Vontobel

Vontobel Research / 06.05.20

Equity Morning Focus

Übersicht

- **What's new?**
  - **HELVETIA (Hold, 98.0):** Helvetia bietet denjenigen Schweizer Gastro-Unternehmen, die einen Pandemieausschluss in ihrer Versicherungspolice haben, eine Vergleichslösung an. Die Auswirkungen hängen von der Akzeptanz der Kunden ab. Rating: Hold.
  - **LANDIS+GYR (Hold, 67.0):** GJ19 entspricht weitgehend den vor kurzem nach unten korrigierten Vorgaben - Schwacher Auftragseingang im 2H19 - Dividendenbeschluss verschoben - Keine Vorgaben für 2020 - HOLD

- **Financial model update**
  - **OC OERLIKON (Buy, 8.10 (NEW)):** Anpassung der Schätzungen nach 1Q20 - Manmade-Fiber-Geschäft dürfte sich rasch erholen - Surface Solutions dürfte für die Erholung länger brauchen - bleibt Marktführer in beiden Bereichen - neues Kursziel von CHF 8.1 (8.5) - Buy
  - **PSP SWISS PROPERTY (Hold, 126 (NEW)):** Geringere Mieteinnahmen im GJ20E teilweise durch Kürzung der direkten Betriebskosten ausgeglichen - Projektverkauf dürfte Verzögerung beim Projekt Lugano ausgleichen - Hold, Kursziel 126 CHF (alt: CHF 127)
  - **SIG (Hold, 14.5 (NEW)):** Eines der wenigen Unternehmen, das die GJ20-Prognosen bestätigt - Starker FCF im 1Q verspricht gute Aussichten für den Rest des Jahres - Langfristiger Trend intakt - Kursziel erhöht auf CHF 14.5 (alt: CHF 11.8), Hold bestätigt

- **Good to know**
  - **VIFOR PHARMA (Hold, 142 (NEW)):** Vadadustat von Akebia erreicht primären Endpunkt im Phase-3-Programm zur Behandlung von Anämie bei Dialysepatienten mit chronischer Nierenerkrankung (DD-CKD)

- **Event Calendar**

Contact
Zurich:
+41 58 283 50 51

© 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?

HELVETIA

Analyst:	simon.foessmeier@vontobel.com
Bloomberg: HELN SE	Price: CHF 83.3
Enterprise Value (Mio.)	-
Market Cap (Mio.)	CHF 4'124
Reporting Currency	CHF

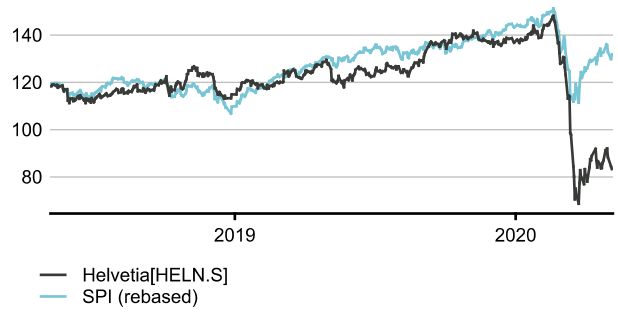
Hold **PT: CHF 98.0**

Income Stat. (mns)	2018A	2019A	2020E	2021E
Gross prem. written	8876	9215	9426	9617
Net earned prem.	8454	8683	8922	9127
Recurr. invest. inc	987	947	974	985
Net realised gains	-409	925	318	359
Invest. income	580	1877	1293	1345
Underwriting exp.	-831	-877	-898	-927
Pretax profit	548	565	572	617
Net profit	433	539	458	497
Growth (%)	2018A	2019A	2020E	2021E
Earned prem.	5.1	2.7	2.7	2.3
Recurr. invest. inc.	-1.4	-4.1	2.8	1.1
Net profit	6.7	24.6	-15.1	8.6
EPS (rep.)	7.1	25.6	-15.6	8.9
Margin analysis (%)	2018A	2019A	2020E	2021E
NBV (APE)	NA	NA	NA	NA
Claims ratio	61.1	61.7	61.7	61.3
Expense ratio	30.0	30.6	30.2	30.1
Combined ratio	91.0	92.3	91.9	91.3
Balance sheet (mns)	2018A	2019A	2020E	2021E
Total investments	51998	54525	55944	57384
Insurance reserves	41629	43270	44177	45250
Shareholders' equity	5080	5828	6507	6760
Total equity	5097	5834	6522	6775
Embedded value	NA	NA	NA	NA
NL reserv./prem. (x)	1.5	1.4	1.4	1.4
L reserv./prem. (x)	8.1	8.3	8.4	8.6
Equity/prem. (%)	59.8	66.1	72.2	73.5
Per-share data (CHF)	2018A	2019A	2020E	2021E
EPS (rep.)	8.38	10.5	8.88	9.67
EPS (adj.)	8.38	10.5	8.88	9.67
BVPS	103	118	132	137
Tangible BVPS	NA	NA	NA	NA
Dividend	4.80	5.00	5.15	5.35
Payout ratio	57.3	47.5	58.0	55.3
Valuation (%)	2018A	2019A	2020E	2021E
P/E	13.7	13.0	9.4	8.6
P/E (adj.)	13.7	13.0	9.4	8.6
P/B	1.12	1.16	0.63	0.61
P/NAV (tangible BV)	1.44	1.44	0.77	0.73
P/Embedded value	NA	NA	NA	NA
Dividend yield	4.2	3.7	6.2	6.4
Profit. ratios (%)	2018A	2019A	2020E	2021E
ROE	8.4	9.9	7.4	7.5
RONAV	10.8	12.5	9.1	9.0
BB Consensus (mns)	2018A	2019A	2020E	2021E
Net profit	433	530	470	534
Dividend yield	3.7	6.0	6.2	6.5
EPS	8.82	10.6	8.95	10.2

Conference call/analyst meeting

No conference call or analyst meeting scheduled

Performance



Source: Bloomberg, Vontobel Equity Research

Helvetia bietet denjenigen Schweizer Gastro-Unternehmen, die einen Pandemieausschluss in ihrer Versicherungspolice haben, eine Vergleichslösung an. Die Auswirkungen hängen von der Akzeptanz der Kunden ab. Rating: Hold.

FACTS & COMMENT:

Vergleichslösung: Helvetia bietet denjenigen Schweizer Gastro-Unternehmen, die einen Pandemieausschluss in ihrer Versicherungspolice haben, eine Vergleichslösung an. Hintergrund: Die Policen der meisten Gastro-Unternehmen decken zwar eine Epidemie ab, schliessen aber den Schutz vor einer Pandemie aus. Die Frage ist, ob dieser Ausschluss von den Gerichten bestätigt würde, was möglicherweise Jahre dauern könnte, bis eine Entscheidung fällt. Helvetia entschädigt Schweizer Gastro-Unternehmen mit Pandemie-Ausschluss in der Epidemie-Versicherung für 50 Prozent der ungedeckten Kosten und des Gewinnausfalls. Dieser Betrag wird anhand des Jahresumsatzes pauschal ermittelt. Dies für die Zeitdauer der verordneten Betriebsschliessung und zusätzlich für einen halben Monat nach Lockerung der Massnahmen.

Neue Bedingungen: Mit der Annahme dieser Vergleichslösung stimmen die betroffenen Betriebe zudem auch der Anpassung des aktuellen Versicherungsproduktes zu. Während die betrieblichen Hygienerisiken wie Salmonellenbefall oder Legionellen versichert bleiben, wird nicht mehr zwischen der örtlich und zeitlich beschränkten Epidemie und einer weltweiten Pandemie unterschieden. Die Auswirkungen von Epidemien und Pandemien sind gleichermassen ausgeschlossen.

OUR CONCLUSION:

Eine Quantifizierung der Auswirkungen auf die Schadenquote der Helvetia ist derzeit nicht möglich, da die Vergleichszahlungen von der Akzeptanz der Kunden abhängen. Es ist auch unklar, ob die Rückversicherer ihren Anteil an den Schadenzahlungen übernehmen werden. Die Solvenz wird innerhalb des Zielbereichs bleiben. Wir erwarten ein Update mit den 1H20-Ergebnissen oder anlässlich der Emission der Hybridanleihe zur Finanzierung der Übernahme von Caser. Quervergleich zu anderen Firmen: In der Presse sind bislang AXA und Generali aufgefallen. Wir halten an unserem Hold Rating für Helvetia fest.

WHAT'S NEW?

LANDIS+GYR

Analyst:	mark.diethelm@vontobel.com
Bloomberg: LAND SE	Price: CHF 65.5
Enterprise Value (Mio.)	CHF 2'081
Market Cap (Mio.)	CHF 1'967
Reporting Currency	USD
Hold	**PT: CHF 67.0**

Income Stat. (mns)	2018A	2019E	2020E	2021E
Revenues	1765	1718	1518	1761
EBITDA	251	237	152	254
EBIT	158	150	66.4	171
Net profit	122	115	49.8	130
Growth (%)	2018A	2019E	2020E	2021E
Revenues	1.6	-2.7	-11.6	16.0
Net profit	164	-5.6	-56.8	162
EPS (rep.)	163	-9.14	-56.1	162
Margin analysis (%)	2018A	2019E	2020E	2021E
Gross margin	32.7	33.8	29.5	33.8
EBITDA margin	14.2	13.8	10.0	14.4
EBIT margin	9.0	8.7	4.4	9.7
Balance sheet (%)	2018A	2019E	2020E	2021E
NWC/Revenues	14.1	13.9	14.6	12.5
Net debt (mns)	17.3	11.9	68.7	64.3
Equity to tot. assets	71.8	72.8	73.9	73.6
Gearing	0.9	0.6	3.9	3.7
Net debt/EBITDA	0.1	0.1	0.5	0.3
CF statement (mns)	2018A	2019E	2020E	2021E
Capex	-40.5	-42.5	-40.9	-42.9
Operating FCF	109	122	68.8	134
Inc(+)/Dec(-) in cash	-47.2	30.4	-66.8	-10.7
CF analysis (%)	2018A	2019E	2020E	2021E
Op. CF margin	8.4	9.6	7.2	10.0
Capex/Revenues	2.3	2.5	2.7	2.4
Capex/Depreciation	51.2	58.3	56.8	60.9
Per-share data (CHF)	2018A	2019E	2020E	2021E
EPS (rep.)	4.02	3.65	1.60	4.20
EPS (adj.)	5.29	4.73	2.65	5.21
Net cash	-0.6	-0.4	-2.2	-2.1
Dividend	3.15	3.20	3.20	3.40
Payout ratio (%)	78.3	87.6	200	81.0
Valuation (X)	2018A	2019E	2020E	2021E
P/E	15.7	18.2	40.9	15.6
P/E (adj.)	11.9	14.1	24.7	12.6
P/B	1.02	1.09	1.16	1.16
EV/EBITDA	7.7	8.6	13.7	8.2
FCF yield %	5.7	5.8	3.3	6.5
Dividend yield %	5.0	4.8	4.9	5.2
Profit. ratios (%)	2018A	2019E	2020E	2021E
ROIC	5.7	5.6	2.6	6.7
ROE	6.7	6.3	2.8	7.4
ROA	5.0	4.7	2.0	5.5
BB Consensus (mns)	**2018A**	**2019E**	**2020E**	**2021E**
Revenues	1764	1714	1680	1730
EBITDA	229	225	212	240
EBIT	146	160	155	179
Net profit	128	130	114	143
EPS	4.39	4.21	3.80	4.76
Conference call/analyst meeting				
Conf call at 9am CET. Dial-in: +41 (0) 58 310 50 00 (Switzerland/Europe)				

GJ19 entspricht weitgehend den vor kurzem nach unten korrigierten Vorgaben - Schwacher Auftragseingang im 2H19 - Dividendenbeschluss verschoben - Keine Vorgaben für 2020 - HOLD

FACTS & COMMENT:

GJ19-Zahlen meist erwartungsgemäss: Die finanziellen Eckwerte entsprachen grösstenteils der zuletzt gesenkten Prognose. Umsatzwachstum von -2% bei konstanten Wechselkursen ggü. VontE von -1.8%. Das bereinigte EBITDA entsprach den Erwartungen, beinhaltet aber Einmalkosten aus dem VAT-Prozess in Brasilien (USD 5.6 Mio.). Ohne diesen Faktor läge die ber. EBITDA-Marge 10 Bp. höher J/J wegen der besseren Rentabilität in EMEA. Reingewinn und op. FCF entsprachen den Erwartungen. Die Nettoschulden im GJ19 stiegen leicht J/J; die Abweichung ggü. VontE kam durch höhere Aktienrückkäufe zustande. Das Verhältnis Nettoverschuldung/ber. EBITDA betrug nur 0.1x

Schwacher Auftragseingang: Der Auftragseingang sank um 34% J/J (-10% im 1H19; -52% im 2H19), weil 2018 sehr stark war (+32% J/J), aber auch wegen regulatorischer Verzögerungen in den USA. Das Book-to-Bill-Verhältnis betrug 0.81x (2018: 1.18x).

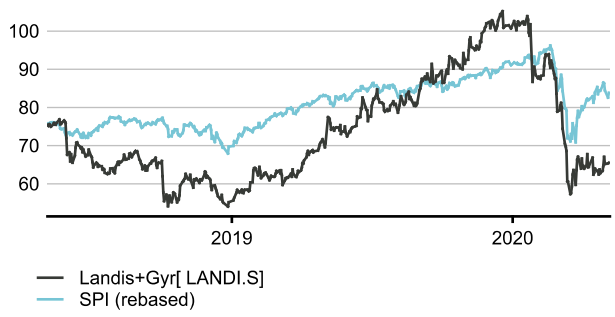
Dividendenentscheidung aufgeschoben: Landis hat die Dividendenentscheidung GJ19 aufgeschoben und prüft die Lage nach den Ergebnissen im 1H20 im September erneut.

Ausblick: Wie erwartet, wurde wegen der nicht absehbaren Folgen von COVID-19 keine Prognose vorgelegt. Die meisten US-Kunden setzen die Installationen fort, aber die Einführungen in EMEA-Schlüsselländern wurden ausgesetzt/zurückgefahren.

OUR CONCLUSION:

Die GJ19-Ergebnisse entsprechen weitgehend den Erwartungen, mit Ausnahme des schwachen Auftragseingangs im 2H19, der zu weiteren Abwärtskorrekturen der Konsensschätzungen führen könnte. Neben den unbekannten Auswirkungen von COVID-19 stellt sich die Frage, ob die Verzögerungen in den USA noch länger andauern werden. Aufgrund des defensiven Profils und der geringen Kapitalintensität prognostizieren wir trotz COVID-19 einen positiven FCF für das GJ20E. Daher kommt die Verschiebung des Dividendenbeschlusses unerwartet, ist aber angesichts der aussergewöhnlichen Umstände verständlich.

Performance



Source: Bloomberg, Vontobel Equity Research

Differential FY19

(USD mn)	FY19	VTe	Cons	YoY (%)	vs VT (%)	vs C (%)
Revenues	1699	1718	1711	-4	-1.1	-0.7
EBITDA (adjusted)	237	238	233	0	-0.5	1.8
EBITDA-margin (adjusted)	14.0	13.9	13.6	48 bp	9 bp	34 bp
Net income	114	115	112	-7	-1.5	1.6
OpFCF	120	122	116	-2	-1.0	3.8
Net debt	33	12	12	89	n.m.	n.m.

Source: Company data, Company consensus, Factset (net debt), Vontobel Equity Research

FINANCIAL MODEL UPDATE

OC OERLIKON

Analyst:	michael.foeth@vontobel.com
Bloomberg: OERL SE	Price: CHF 6.9
Enterprise Value (Mio.)	CHF 2'291
Market Cap (Mio.)	CHF 2'262
Reporting Currency	CHF

Buy **PT: CHF 8.10 (NEW)**

Income Stat. (mns)	2018A	2019A	2020E	2021E
Revenues	2609	2593	2196	2321
EBITDA	406	393	203	367
EBIT	243	190	-3.40	153
Net profit	240	-40.1	-11.1	106
Growth (%)	2018A	2019A	2020E	2021E
Revenues	26.2	-0.6	-15.3	5.7
Net profit	58.9	-117	NA	NA
EPS (rep.)	58.9	-117	NA	NA
Margin analysis (%)	2018A	2019A	2020E	2021E
Gross margin	30.4	28.9	21.0	27.4
EBITDA margin	15.6	15.1	9.3	15.8
EBIT margin	9.3	7.3	-0.2	6.6
Balance sheet (%)	2018A	2019A	2020E	2021E
NWC/Revenues	2.0	-0.2	2.2	2.0
Net debt (mns)	-394	-331	17.9	80.9
Equity to tot. assets	44.5	48.5	40.8	40.9
Gearing	-19.5	-18.7	1.4	6.3
Net debt/EBITDA	-1.0	-0.8	0.1	0.2
CF statement (mns)	2018A	2019A	2020E	2021E
Capex	-278	-177	-100	-180
Operating FCF	191	-25.0	157	103
Inc(+)/Dec(-) in cash	-40.7	-201	-349	-63.0
CF analysis (%)	2018A	2019A	2020E	2021E
Op. CF margin	18.0	5.9	11.7	12.2
Capex/Revenues	10.7	6.8	4.6	7.8
Capex/Depreciation	171	87.2	48.3	84.0
Per-share data (CHF)	2018A	2019A	2020E	2021E
EPS (rep.)	0.71	-0.12	-0.03	0.33
EPS (adj.)	0.71	0.45	0.05	0.33
Net cash	1.2	1.0	-0.1	-0.3
Dividend	1.00	1.00	0.00	0.16
Payout ratio (%)	141	-846	0.0	50.0
Valuation (X)	2018A	2019A	2020E	2021E
P/E	15.6	NM	NM	21.0
P/E (adj.)	15.6	25.0	152	21.0
P/B	1.87	2.20	1.76	1.71
EV/EBITDA	8.4	9.0	11.3	6.4
FCF yield %	5.1	-0.6	6.9	4.6
Dividend yield %	9.1	8.8	0.0	2.4
Profit. ratios (%)	2018A	2019A	2020E	2021E
ROIC	11.5	10.0	-0.2	7.8
ROE	12.1	-2.1	-0.7	8.3
ROA	3.9	3.3	-0.3	3.4
BB Consensus (mns)	**2018A**	**2019A**	**2020E**	**2021E**
Revenues	2627	2625	2222	2397
EBITDA	410	397	239	325
EBIT	250	205	46	143
Net profit	211	171	57	111
EPS	0.60	0.50	0.19	0.34
Conference call/analyst meeting				
No conference call or analyst meeting scheduled				

Anpassung der Schätzungen nach 1Q20 - Manmade-Fiber-Geschäft dürfte sich rasch erholen - Surface Solutions dürfte für die Erholung länger brauchen - bleibt Marktführer in beiden Bereichen - neues Kursziel von CHF 8.1 (8.5) - Buy

FACTS & COMMENT:

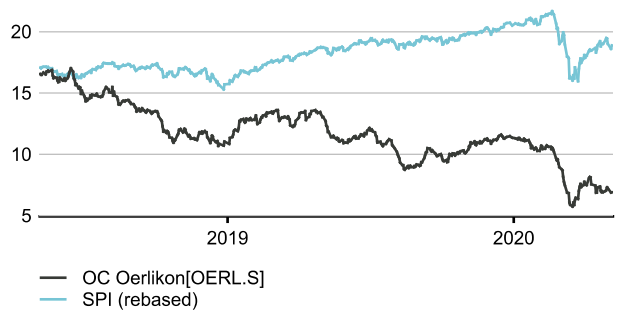
Manmade-Fiber-Geschäft dürfte sich rasch erholen: Das Filament-Segment in China war im 1Q20 durch Liefer- und administrativen Störungen aufgrund des Lockdowns beeinträchtigt, was zu niedrigerem Umsatz und Auftragseingang führte. Mittlerweile wurde das Geschäft wieder vollständig aufgenommen, das Produktionsvolumen in Deutschland hat Rekordhöhe erreicht und der Rückgang im 1Q dürfte im 2Q grösstenteils ausgeglichen werden. Oerlikon rechnet im 1H20 mit Aufträgen und einem Umsatz von etwa CHF 500 Mio., sodass das Unternehmen auf gutem Weg ist, das Ziel von CHF 1 Mrd. im GJ20 zu erreichen. Die Auftragspipeline ist bis 2022/23 gefüllt. Neue Chancen für Vliesausrüstung für die Produktion von Gesichtsmasken erhöhen das Potenzial jährlich um CHF 50-60 Mio.

Surface Solutions wird im 2Q Talsohle erreichen, Erholung dauert jedoch länger: Wir erwarten nun, dass der Umsatz von Surface Solutions im 2Q20E auf 34% sinkt (-20% im GJ20E), was auf die Lockdown-Massnahmen in vielen Regionen zurückzuführen ist. Das Geschäft bei Tooling und allgemeiner Industrie sollte sich recht rasch erholen, Automotive könnte länger brauchen, und Luftfahrt (9% des Konzernumsatzes) dürfte seine früheren Niveaus nicht so bald wieder erreichen. Kontinuierliche Restrukturierung dürfte dazu beitragen, die Rentabilität wiederherzustellen.

OUR CONCLUSION:

Aufgrund der Auswirkungen auf Surface Solutions reduzieren wir das ber. EBITDA für das GJ20E um 34% und erwarten nun, dass das Konzern-EBIT im GJ20E die Gewinnschwelle erreicht. Für das GJ21/22E senken wir das EBITDA um 7%/2%. Oerlikon bleibt dank einer führenden Technologie und attraktiver struktureller Wachstumschancen der Marktführer bei Manmade Fiber und Surface Solutions. Mit einem Nettoschulden/EBITDA-Verhältnis von nahe null verfügt Oerlikon weiterhin über eine solide Bilanz. Wir senken unser Kursziel auf CHF 8.1 (8.5) und lassen unser Buy Rating unverändert.

Performance



Source: Bloomberg, Vontobel Equity Research

Changes to Vontobel Estimates	FY20E new	FY21E new	FY20E old	FY21E old	FY20 chg	FY21 chg
Revenues	2'196	2'321	2'390	2'419	-8%	-4%
adj. EBITDA	238	367	363	396	-34%	-7%
EBIT	-3	153	125	179	-103%	-15%
Net profit (reported)	-11	106	85	126	-113%	-16%

Source: Vontobel Equity Research

FINANCIAL MODEL UPDATE

PSP SWISS PROPERTY

Analyst:	pascal.furger@vontobel.com
Bloomberg: PSPN SE	Price: CHF 110
Enterprise Value (Mio.)	CHF 7'590
Market Cap (Mio.)	CHF 5'032
Reporting Currency	CHF

Hold **PT: CHF 126 (NEW)**

Income Stat. (mns)	2018A	2019A	2020E	2021E
Rental income	279	290	289	309
EBITDA	410	514	329	334
EBITDA (cash)	240	255	258	273
Net profit	173	173	173	173
Net profit (cash)	176	215	197	209
Growth (%)	2018A	2019A	2020E	2021E
Rental income	2.5	4.0	-0.6	7.0
Net profit	0.0	0.0	0.0	0.0
Net profit (cash)	-0.8	22.1	-8.2	5.8
EPS	20.0	47.1	-44.5	1.6
EPS (cash)	-0.8	22.1	-8.2	5.8
Margin analysis (%)	2018A	2019A	2020E	2021E
EBITDA margin	147	177	114	108
Vacancy rate	5.0	3.5	3.5	4.5
Balance sheet (%)	2018A	2019A	2020E	2021E
Equity ratio	54.6	55.4	55.2	55.1
Loan-to-value	33.7	32.5	32.1	31.4
Net debt (mns)	2488	2576	2558	2572
CF statement (mns)	2018A	2019A	2020E	2021E
Operating CF	208	242	273	291
Operating FCF	103	128	93.6	142
Acquistions	124	163	-90.3	-9.90
CF analysis	2018A	2019A	2020E	2021E
Op. FCF margin	36.8	44.1	32.4	46.0
Acq. to properties	1.7	2.1	-1.1	-0.1
Per-share data (CHF)	2018A	2019A	2020E	2021E
EPS (rep.)	6.72	9.89	5.49	5.57
EPS (cash)	3.84	4.69	4.31	4.56
NAV(gross)	109	116	120	124
NAV(net)	90.6	97.0	98.9	101
Dividend	3.50	3.60	3.60	3.70
Payout ratio (%)	91.1	76.7	83.6	81.2
Valuation (%)	2018A	2019A	2020E	2021E
P/E	14.4	13.5	20.0	19.7
P/E (cash)	25.2	28.5	25.5	24.1
P/NAV(gross)	NA	NA	NA	NA
P/NAV (net)	1.07	1.38	1.11	1.09
EV/EBITDA	16.9	16.9	23.0	22.8
EV/EBITDA (cash)	NA	NA	NA	NA
Dividend yield	3.6	2.7	3.3	3.4
Profit. ratios (%)	2018A	2019A	2020E	2021E
Implied gross yield	4.5	4.5	4.5	4.5
Implied net yield	4.0	4.0	4.0	4.0
ROE	7.6	10.5	5.6	5.6
ROE (cash)	4.3	5.0	4.4	4.6
BB Consensus (mns)	**2018A**	**2019A**	**2020E**	**2021E**
EBITDA	241	260	264	273
Net profit	176	219	189	200
EPS	3.94	4.35	4.16	4.38
Conference call/analyst meeting				
No conference call or analyst meeting scheduled				

Geringere Mieteinnahmen im GJ20E teilweise durch Kürzung der direkten Betriebskosten ausgeglichen - Projektverkauf dürfte Verzögerung beim Projekt Lugano ausgleichen - Hold, Kursziel 126 CHF (alt: CHF 127)

FACTS & COMMENT:

COVID-19-Auswirkungen im April: Von den CHF 25.3 Mio. an Mieteinnahmen im April wurden bisher 72% eingesammelt (CHF 7.1 Mio. sind noch offen, davon CHF 3.8 Mio. von betroffenen Sektoren, die 21% der Gesamteinnahmen ausmachen, z.B. Non-Food-Retail). PSP hat Mieten im Volumen von CHF 3.5 Mio. eine Stundung erteilt, wobei die Gespräche darüber erst Ende April aufgenommen wurden (als mehr Klarheit darüber herrschte, wann der Lockdown enden würde). PSP möchte die Mieten einziehen, gleichzeitig aber auch gute langfristige Beziehungen zu seinen Mietern wahren.

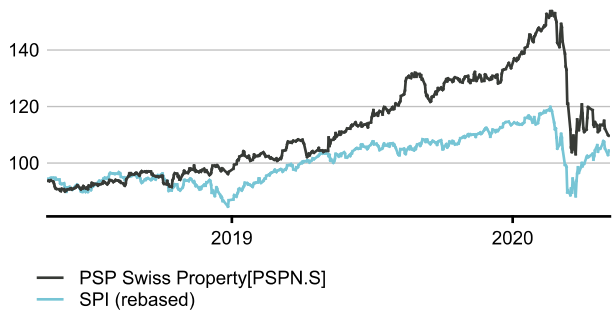
Unsere neuen Mietertragsannahmen: Wir berücksichtigen nicht länger die CHF 2.7 Mio. (VontE) an umsatzgebundenen Mieteinnahmen im GJ20E (0.9% der Gesamteinnahmen). Ferner nehmen wir zwei Monate an Mietverlusten für die 75% an unbezahlten Mieten in den von COVID-19 betroffenen Sektoren an. Insgesamt gehen wir jetzt von einem relativ flachen Mietertragswachstum im GJ20E aus (bisher: +3.2%).

Die Auswirkungen auf das ber. EBITDA: werden durch tiefere Betriebskosten (8.2% der Mieteinnahmen im 1Q20 ggü. 9.7% im GJ19) abgefedert. Nicht-kritische Renovierungs- und Instandhaltungsarbeiten werden verschoben. Swing-Faktor wird der potenzielle Projektverkauf von Zurlindenstrasse ZH sein, der den teilweise auf das GJ21E verschobenen Verkauf der Paradiso-Eigentumswohnungen kompensieren dürfte.

OUR CONCLUSION:

Der Verlust an Mieteinnahmen im Zusammenhang mit COVID-19 wird teilweise durch tiefere immobilienbezogene Betriebskosten und Projektverkäufe abgefedert. Auf Basis der verfügbaren Informationen gab die Bewertungsstelle im Zuge der 1Q20-Ergebnisse an, dass das Bewertungsniveau im 1H20 weitgehend unverändert bleiben sollte. Mit einer starken Eigenkapitalquote von 55.3% per März 2020 verfügt PSP ggü- der Vergleichsgruppe über die stärkste Bilanz. Das Unternehmen wird mit einem Aufschlag von 11% auf den NAV gehandelt (gemäss Sektordurchschnitt). Bei unserem Kursziel von CHF 126 (alt: CHF 127) sehen wir ein gewisses Aufwärtspotenzial. Hold Rating

Performance



Source: Bloomberg, Vontobel Equity Research

Estimate changes

(CHF mns)	2020E	Delta (%)	2021E	Delta (%)	2022E	Delta (%)
Rental income	289	-3.7%	309	0.6%	321	0.8%
Vacancy rate	3.5	10 bp	4.5	0 bp	5.0	0 bp
Earnings from condo sales	14.0	0.0%	17.5	0.0%	1.0	0.0%
Revaluation gains	70	-22.2%	60	0.0%	10	0.0%
EBITDA	329	-6.9%	334	0.5%	277	0.7%
Net profit	252	-7.4%	256	0.2%	209	0.8%
Net profit (adj.)	197	-2.4%	209	0.3%	200	0.8%
NAV (net)	98.9	-0.4%	100.9	-0.3%	101.7	-0.2%

Source: Vontobel Equity Research

FINANCIAL MODEL UPDATE

SIG

Analyst:	jean-philippe.bertschy@vontobel.com
Bloomberg: SIGN SE	Price: CHF 15.0
Enterprise Value (Mio.)	CHF 6'103
Market Cap (Mio.)	CHF 4'810
Reporting Currency	EUR

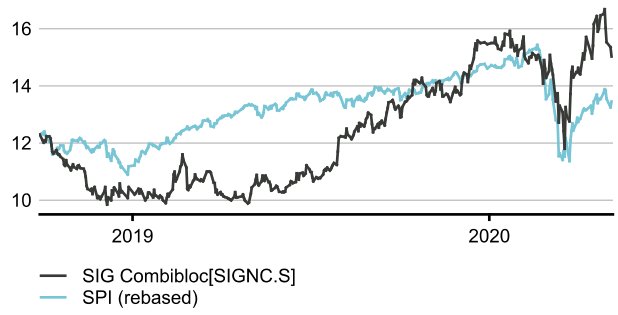
Hold **PT: CHF 14.5 (NEW)**

Income Stat. (mns)	2018A	2019A	2020E	2021E
Revenues	1676	1784	1869	1949
EBITDA	395	470	499	523
EBIT	123	193	207	226
Net profit	-83.9	107	124	138
Growth (%)	2018A	2019A	2020E	2021E
Revenues	0.7	6.4	4.8	4.3
Net profit	NA	NA	15.8	11.3
EPS (rep.)	NA	NA	11.3	11.3
Margin analysis (%)	2018A	2019A	2020E	2021E
Gross margin	22.4	23.2	23.4	23.6
EBITDA margin	23.6	26.3	26.7	26.8
EBIT margin	7.4	10.8	11.1	11.6
Balance sheet (%)	2018A	2019A	2020E	2021E
NWC/Revenues	-7.7	-10.0	-10.8	-11.2
Net debt (mns)	1434	1332	1208	1100
Equity to tot. assets	42.3	42.5	42.8	43.1
Gearing	75.7	67.0	60.7	55.1
Net debt/EBITDA	3.6	2.8	2.4	2.1
CF statement (mns)	2018A	2019A	2020E	2021E
Capex	-214	-182	-194	-201
Operating FCF	46.3	246	224	221
Inc(+)/Dec(-) in cash	53.2	93.9	73.4	58.7
CF analysis (%)	2018A	2019A	2020E	2021E
Op. CF margin	15.5	24.0	22.4	21.6
Capex/Revenues	12.8	10.2	10.4	10.3
Capex/Depreciation	78.6	65.1	66.5	67.7
Per-share data (CHF)	2018A	2019A	2020E	2021E
EPS (rep.)	-0.40	0.37	0.41	0.46
EPS (adj.)	0.71	0.76	0.79	0.84
Net cash	-5.1	-4.5	-4.0	-3.7
Dividend	0.35	0.38	0.42	0.46
Payout ratio (%)	-87.1	102	102	99.8
Valuation (X)	2018A	2019A	2020E	2021E
P/E	NM	41.6	36.3	32.6
P/E (adj.)	14.7	20.4	19.1	17.9
P/B	1.57	2.29	2.26	2.25
EV/EBITDA	11.1	13.4	12.1	11.3
FCF yield %	1.6	5.5	5.0	4.9
Dividend yield %	3.3	2.5	2.8	3.1
Profit. ratios (%)	2018A	2019A	2020E	2021E
ROIC	3.6	4.1	4.5	5.1
ROE	-5.7	5.5	6.2	6.9
ROA	-1.9	2.3	2.7	3.0
BB Consensus (mns)	**2018A**	**2019A**	**2020E**	**2021E**
Revenues	1661	1771	1889	1976
EBITDA	463	483	510	544
EBIT	330	344	283	314
Net profit	116	214	229	251
EPS	0.61	0.68	0.69	0.76

Conference call/analyst meeting

No conference call or analyst meeting scheduled

Performance



Source: Bloomberg, Vontobel Equity Research

Eines der wenigen Unternehmen, das die GJ20-Prognosen bestätigt - Starker FCF im 1Q verspricht gute Aussichten für den Rest des Jahres - Langfristiger Trend intakt - Kursziel erhöht auf CHF 14.5 (alt: CHF 11.8), Hold bestätigt

FACTS & COMMENT:

Schwaches 2Q, aber Prognosen bestätigt: Die Geschäftsleitung rechnet nach einem starken Jahresauftakt mit einem schwachen 2Q (On-the-Go-Konsum, Foodservice), v.a. in Nord- und Südamerika. Bei normaleren Verhältnissen im 2H glaubt die Geschäftsleitung, das für das GJ20 angestrebte Umsatzwachstum von 6-8% (bei kW) und die ber. EBITDA-Marge von 27-28% erreichen zu können. Zudem klangen die Äusserungen zum FCF angesichts der erwarteten erheblichen Steigerung im GJ20 optimistisch (Plus von EUR 42 Mio. im 1Q20 ggü. dem 1Q19). Kunden fahren ihre Investitionen aufgrund der aktuellen Unsicherheiten zurück.

Längerfristiger Trend intakt: Wie schon bei anderen Unternehmen in der Schweiz (Nestlé, Givaudan, SGS) zu beobachten war, dürfte die derzeitige Krise den Fokus auf Lebensmittelsicherheit insgesamt verstärken, v.a. in China. Mit seinen aseptischen Verpackungen ist SIG in dieser Hinsicht stark aufgestellt.

Nächster Kursimpuls: 1H20-Ergebnisse am 28. Juli (=)

OUR CONCLUSION:

SIG konnte im 1Q seine operative Exzellenz beweisen (allen Fabriken liefen ohne Unterbrechung weiter). Auch die Rentabilität und die Cashflow-Entwicklung (bei kW) waren beeindruckend. Der Stresstest wird im 2Q kommen, da der Bereich Foodservice in den USA und der On-the-Go-Konsum unter Druck sein werden. Aus unseren aktualisierten Prognosen zur Risikoprämie ergibt sich ein höheres Kursziel von CHF 14.5 (bisher: CHF 11.8). Unser Hold Rating behalten wir bei.

GOOD TO KNOW

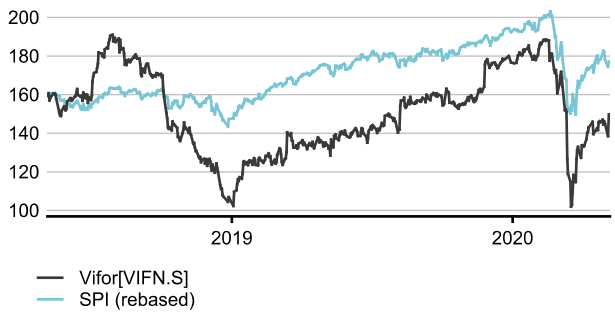
VIFOR PHARMA

Analyst:	stefan.schneider@vontobel.com
Bloomberg: VIFN SE	Price: CHF 150
Enterprise Value (Mio.)	CHF 13'240
Market Cap (Mio.)	CHF 11'463
Reporting Currency	CHF

Hold **PT: CHF 142 (NEW)**

Income Stat. (mns)	2018A	2019E	2020E	2021E
Revenues	1650	1916	1952	2050
EBITDA	392	540	671	740
EBIT	228	325	459	534
Net profit	153	159	275	333
Growth (%)	2018A	2019E	2020E	2021E
Revenues	19.3	16.1	1.9	5.1
Net profit	348	3.6	72.8	21.4
EPS (rep.)	347	3.57	72.7	21.4
Margin analysis (%)	2018A	2019E	2020E	2021E
Gross margin	60.7	60.2	60.6	60.8
EBITDA margin	23.8	28.2	34.4	36.1
EBIT margin	13.8	17.0	23.5	26.0
Balance sheet (%)	2018A	2019E	2020E	2021E
NWC/Revenues	17.7	18.0	16.7	16.5
Net debt (mns)	206	22.6	-356	-785
Equity to tot. assets	74.8	75.7	77.2	78.4
Gearing	6.1	0.6	-8.7	-17.6
Net debt/EBITDA	0.5	0.0	-0.5	-1.1
CF statement (mns)	2018A	2019E	2020E	2021E
Capex	-61.6	-47.0	-57.6	-61.1
Operating FCF	133	478	597	652
Inc(+)/Dec(-) in cash	-24.0	144	378	429
CF analysis (%)	2018A	2019E	2020E	2021E
Op. CF margin	11.8	27.4	33.6	34.8
Capex/Revenues	3.7	2.5	3.0	3.0
Capex/Depreciation	37.6	21.9	27.2	29.5
Per-share data (CHF)	2018A	2019E	2020E	2021E
EPS (rep.)	2.37	2.45	4.23	5.14
EPS (adj.)	4.17	4.66	6.30	7.14
Net cash	-3.2	-0.3	5.5	12.1
Dividend	2.00	2.00	2.00	2.00
Payout ratio (%)	84.5	81.6	47.3	38.9
Valuation (X)	2018A	2019E	2020E	2021E
P/E	45.2	72.1	35.4	29.2
P/E (adj.)	25.7	37.9	23.8	21.0
P/B	2.27	3.46	2.67	2.40
EV/EBITDA	22.4	25.1	19.7	17.5
FCF yield %	1.9	4.2	5.2	5.7
Dividend yield %	1.9	1.1	1.3	1.3
Profit. ratios (%)	2018A	2019E	2020E	2021E
ROIC	6.4	8.8	12.8	15.0
ROE	5.0	5.0	7.9	8.7
ROA	5.7	5.8	7.7	8.4
BB Consensus (mns)	**2018A**	**2019E**	**2020E**	**2021E**
Revenues	1626	1910	2039	2222
EBITDA	379	526	662	759
EBIT	219	315	442	547
Net profit	176	285	338	415
EPS	4.19	4.59	6.08	7.32
Conference call/analyst meeting				
No conference call or analyst meeting scheduled				

Performance



Source: Bloomberg, Vontobel Equity Research

Vadadustat von Akebia erreicht primären Endpunkt im Phase-3-Programm zur Behandlung von Anämie bei Dialysepatienten mit chronischer Nierenerkrankung (DD-CKD)

FACTS & COMMENT:

Was geschah: Vifor gab bekannt, dass sein Partner Akebia Therapeutics positive erste Ergebnisse des Phase-3-Programms INNO2VATE meldete. Dieses Programm testet die Wirksamkeit und Sicherheit von Vadadustat, einem oralen HIF-Inhibitor, im Vergleich zu Darbepoetin Alfa (Aranesp) zur Behandlung von Anämie bei DD-CKD-Patienten.

Vereinbarung mit Akebia: Vifor erhielt eine Exklusivlizenz für den Verkauf von Vadadustat an Dialysezentren von Fresenius Kidney Care sowie an bestimmte dritte Dialyseunternehmen, die zusammen rund 60% der Dialysepatienten in den USA behandeln, vorbehaltlich der Zulassung von Vadadustat durch die FDA und der Aufnahme in das gebündelte Erstattungsmodell von Medicare für Dialyse.

HIF-Inhibitor: HIF-Inhibitoren sind eine neue Molekülklasse, die ESAs ersetzen könnten. HIF-Inhibitoren stimulieren die Produktion von endogenem Erythropoietin und verbessern den Eisenstoffwechsel. Für mehr Informationen lesen Sie unseren Bericht «Ein Überblick über Vifors (Pipeline-)Produkte», vom 07.09.2019.

OUR CONCLUSION:

Wir erwarten zwar eine langfristige signifikante Wirkung von HIF-Inhibitoren (HIFi), rechnen aber nur mit langsamen Marktanteilsgewinnen, da HIFi chronisch verwendet werden und Langzeitdaten nur begrenzt verfügbar sind. Zudem sehen wir Compliance-Probleme, da HIFi oral verabreicht werden und auch die Therapieoptimierung zu Schwierigkeiten führen kann. Wir senken unsere Risikoanpassung für Vadadustat von 70% auf 35%. Die Auswirkungen auf den Aktienkurs sind gering, da der Umsatz von HIFi den Umsatz von ESAs und in geringerem Masse auch von IV-Eisen belasten wird; neues Kursziel CHF 142 (bisher: CHF 140); Hold Rating beibehalten.

EVENT CALENDAR

DATE	COMPANY	TOPIC
07.05.20	Credit Suisse	Ex dividend
07.05.20	Kühne + Nagel	Ex dividend
08.05.20	Datacolor	1H19/20 results
08.05.20	Interroll	AGM
08.05.20	Lalique Group	AGM
11.05.20	Komax	AGM
11.05.20	Sensirion	AGM
11.05.20	Vaudoise	AGM
12.05.20	Bell Food Group	AGM
12.05.20	Dufry	1Q20 trading statement
12.05.20	LafargeHolcim	AGM
12.05.20	Logitech	4Q20 results
12.05.20	Swiss Life	1Q20 interim statement
13.05.20	Alcon	1Q20 results
13.05.20	DKSH	AGM
13.05.20	Idorsia	AGM
13.05.20	Meyer Burger	AGM
13.05.20	Partners Group	AGM
13.05.20	Vaudoise	Ex dividend
14.05.20	Sunrise	1Q20 results
14.05.20	Swatch Group	AGM
14.05.20	VAT	AGM
14.05.20	Vifor Pharma	AGM
14.05.20	Zurich	3M20 update
15.05.20	DKSH	CMD
15.05.20	DKSH	Ex dividend
15.05.20	LafargeHolcim	Ex dividend
15.05.20	PIERER Mobility	AGM
15.05.20	Pargesa	Ex dividend
15.05.20	Partners Group	Ex dividend
15.05.20	Richemont	FY19/20 results
18.05.20	Dufry	AGM
18.05.20	Julius Baer	AGM
18.05.20	Jungfraubahnen	AGM
18.05.20	Swatch Group	Ex dividend
18.05.20	Vifor Pharma	Ex dividend
19.05.20	Galenica	AGM
19.05.20	Julius Baer	4M20 Interim Management Statement
19.05.20	LEM	FY19/20 results
19.05.20	Zurich	Investor Event
20.05.20	Julius Baer	Ex dividend
20.05.20	Temenos	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: Helvetia
– 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: Helvetia
– 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:
Helvetia[HELN.S] wurde zuletzt geändert von Buy auf Hold am 13-03-17
Landis+Gyr[LANDI.S] wurde zuletzt geändert von Reduce auf Hold am 17-03-20
OC Oerlikon[OERL.S] wurde zuletzt geändert von Restricted auf Buy am 11-07-18
PSP Swiss Property[PSPN.S] wurde zuletzt geändert von Buy auf Hold am 10-05-16
SIG Combibloc[SIGNC.S] wurde zuletzt geändert von NA auf Hold am 03-05-19
Vifor[VIFN.S] wurde zuletzt geändert von Restricted auf Hold am 02-06-17

4. Globale Rating-Verteilung

	VT Research-Universum No.	VT Research-Universum in %	Anteil VT-IB-Kunden in der Ratingkategorie in %
Buy	34	31	29
Hold	68	63	18
Reduce	6	6	0

Die obige Tabelle wird zu Beginn jedes Quartals angepasst. Derzeit gibt sie den Stand vom 31. März 2020 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.