Vontobel

Vontobel Research / 24.03.20

Equity Morning Focus

Übersicht

- **What's new?**
  - **ARYZTA (Reduce, 0.45):** Gewinnwarnung wegen Coronavirus - Alle drei Regionen seit 15. März stark negativ beeinflusst, QSR macht 30% des Umsatzes aus - Wesentliche Auswirkung auf GJ20, noch nicht genau beziffert - Reduce

- **Financial model update**
  - **CEMBRA (Buy, 112):** Neue Schätzungen berücksichtigen Auswirkungen von Covid-19 - Schätzungen für GJ20-22E um 18%/12%/5% gesenkt, DPS -11% - etwas Selbsthilfe durch Cashgate - hohes Kapital und Liquidität - Buy, Kursziel 112

- **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

© 2020 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 0.4
Enterprise Value (Mio.)	CHF 1'475
Market Cap (Mio.)	CHF 363
Reporting Currency	EUR

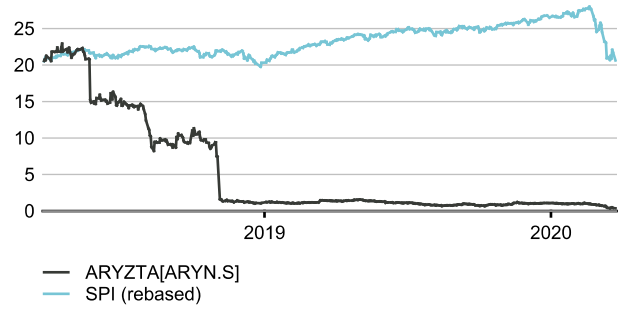
Reduce **PT: CHF 0.45**

Income Stat. (mns)	2018A	2019A	2020E	2021E
Revenues	3435	3383	3275	3301
EBITDA	228	279	-264	348
EBIT	-423	5.13	-603	28.0
Net profit	-470	-29.1	-925	-16.4
Growth (%)	2018A	2019A	2020E	2021E
Revenues	-9.5	-1.5	-3.2	0.8
Net profit	NA	NA	NA	NA
EPS (rep.)	NA	NA	NA	NA
Margin analysis (%)	2018A	2019A	2020E	2021E
Gross margin	26.0	27.2	27.2	27.4
EBITDA margin	6.6	8.2	-8.1	10.5
EBIT margin	-12.3	0.2	-18.4	0.8
Balance sheet (%)	2018A	2019A	2020E	2021E
NWC/Revenues	-10.9	-9.8	-8.9	-7.7
Net debt (mns)	1509	733	1049	893
Equity to tot. assets	35.3	52.1	42.0	41.5
Gearing	90.2	30.1	62.6	53.8
Net debt/EBITDA	6.6	2.6	-4.0	2.6
CF statement (mns)	2018A	2019A	2020E	2021E
Capex	-81.7	-102	-159	-147
Operating FCF	68.6	110	-153	170
Inc(+)/Dec(-) in cash	-77.8	36.2	-275	110
CF analysis (%)	2018A	2019A	2020E	2021E
Op. CF margin	3.2	5.2	-0.9	8.4
Capex/Revenues	2.4	3.0	4.8	4.4
Capex/Depreciation	27.9	37.2	46.8	45.9
Per-share data (CHF)	2018A	2019A	2020E	2021E
EPS (rep.)	-1.41	NA	-1.03	-0.07
EPS (adj.)	0.65	NA	-0.87	0.07
Net cash	-19.5	-0.8	-1.1	-0.9
Dividend	0.00	0.00	0.00	0.00
Payout ratio (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation (X)	2018A	2019A	2020E	2021E
P/E	NM	NA	NM	NM
P/E (adj.)	21.7	NA	-0.4	5.2
P/B	0.65	0.31	0.21	0.21
EV/EBITDA	12.2	5.6	-5.4	3.6
FCF yield %	2.6	10.1	-54.6	37.7
Dividend yield %	0.0	0.0	0.0	0.0
Profit. ratios (%)	2018A	2019A	2020E	2021E
ROIC	-12.3	0.3	-21.7	0.8
ROE	-24.3	-1.4	-45.0	-1.0
ROA	-9.0	-0.6	-21.3	-0.4
BB Consensus (mns)	**2018A**	**2019A**	**2020E**	**2021E**
Revenues	3426	3407	3295	3319
EBITDA	298	305	326	354
EBIT	160	173	150	185
Net profit	67	70	65	77
EPS	0.15	0.08	-0.03	0.07

Conference call/analyst meeting

No conference call or analyst meeting scheduled

Performance



Source: Bloomberg, Vontobel Equity Research

Gewinnwarnung wegen Coronavirus - Alle drei Regionen seit 15. März stark negativ beeinflusst, QSR macht 30% des Umsatzes aus - Wesentliche Auswirkung auf GJ20, noch nicht genau beziffert - Reduce

FACTS & COMMENT:

Signifikante Geschäftsverschlechterung seit 15. März: Aryzta rechnet daher mit erheblichen Auswirkungen auf die Geschäftsentwicklung im GJ20. Das Unternehmen kann momentan jedoch weder die Dauer noch das Ausmass dieser Auswirkungen quantifizieren. Einzelheiten zum aktuellen Produktionsniveau in seinen Werken wurden nicht bekannt gegeben. Das Unternehmen prüft derzeit die Sachlage, um die verfügbaren Kapazitäten an die sich ändernde Nachfrage in den verschiedenen Kanälen anzupassen.

QSR und FS stark betroffen: Umsatzverteilung bei Aryzta zum 31. Januar: 30% Quick Service Restaurant; 11% Large Retail; 33% Convenience and Independent Retail; 26% Other Foodservices. Angesichts der Coronavirus-Situation hat sich die Umsatzverteilung äussert ungünstig entwickelt, da sich ein Grossteil mit dem Ausser-Haus-Konsum in Verbindung steht. Positiv ist das leichte Plus bei Large Retail, was aber das kleinste Segment ist.

Massnahmenplan: Aryzta ergreift alle Massnahmen, um die Liquidität zu maximieren (FCF von EUR 56 Mio. im 1H), die Kosten zu senken und eine starke Liquiditätsposition zu wahren (EUR 360 Mio., keine fälligen Schulden vor März 2021, Covenant-Spielraum von mehr als 1.5x, künftige Investitionen ausgesetzt).

OUR CONCLUSION:

Aryzta wird vom Coronavirus erheblich belastet, denn das Unternehmen ist stark am Ausser-Haus-Markt engagiert. In unserem letzten Coronavirus-Bericht vom 18.03.2020 stuften wir Aryzta in die höchste Risikokategorie (5) ein, denn das Unternehmen weist einen hohen Fremdkapitalanteil auf (Nettoschulden von EUR 733 Mio. und Hybridanleihen von EUR 906 Mio., darunter EUR 106 Mio. an zurückgestellten Dividenden, mit steigender Tendenz). Dies sollte in Verbindung mit dem FCF vom 1H20 von EUR 56 Mio. gesehen werden, der von der aktuellen Situation vermutlich stark in Mitleidenschaft gezogen wird. Reduce

FINANCIAL MODEL UPDATE

CEMBRA

Analyst:	andreas.venditti@vontobel.com
Bloomberg: CMBN SE	Price: CHF 78.8
Enterprise Value (Mio.)	-
Market Cap (Mio.)	CHF 2'364
Reporting Currency	CHF
Buy	**PT: CHF 112**

Income Stat. (mns)	2018A	2019A	2020E	2021E
Revenues	439	480	517	547
Operating expenses	-180	-212	-222	-212
Pretax profit	196	203	184	227
Net profit	154	159	145	178
Growth (%)	2018A	2019A	2020E	2021E
Revenues	10.7	9.3	7.8	5.8
Pretax profit	6.8	3.7	-9.1	23.1
Net profit	6.6	3.3	-9.0	23.1
EPS (rep.)	6.6	1.2	-10.9	23.1
Margin analysis (%)	2018A	2019A	2020E	2021E
Gross margin (bp)	NA	NA	NA	NA
Operating CIR	41.0	44.3	43.0	38.7
Total CIR	44.0	48.3	48.4	43.8
Balance sheet (mns)	2018A	2019A	2020E	2021E
Total assets (bns)	5.44	7.49	7.23	7.62
Shareholders' equity	934	1091	1126	1179
Tangible equity	885	841	886	949
AuM (bns)	NA	NA	NA	NA
Net new money	NA	NA	NA	NA
Risk weighted assets	4346	5908	5985	6188
CET1 capital	834	812	847	900
Growth (%)	2018A	2019A	2020E	2021E
Total assets	6.7	37.6	-3.5	5.4
Shareholders' equity	5.5	16.8	3.2	4.7
Tangible equity	4.9	-5.0	5.3	7.2
AuM growth	NA	NA	NA	NA
BS analysis (%)	2018A	2019A	2020E	2021E
CET1 ratio	19.2	13.8	14.2	14.5
Equ. to tot. assets	17.2	14.6	15.6	15.5
Per-share data (CHF)	2018A	2019A	2020E	2021E
EPS (rep.)	5.47	5.53	4.93	6.06
BVPS (rep.)	33.1	37.9	38.3	40.1
Tangible BVPS	31.4	29.2	30.1	32.3
Dividend	3.75	3.75	3.75	4.25
Payout ratio (%)	73.0	70.7	73.0	67.2
Valuation (%)	2018A	2019A	2020E	2021E
P/E	14.2	19.2	16.0	13.0
P/B	2.35	2.80	2.06	1.96
P/TB	2.48	3.63	2.62	2.44
Dividend yield	4.8	3.5	4.8	5.4
Profit. ratios (%)	2018A	2019A	2020E	2021E
ROE	16.9	15.7	13.1	15.5
ROTE	17.8	18.2	16.6	19.4
ROA	2.92	2.46	1.97	2.40
BB Consensus (mns)	**2018A**	**2019A**	**2020E**	**2021E**
Revenues	417	474	542	559
Pretax profit	194	200	220	248
Net profit	153	158	175	201
EPS cont. operations	5.42	5.48	6.25	6.91
Conference call/analyst meeting				
No conference call or analyst meeting scheduled				

Neue Schätzungen berücksichtigen Auswirkungen von Covid-19 - Schätzungen für GJ20-22E um 18%/12%/5% gesenkt, DPS -11% - etwas Selbsthilfe durch Cashgate - hohes Kapital und Liquidität - Buy, Kursziel 112

FACTS & COMMENT:

Auswirkungen von Covid-19 auf die Schätzungen: Unsere neuen Schätzungen gehen davon aus, dass das 1Q20 leicht unter dem Normalniveau liegen wird (Ausblick: «guter Jahresbeginn»), ein sehr schwaches 2Q20 und eine gewisse Erholung im 2H20.

Geringere Volumen, höhere Kreditverluste: Wir rechnen im GJ20 mit einem Rückgang um 4% bei den gesamten Finanzierungsforderungen (bisher: +1%), wobei die Durchschnittswerte durch die Übernahme von cashgate im Jahr 2019 noch steigen werden (von +15% auf +9%). Dies führt zu bis zu 6% niedrigeren Zinserträgen (unveränderte Ertragsrenditen). Insgesamt schätzen wir bis zu 5% niedrigere Einnahmen (inkl. 4% niedrigere Gebühren und Kommissionen) und 2% niedrigere Kosten. Wir erhöhen unsere Rückstellungen für Kreditausfälle um bis zu 30%.

cashgate bietet etwas Selbsthilfe: Cembra integriert derzeit cashgate und erwartet für 2021 einen zusätzlichen Reingewinn von CHF 25 bis 30 Mio. (siehe Tabelle unten). Wir glauben, dass dies in erheblichem Masse mit Kostenmassnahmen zusammenhängt (Schliessung aller Niederlassungen bis auf eine, Hauptsitz und Servicecenter).

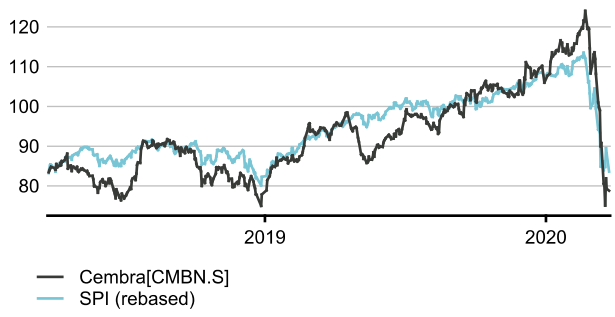
Hohes Kapital und Liquidität: Ende 2019 lag die Kernkapitalquote bei 16.3% (aufsichtsrechtliche Mindestanforderung von 11.2%) und die Mindestliquiditätsquote (LCR) bei 680% (Anforderung von 100%).

Nächste Kursimpulse: GV am 16. April, 1H20-Ergebnissse am 23. Juli

OUR CONCLUSION:

Dass die Situation sehr unsicher ist, versteht sich von selbst, aber wir halten unsere Beurteilung für angemessen konservativ. Aufgrund der Veränderungen werden die Schätzungen für die GJ20-22E um 18%/12%/5% gesenkt (DPS: bis -11%). Cembra hat reichlich Kapital und Liquidität und ein profitables Geschäftsmodell. Kosteneinsparungen aus der Integration von Cashgate steuern etwas Selbsthilfe bei. Cembra wird von dem nun weiter verstärkten Trend zu bargeldlosen Zahlungen profitieren. Buy, Kursziel 112 (in unserem VT Market View Report am 18. März gesenkt).

Performance



Source: Bloomberg, Vontobel Equity Research

Cembra Money Bank: company targets/KPIs and VTe

Targets	2018	2019	2020E	2021E	2022E	Target
Cost/income ratio	44%	48%	48%	44%	41%	<44% (2021)
ROE (reported)	17%	16%	13%	15%	18%	>15%
ROE (at 17% Tier 1 ratio)	18%	16%	13%	15%	18%	
Tier 1 capital ratio	19%	16%	17%	17%	17%	17%/19%*
DPS (ordinary; CHF)	3.75	3.75	3.75	4.25	5.00	
- DPS growth	6%	0%	0%	13%	18%	
Payout ratio ordinary dividend	69%	68%	76%	70%	68%	60-70%
EPS (CHF, reported)	5.47	5.53	4.93	6.06	7.30	5.75-6.05**
- EPS growth	7%	1%	-11%	23%	20%	
Key performance indicators						
Net profit (CHF mns; reported)	154	159	145	178	215	+25-30 ('21)
- net profit growth	7%	3%	-9%	23%	20%	
Net financing receivables growth	5%	37%	-4%	6%	4%	
Net interest margin	6.5%	5.8%	5.8%	5.7%	5.7%	
Loan loss ratio	1.0%	0.7%	1.3%	1.2%	1.0%	stable
Return on assets (RoA)	2.9%	2.5%	2.0%	2.4%	2.8%	
Effective tax rate	21%	22%	22%	22%	22%	

*target: 17%; return of excess capital >19% ("soft cap")

**EPS guidance for 2020 (incl. restructuring costs for cashgate integration) provided on 21 Feb 2020

Source: Company data, Vontobel Equity Research

EVENT CALENDAR

DATE	COMPANY	TOPIC
25.03.20	Autoneum	AGM
25.03.20	Givaudan	AGM
25.03.20	Investis	FY19 results
25.03.20	Vaudoise	FY19 results
26.03.20	ABB	AGM
26.03.20	ALSO	Ex dividend
26.03.20	Jungfraubahnen	FY19 results
26.03.20	SGS	Ex dividend
27.03.20	Givaudan	Ex dividend
30.03.20	Belimo	AGM
30.03.20	Clariant	AGM
30.03.20	Implenia	Ex dividend
30.03.20	Swiss Prime Site	Ex dividend
31.03.20	Mobimo	AGM
31.03.20	PIERER Mobility	FY19 results
01.04.20	Geberit	AGM
01.04.20	Huber+Suhner	AGM
01.04.20	Zurich	AGM
02.04.20	Emmi	AGM
02.04.20	Zehnder	AGM
03.04.20	Forbo	AGM
03.04.20	Inficon	AGM
03.04.20	Zurich	Ex dividend
06.04.20	Emmi	Ex dividend
06.04.20	Swisscom	AGM
07.04.20	Bobst	AGM
07.04.20	OC Oerlikon	AGM
07.04.20	SF Urban Properties	AGM
07.04.20	SIG Combibloc	AGM
07.04.20	Tecan	AGM
07.04.20	Zug Estates	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
Cembra[CMBN.S] wurde zuletzt geändert von NA auf Buy am 03-07-14

4. Globale Rating-Verteilung

	VT Research-Universum	VT Research-Universum	Anteil VT-IB-Kunden in der Ratingkategorie
	No.	in %	in %
Buy	34	31	29
Hold	69	63	17
Reduce	6	6	0

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