold auf Buy am 18-02-16
EFG International[EFGN.S] wurde zuletzt geändert von Buy auf Hold am 24-04-15
Flughafen Zürich[FHZN.S] wurde zuletzt geändert von Hold auf Buy am 03-03-14
HIAG[HIAG.S] wurde zuletzt geändert von Buy auf Hold am 08-11-16

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	65	19
Reduce	6	5	0

Die obige Tabelle wird zu Beginn jedes Quartals angepasst. Derzeit gibt sie den Stand vom 31. Dezember 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
SMI/SLI (ex SMI)	Titel im Swiss Market Index/Swiss Leader Index
Buy	Kursziel (wenn festgelegt) umfasst 10% oder mehr Aufwärtspotenzial innerhalb von 12 Monaten
Hold	Kursziel (wenn festgelegt) umfasst 0-10% Auf-/Abwärtspotenzial innerhalb von 12 Monaten
Reduce	Kursziel (wenn festgelegt) umfasst 10% Abwärtspotenzial innerhalb von 12 Monaten
SMIM	Titel im Swiss Market Index Mid
Buy	Kursziel (wenn festgelegt) umfasst 15% oder mehr Aufwärtspotenzial innerhalb von 12 Monaten
Hold	Kursziel (wenn festgelegt) umfasst 0-15% Auf-/Abwärtspotenzial innerhalb von 12 Monaten
Reduce	Kursziel (wenn festgelegt) umfasst 10% Abwärtspotenzial innerhalb von 12 Monaten
Übrige Titel	Alle übrigen Schweizer Titel
Buy	Kursziel (wenn festgelegt) umfasst 20% oder mehr Aufwärtspotenzial innerhalb von 12 Monaten
Hold	Kursziel (wenn festgelegt) umfasst 0-20% Aufwärtspotenzial innerhalb von 12 Monaten
Reduce	Kursziel (wenn festgelegt) umfasst 15% 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% für SMI/SLI-Titel für 30 Kalendertage; 10% für SMIM-Titel für 30 Kalendertage; 15% für alle anderen Titel für 45 Kalendertage fällt.
Hold: Wenn das Aufwärtspotenzial zum Kursziel: 10% für SMI/SLI-Titel für 30 Kalendertage; 15% für SMIM-Titel für 30 Kalendertage; 20% für alle anderen Titel für 45 Kalendertage erreicht oder überschreitet; respektive wenn das Abwärtspotenzial zum Kursziel: 10% für SMI/SLI-Titel für 30 Kalendertage; 15% für SMIM-Titel für 30 Kalendertage; 20% für alle anderen Titel für 45 Kalendertage erreicht oder überschreitet.
Reduce: Wenn das Abwärtspotenzial zum Kursziel unter: 5% für SMI-Aktien für 30 Kalendertage; 10% für alle anderen Aktien für 45 Kalendertage fällt.

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.

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.