Vontobel

Vontobel Research / 08.10.19

Equity Morning Focus

Übersicht

- **What's new?**
  - **ARYZTA (Reduce, 0.75):** Zweistelliger Umsatzrückgang in NA im 4Q - EBITDA im Rahmen der Erwartungen - Positiver FCF infolge niedrigerer Investitionsausgaben und eines NUV-Zuflusses im 2H19 - Ausblick GJ20: neg. Umsatzwachstum in NA im 1H20, bereinigtes EBITDA-Wachstum im GJ20
  - **AUTONEUM (Hold, 120):** Probleme in Nordamerika schwieriger als erwartet - keine EBIT-Verbesserung im 2H19 erwartet - Matthias Holzammer zum neuen CEO ernannt
- **Good to know**
  - **NOVARTIS (Hold, 83.0):** Beovu (RTH258) für wet AMD zugelassen
- **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?

ARYZTA

Analyst:	jean-philippe.bertschy@vontobel.com
Bloomberg: ARYN SE	Price: CHF 0.7
Enterprise Value (Mio.)	CHF 1'705
Market Cap (Mio.)	CHF 823
Reporting Currency	EUR

Reduce **PT: CHF 0.75**

Income Stat. (mns)	2018A	2019E	2020E	2021E
Revenues	3435	3394	3450	3530
EBITDA	228	262	283	309
EBIT	-423	-35.8	-18.1	3.70
Net profit	-470	-85.0	-43.5	-6.91
Growth (%)	2018A	2019E	2020E	2021E
Revenues	-9.5	-1.2	1.6	2.3
Net profit	NA	NA	NA	NA
EPS (rep.)	NA	NA	NA	NA
Margin analysis (%)	2018A	2019E	2020E	2021E
Gross margin	26.0	27.4	27.4	27.5
EBITDA margin	6.6	7.7	8.2	8.8
EBIT margin	-12.3	-1.1	-0.5	0.1
Balance sheet (%)	2018A	2019E	2020E	2021E
NWC/Revenues	-10.9	-8.9	-7.0	-6.1
Net debt (mns)	1509	794	733	626
Equity to tot. assets	35.3	50.3	52.4	52.4
Gearing	90.2	34.0	32.0	27.4
Net debt/EBITDA	6.6	3.0	2.6	2.0
CF statement (mns)	2018A	2019E	2020E	2021E
Capex	-81.7	-140	-162	-155
Operating FCF	8.97	-24.6	72.1	118
Inc(+)/Dec(-) in cash	-80.0	44.1	-145	110
CF analysis (%)	2018A	2019E	2020E	2021E
Op. CF margin	1.9	3.4	6.8	7.8
Capex/Revenues	2.4	4.1	4.7	4.4
Capex/Depreciation	27.9	47.1	53.6	50.9
Per-share data (CHF)	2018A	2019E	2020E	2021E
EPS (rep.)	-6.53	-0.26	-0.09	-0.05
EPS (adj.)	0.65	0.06	0.08	0.13
Net cash	-19.5	-0.9	-0.8	-0.7
Dividend	0.00	0.00	0.00	0.00
Payout ratio (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation (X)	2018A	2019E	2020E	2021E
P/E	NM	NM	NM	NM
P/E (adj.)	21.7	13.8	8.9	5.8
P/B	0.65	0.32	0.29	0.29
EV/EBITDA	11.4	5.8	5.2	4.4
FCF yield %	-1.6	-3.4	9.5	15.7
Dividend yield %	0.0	0.0	0.0	0.0
Profit. ratios (%)	2018A	2019E	2020E	2021E
ROIC	-12.3	-1.4	-0.7	0.2
ROE	-24.3	-4.2	-1.9	-0.3
ROA	-9.0	-1.8	-1.0	-0.2
BB Consensus (mns)	**2018A**	**2019E**	**2020E**	**2021E**
Revenues	3426	3407	3472	3492
EBITDA	298	305	332	365
EBIT	160	173	200	232
Net profit	67	70	90	105
EPS	0.15	0.08	0.10	0.13

Conference call/analyst meeting

Conference call with CEO/CFO at 8:30 CET. Dial-ins: Switzerland: +41 31 580 0059; USA: +1 631 510 7495; UK: +44 844 571 8892; International: +44 (0) 2071 928000. Passcode: 9367166

Zweistelliger Umsatzrückgang in NA im 4Q - EBITDA im Rahmen der Erwartungen - Positiver FCF infolge niedrigerer Investitionsausgaben und eines NUV-Zuflusses im 2H19 - Ausblick GJ20: neg. Umsatzwachstum in NA im 1H20, bereinigtes EBITDA-Wachstum im GJ20

FACTS & COMMENT:

NA schwächer als erwartet: Das Umsatzwachstum blieb aufgrund von Umsatzrückgängen in Europa (-0.6%) und Nordamerika (-8.0% ggü. VontE -3.5%, davon -12.5% Volumenrückgang) hinter den Erwartungen zurück. Insgesamt stagnierte das organische Umsatzwachstum im GJ19. NA war sogar schlechter als erwartet. Wie befürchtet, wirkte sich die Preisbildung negativ auf das Volumenwachstum aus. Auch für die Sparten Retail und Foodservice bleibt das Umfeld schwierig.

EBITDA erwartungsgemäss: Dank der Einsparungen im Rahmen des Projekts Renew hat sich die Rentabilität in NA um 9% verbessert und ist die Marge um 90 Bp. auf 7.0% gestiegen. Dazu trugen auch günstige Wechselkurseinflüsse bei. In Europa ist die Marge um 30 Bp. gesunken. Ursachen sind Operating Leverage und Kosteninflation. Insgesamt wurden die F&E- und Marketingausgaben um über 15% gekürzt.

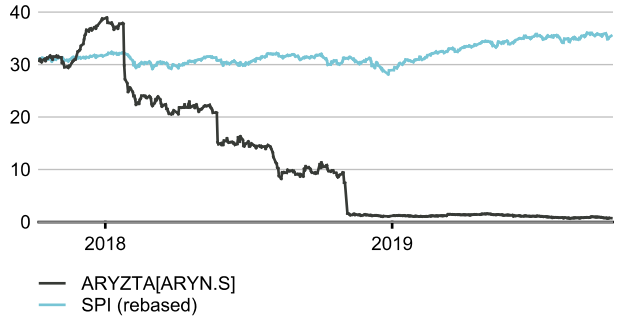
Positiver FCF: Aryzta meldete Investitionen von EUR 105 Mio. (Prognose: EUR 150 Mio.) und einen NUV-Abfluss von EUR 40 Mio. (VontE EUR 97 Mio.). Die Differenz von fast EUR 100 Mio. führte zu einem positiven FCF.

Prognose für GJ20: Negatives org. Wachstum in NA im 1H20 und positive Entwicklung im 2H20; weiteres EBITDA-Wachstum (FactSet-Konsens +9.5%; VontE 6.0%).

OUR CONCLUSION:

In einem kürzlich veröffentlichten Bericht sowie in unserer Vorschau haben wir das schwierige Umfeld in Nordamerika (NA) hervorgehoben. Die Preise werden durch das Volumenwachstum belastet, wie bei anderen Unternehmen auch. Darüber hinaus wird unsere These, dass Aryzta in den Bereichen Retail und Foodservice Marktanteile verliert, durch den zweistelligen Volumenverlust im 4Q bestätigt. Der französische Konkurrent Bridor tritt höchst aggressiv am Markt auf. Die Meldung, dass Picard und das britische Foodservice-Geschäft verkauft werden, entlastet ein wenig. Doch der schwache Ausblick ist nicht ermutigend. Reduce

Performance



Source: Bloomberg, Vontobel Equity Research

Differential: ARYZTA - FY19 results

(EUR mns)	VT	Cons	Reported	YoY (%)	vs VT (%)	vs C (%)
Revenues	3'394	3'406	3'383	-1.5	-0	-0.7
- Underlying growth (as %)	0.7	0.8	0.7			
EBITDA	300	304	308	-40.2	3	1.0
EBITDA margin (%)	8.8	8.9	9.1	-100bp	26.5	15 bp
EBITA	155	-	170	-66.9	9	-
EBITA margin (%)	4.6	-	5.0	-100bp	45.7	-
Net profit	63	-	74	NM	18.7	-
Underlying fully diluted EPS (EUR c)	6.3	7.8	9.0	-97.6	42.3	15.4

Differential - Divisions (revenues)

(EUR mns)	VT	Cons	Reported	YOY (%)	vs VT (%)	Und.. gr.%
Food Europe	1'717	NA	1'713	4.0	-0	1.9
Food North America	1'413	NA	1'398	-28.0	-1	-3.8
Food Rest of World	265	NA	272	17.8	3	8.9
Total Food Group	3'394	NA	3'383	-11.4	-0	-0.0

Source: Company data, Vontobel Equity Research

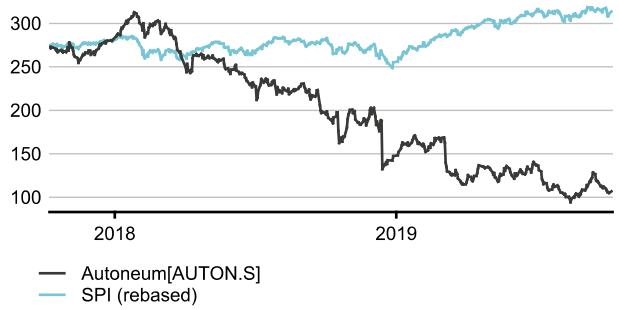
WHAT'S NEW?

AUTONEUM

Analyst:	michal.lichvar@vontobel.com
Bloomberg: AUTN SE	Price: CHF 107
Enterprise Value (Mio.)	CHF 1'355
Market Cap (Mio.)	CHF 497
Reporting Currency	CHF
Hold	**PT: CHF 120**

Income Stat. (mns)	2018A	2019E	2020E	2021E
Revenues	2282	2276	2312	2354
EBITDA	197	171	234	283
EBIT	114	46.5	108	156
Net profit	55.1	-11.6	45.8	78.6
Growth (%)	2018A	2019E	2020E	2021E
Revenues	3.5	-0.3	1.6	1.8
Net profit	-39.4	-121	NA	71.6
EPS (rep.)	-39.4	-121	NA	71.6
Margin analysis (%)	2018A	2019E	2020E	2021E
Gross margin	51.7	51.2	52.5	53.0
EBITDA margin	8.6	7.5	10.1	12.0
EBIT margin	5.0	2.0	4.7	6.6
Balance sheet (%)	2018A	2019E	2020E	2021E
NWC/Revenues	5.9	5.1	5.7	6.2
Net debt (mns)	282	683	685	659
Equity to tot. assets	39.2	31.4	33.5	35.4
Gearing	45.0	113	104	91.5
Net debt/EBITDA	1.4	4.0	2.9	2.3
CF statement (mns)	2018A	2019E	2020E	2021E
Capex	-166	-140	-130	-120
Operating FCF	-42.4	3.65	61.9	118
Inc(+)/Dec(-) in cash	-10.7	-31.4	-2.62	26.8
CF analysis (%)	2018A	2019E	2020E	2021E
Op. CF margin	5.4	6.3	8.3	10.1
Capex/Revenues	7.3	6.2	5.6	5.1
Capex/Depreciation	200	113	103	94.2
Per-share data (CHF)	2018A	2019E	2020E	2021E
EPS (rep.)	11.8	-2.50	9.84	16.9
EPS (adj.)	11.9	-2.51	9.88	17.0
Net cash	-60.7	-147	-147	-142
Dividend	3.60	0.00	3.50	5.00
Payout ratio (%)	30.4	0.0	35.6	29.6
Valuation (X)	2018A	2019E	2020E	2021E
P/E	12.4	NM	10.9	6.3
P/E (adj.)	12.4	-42.5	10.8	6.3
P/B	1.32	1.00	0.90	0.81
EV/EBITDA	5.9	7.9	5.9	4.9
FCF yield %	-6.2	0.7	12.5	23.7
Dividend yield %	2.4	0.0	3.3	4.7
Profit. ratios (%)	2018A	2019E	2020E	2021E
ROIC	10.2	3.3	6.4	8.9
ROE	10.3	-2.3	8.8	13.5
ROA	4.8	0.3	3.3	4.9
BB Consensus (mns)	**2018A**	**2019E**	**2020E**	**2021E**
Revenues	2278	2287	2320	2384
EBITDA	207	171	215	243
EBIT	123	52	96	123
Net profit	63	1	37	56
EPS	13.4	1.09	8.30	12.0
Conference call/analyst meeting				
No conference call or analyst meeting scheduled				

Performance



Source: Bloomberg, Vontobel Equity Research

Probleme in Nordamerika schwieriger als erwartet - keine EBIT-Verbesserung im 2H19 erwartet - Matthias Holzammer zum neuen CEO ernannt

FACTS & COMMENT:

Keine Verbesserung im 2H19 erwartet: Angesichts der gravierenden operativen und kommerziellen Probleme muss Autoneum einsehen, dass der Turnaround in Nordamerika mehr Zeit in Anspruch nehmen wird als ursprünglich erwartet. Die Konsequenz: Der Konzern rechnet nicht mehr mit einer Verbesserung des Betriebsergebnisses im zweiten Halbjahr 2019.

Matthias Holzammer wird neuer CEO: Als eine Massnahme zur Behebung der aktuellen Situation hat der Verwaltungsrat mit sofortiger Wirkung Matthias Holzammmer zum neuen CEO ernannt. Dieser folgt auf Martin Hirzel, der das Unternehmen verlassen, während der Übergangsphase aber noch beratend zur Verfügung stehen wird. Matthias Holzammer war bisher Leiter von Autoneums Europa-Geschäft, das er seit 2012 erfolgreich umgebaut und hoch rentabel gemacht hat.

OUR CONCLUSION:

Die schwache operative Performance in Nordamerika war schon anhand der 1H19-Zahlen erkennbar geworden, so dass wir unsere Prognose entsprechend zu senken hatten. Die Rentabilität in dieser Region wieder anzuheben, scheint heute ein noch schwierigeres - und entsprechend zeitaufwändiges - Unterfangen. Vorderhand senken wir unsere EBIT-Prognose für das GJ19 um ca. CHF 15 Mio. Wir bedauern den Abgang des hoch geschätzten Noch-CEOs Martin Hirzel. Gleichzeitig sind wir sicher, dass dieser für eine reibungslose Stabübergabe an Matthias Holzammer sorgen wird, der sein Können bereits als Leiter von Autoneums Europa-Geschäft bewiesen hat. Hold.

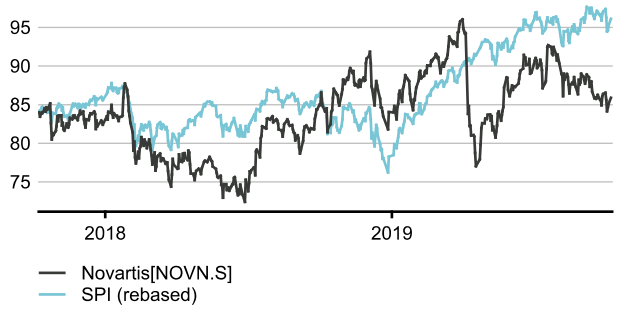
GOOD TO KNOW

NOVARTIS

Analyst:	stefan.schneider@vontobel.com
Bloomberg: NOVN SE	Price: CHF 85.9
Enterprise Value (Mio.)	CHF 202'128
Market Cap (Mio.)	CHF 195'713
Reporting Currency	USD
Hold	**PT: CHF 83.0**

Income Stat. (mns)	2018A	2019E	2020E	2021E
Revenues	44751	46714	48261	49850
EBITDA	7901	17186	16454	16948
EBIT	1020	9959	11021	11798
Net profit	-321	12760	9178	9916
Growth (%)	2018A	2019E	2020E	2021E
Revenues	5.7	4.4	3.3	3.3
Net profit	-134	NA	-28.1	8.0
EPS (rep.)	-135	NA	-27.5	8.04
Margin analysis (%)	2018A	2019E	2020E	2021E
Gross margin	58.9	71.6	72.7	73.0
EBITDA margin	17.7	36.8	34.1	34.0
EBIT margin	2.3	21.3	22.8	23.7
Balance sheet (%)	2018A	2019E	2020E	2021E
NWC/Revenues	0.3	-0.2	0.3	0.3
Net debt (mns)	16184	15006	8992	2458
Equity to tot. assets	54.1	37.9	40.0	42.5
Gearing	20.6	29.1	16.0	4.0
Net debt/EBITDA	2.0	0.9	0.5	0.1
CF statement (mns)	2018A	2019E	2020E	2021E
Capex	-1671	-2193	-2321	-2369
Operating FCF	12601	13238	13036	14044
Inc(+)/Dec(-) in cash	4411	-3212	6014	4528
CF analysis (%)	2018A	2019E	2020E	2021E
Op. CF margin	31.9	33.0	31.8	32.9
Capex/Revenues	3.7	4.7	4.8	4.8
Capex/Depreciation	24.3	30.3	42.7	46.0
Per-share data (CHF)	2018A	2019E	2020E	2021E
EPS (rep.)	-0.14	5.54	4.01	4.34
EPS (adj.)	5.03	5.14	5.48	5.80
Net cash	-6.9	-6.6	-4.0	-1.1
Dividend	2.85	2.90	3.10	3.25
Payout ratio (%)	-2106	52.3	77.2	74.9
Valuation (X)	2018A	2019E	2020E	2021E
P/E	NM	15.5	21.4	19.8
P/E (adj.)	16.7	16.7	15.7	14.8
P/B	2.47	3.80	3.50	3.22
EV/EBITDA	25.5	11.8	11.8	11.0
FCF yield %	6.3	6.7	6.6	7.2
Dividend yield %	3.4	3.4	3.6	3.8
Profit. ratios (%)	2018A	2019E	2020E	2021E
ROIC	1.1	10.8	14.2	15.7
ROE	-0.4	19.6	17.1	17.0
ROA	-0.2	5.8	6.6	7.0
BB Consensus (mns)	**2018A**	**2019E**	**2020E**	**2021E**
Revenues	51944	46869	49146	51887
EBITDA	15458	15341	16561	17994
EBIT	13889	13842	15241	16626
Net profit	12026	11855	13039	14358
EPS	5.17	5.13	5.68	6.25
Conference call/analyst meeting				
No conference call or analyst meeting scheduled				

Performance



Source: Bloomberg, Vontobel Equity Research

Beovu (RTH258) für wet AMD zugelassen

FACTS & COMMENT:

Was geschah: Novartis erhielt die FDA-Zulassung für Beovu zur Behandlung von feuchter altersbedingter Makuladegeneration (wAMD) mit einem Dosierungsintervall von bis zu 3 Monaten. Diese Zulassung wurde basierend auf den Phase-III-Medikamenten HAWK und HARRIER erteilt, mit denen jeweils 56% bzw. 52% der Patienten nachgewiesenermassen mit einem Dosierungsintervall von 3 Monaten stabil gehalten werden können.

Weiterführende Lektüre: Empfohlene Hintergrundinformationen hierzu finden sich in unserem Bericht «Novartis and Roche to potentially be best-in-class and first-in-class in age-related macular degeneration» vom 30.03.2017.

Telefonkonferenz: 14.30 Uhr MESZ; +41 31 580 00 59 (Schweiz); +44 (0) 2071 928000 (GB); +1 866 966 1396 (USA); PIN: 2969479

OUR CONCLUSION:

Die Zulassung ist eine gute Nachricht, war aber zu erwarten. Beovu wurde mit einem Dosierungsintervall von 3 Monaten konzipiert, was sich bei mehr als der Hälfte der wAMD-Patienten bewährte. Wenngleich wAMD-Patienten einen längeren Abstand zwischen intraokularen Injektionen bevorzugen, ist Beovu nicht das einzige Medikament mit einem solchen Intervall. Auch Eylea (mod. Dos. alle 12 Wochen) wurde in 08/2018 zugelassen. Wir rechnen mit einem Spitzenumsatz von USD 1.8 Mrd. und entfernten die letzte 20%ige Risikobereinigung. Trotz des Anstiegs des Kursziels um USD 0.65 bleiben wir bei CHF 83 (Währ.-ber. für 3Q19).

EVENT CALENDAR

DATE	COMPANY	TOPIC
09.10.19	Sunrise	Roadshow with Vontobel - Zurich
10.10.19	Bossard	3Q19 sales
10.10.19	Givaudan	9M19 sales
15.10.19	Sonova	Investor Day
16.10.19	Roche	3Q19 results
16.10.19	Temenos	3Q19 results (after market close)
17.10.19	GAM	3Q19 Interim management statement
17.10.19	Inficon	3Q19 results
17.10.19	Nestlé	9M19 sales
17.10.19	Panalpina	3Q19 results
17.10.19	Swatch Group	Swiss watch exports Sept.
22.10.19	Idorsia	9M19 results
22.10.19	Kühne + Nagel	9M19 results
22.10.19	Novartis	3Q19 results
22.10.19	UBS	3Q19 results
22.10.19	ams	3Q19 results
22.10.19	dormakaba	AGM

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. Entwicklung der Researchempfehlungen
Das Rating und/oder der Ratingausblick des in dieser Finanzanalyse behandelten Finanzinstrumente wurden zuletzt wie folgt geändert:
ARYZTA[ARYN.S] wurde zuletzt geändert von Under Review auf Reduce am 12-10-18
Autoneum[AUTON.S] wurde zuletzt geändert von Restricted auf Hold am 08-03-19
Novartis[NOVN.S] wurde zuletzt geändert von Buy auf Hold am 23-11-15

4. Globale Rating-Verteilung

	VT Research-Universum	VT Research-Universum	Anteil VT-IB-Kunden in der Ratingkategorie
	No.	in %	in %
Buy	35	32	26
Hold	68	62	19
Reduce	7	6	0

Die obige Tabelle wird zu Beginn jedes Quartals angepasst. Derzeit gibt sie den Stand vom 30. Juni 2019 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 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.