

Vontobel Research / 01.07.19

Equity Morning Focus

Übersicht

– What's new?

- **CEMBRA (Buy, 107)**: Cembra übernimmt cashgate, einen Top-5-Anbieter von Privatkrediten, Autoleasingverträgen und Autokrediten - strategisch sinnvoller Schritt mit Aussicht auf markante Grössenvorteile - 1H19-Ergebnisse erwartungsgemäss - Buy

– Good to know

- **ARYZTA (Reduce, 1.12)**: GJ19-Ergebnisse von Picard leiden unter sozialen Bewegungen in Frankreich - deutlicher Rückgang des FCF, weiterer Anstieg der Nettoverschuldung - vorsichtiger Ausblick - Reduce Rating für Aryzta

– 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

WHAT'S NEW?

CEMBRA

Analyst:	andreas.venditti@vontobel.com
Bloomberg: CMBN SE	Price: CHF 94.2
Enterprise Value (Mio.)	-
Market Cap (Mio.)	CHF 2'825
Reporting Currency	CHF

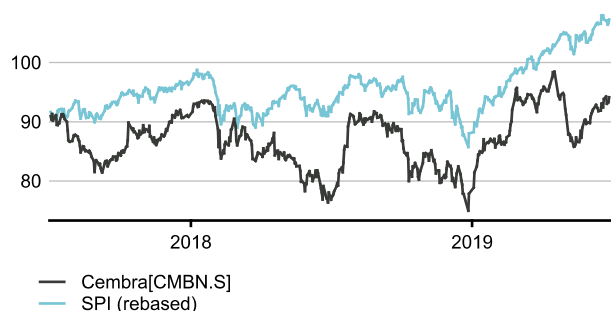
Buy **PT: CHF 107**

Income Stat. (mns)	2018A	2019E	2020E	2021E
Revenues	439	457	471	487
Operating expenses	-180	-188	-193	-199
Pretax profit	196	204	212	220
Net profit	154	161	167	173
Growth (%)	2018A	2019E	2020E	2021E
Revenues	10.7	4.1	3.1	3.3
Pretax profit	6.8	4.2	3.7	4.0
Net profit	6.6	4.3	3.7	4.0
EPS (rep.)	6.6	4.3	3.7	4.0
Margin analysis (%)	2018A	2019E	2020E	2021E
Gross margin (bp)	NA	NA	NA	NA
Operating CIR	41.0	41.3	41.0	40.8
Total CIR	44.0	44.1	43.9	43.7
Balance sheet (mns)	2018A	2019E	2020E	2021E
Total assets (bns)	5.44	5.62	5.76	5.89
Shareholders' equity	934	983	1020	1042
Tangible equity	885	934	971	993
AuM (bns)	NA	NA	NA	NA
Net new money	NA	NA	NA	NA
Risk weighted assets	4346	4485	4597	4708
CET1 capital	834	884	921	942
Growth (%)	2018A	2019E	2020E	2021E
Total assets	6.7	3.2	2.5	2.4
Shareholders' equity	5.5	5.3	3.8	2.1
Tangible equity	4.9	5.6	4.0	2.2
AuM growth	NA	NA	NA	NA
BS analysis (%)	2018A	2019E	2020E	2021E
CET1 ratio	19.2	19.7	20.0	20.0
Equ. to tot. assets	17.2	17.5	17.7	17.7
Per-share data (CHF)	2018A	2019E	2020E	2021E
EPS (rep.)	5.47	5.70	5.91	6.15
BVPS (rep.)	33.1	34.9	36.2	36.9
Tangible BVPS	31.4	33.1	34.5	35.2
Dividend	3.75	3.95	4.60	5.40
Payout ratio (%)	73.0	69.3	77.8	87.8
Valuation (%)	2018A	2019E	2020E	2021E
P/E	14.2	16.5	15.9	15.3
P/B	2.35	2.70	2.60	2.55
P/TB	2.48	2.84	2.73	2.67
Dividend yield	4.8	4.2	4.9	5.7
Profit. ratios (%)	2018A	2019E	2020E	2021E
ROE	16.9	16.8	16.6	16.8
ROTE	17.8	17.7	17.5	17.7
ROA	2.92	2.91	2.93	2.98
BB Consensus (mns)	2018A	2019E	2020E	2021E
Revenues	417	442	459	474
Pretax profit	194	204	213	221
Net profit	153	161	168	174
EPS cont. operations	5.42	5.70	5.95	6.17

Conference call/analyst meeting

9:00am CET. Europe: +41 (0) 58 310 50 00; UK: +44 (0) 203 059 58 62; US: +1 (1) 631 570 56 13

Performance



Source: Bloomberg, Vontobel Equity Research

Cembra übernimmt cashgate, einen Top-5-Anbieter von Privatkrediten, Autoleasingverträgen und Autokrediten - strategisch sinnvoller Schritt mit Aussicht auf markante Grössenvorteile - 1H19-Ergebnisse erwartungsgemäss - Buy

FACTS & COMMENT:

Übernahme von cashgate: Cembra übernimmt cashgate für CHF 277 Mio., finanziert durch eine Mischung aus AT1, einer teilweisen Platzierung eigener Aktien und Barmittel. Es wird erwartet, dass die restlichen eigenen Aktien an der kommenden GV entwertet werden.

cashgate: Cashgate ist einer der Hauptkonkurrenten von Cembra in den Bereichen Privatkredite und Autoleasing mit Finanzierungsforderungen in der Höhe von CHF 1.4 Mrd. (Cembra: CHF 4.8 Mrd.) und 149 FTE (Cembra: 783). Die Finanzierungsforderungen von Cembra stiegen auf Pro-forma-Basis (Basis 2018) um 30% (Privatkredite +36%; Auto +39%), der Umsatz um 17%, die Ausgaben um 21% und der Vorsteuergewinn um 9%. Das Aufwand-Ertrags-Verhältnis 2018 von Cashgate belief sich auf 54% ggü. 44% bei Cembra.

1H19-Update: Für das 1H19 wird ein Reingewinn von CHF 77-79 Mio. erwartet, was unserer Schätzung entspricht.

Neue Vorgaben: EPS für das GJ19 vor der Transaktion bestätigt (CHF 5.40-5.70; VontE: CHF 5.70), nach der Transaktion CHF 5.20-5.50. DPS für das GJ19 mindestens in der Höhe von CHF 3.75 wie im Jahr 2018 (VontE: CHF 3.95). EPS-steigernd ggü. Konsens ab 2020. Ab 2021 wird ein zurechenbarer Nettogewinn von CHF 25-30 Mio. erwartet (VontE GJ21E Standalone: CHF 173 Mio.). Integrationskosten von CHF 25 Mio. bis 2020. Neues Tier-1-Kapitalziel von 17% (zuvor: 18%).

OUR CONCLUSION:

In einem mutigen Schritt übernimmt Cembra einen seiner Hauptmitbewerber, einen Top-5-Anbieter im Bereich Privatkredite, Autoleasingverträge und Autokredite. Dies erscheint uns strategisch durchaus sinnvoll und dürfte dem Unternehmen beträchtliche Grössenvorteile einbringen. Mit der Transaktion nutzt Cembra zudem sein Überschusskapital, die momentan sehr günstigen AT1-Finanzierungskonditionen und wird darüber hinaus 1.8 Mio. eigene Aktien platzieren (6.1% des Gesamtkapitals, Rest wird entwertet). Auf den ersten Blick schätzen wir die Transaktion positiv ein und halten an unserem Buy Rating fest.

GOOD TO KNOW

ARYZTA

Analyst:	jean-philippe.bertschy@vontobel.com
Bloomberg: ARYN SE	Price: CHF 1.1
Enterprise Value (Mio.)	CHF 2'012
Market Cap (Mio.)	CHF 1'111
Reporting Currency	EUR

Reduce **PT: CHF 1.12**

Income Stat. (mns)	2018A	2019E	2020E	2021E
Revenues	3435	3403	3458	3538
EBITDA	228	276	301	347
EBIT	-423	-22.3	-0.52	41.2
Net profit	-470	-68.5	-22.2	29.0
Growth (%)	2018A	2019E	2020E	2021E
Revenues	-9.5	-0.9	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	27.6	27.6	27.7
EBITDA margin	6.6	8.1	8.7	9.8
EBIT margin	-12.3	-0.7	0.0	1.2
Balance sheet (%)	2018A	2019E	2020E	2021E
NWC/Revenues	-10.9	-8.8	-6.5	-5.1
Net debt (mns)	1509	787	724	599
Equity to tot. assets	35.3	50.5	50.4	50.9
Gearing	90.2	33.4	31.1	25.4
Net debt/EBITDA	6.6	2.9	2.4	1.7
CF statement (mns)	2018A	2019E	2020E	2021E
Capex	-81.7	-140	-162	-156
Operating FCF	8.97	-16.8	73.9	134
Inc(+)/Dec(-) in cash	-80.0	51.9	62.7	127
CF analysis (%)	2018A	2019E	2020E	2021E
Op. CF margin	1.9	3.6	6.8	8.2
Capex/Revenues	2.4	4.1	4.7	4.4
Capex/Depreciation	27.9	47.1	53.7	51.0
Per-share data (CHF)	2018A	2019E	2020E	2021E
EPS (rep.)	-6.53	-0.23	-0.07	-0.02
EPS (adj.)	0.65	0.10	1.22	1.91
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	11.7	0.9	0.6
P/B	0.65	0.42	0.42	0.41
EV/EBITDA	11.4	6.4	5.7	4.6
FCF yield %	-1.6	-1.7	7.6	13.7
Dividend yield %	0.0	0.0	0.0	0.0
Profit. ratios (%)	2018A	2019E	2020E	2021E
ROIC	-12.3	-0.9	0.0	1.7
ROE	-24.3	-3.4	-0.9	1.2
ROA	-9.0	-1.5	-0.5	0.6
BB Consensus (mns)	2018A	2019E	2020E	2021E
Revenues	3426	3413	3465	3487
EBITDA	298	301	330	365
EBIT	160	123	150	208
Net profit	67	48	83	101
EPS	0.15	0.08	0.20	0.14

Conference call/analyst meeting

No conference call or analyst meeting scheduled

GJ19-Ergebnisse von Picard leiden unter sozialen Bewegungen in Frankreich - deutlicher Rückgang des FCF, weiterer Anstieg der Nettoverschuldung - vorsichtiger Ausblick - Reduce Rating für Aryzta

FACTS & COMMENT:

Schwache Umsatzentwicklung: Picard legte vergangenen Freitag nach Börsenschluss die Zahlen für das GJ19 (mit Ende 31. März) vor. Der Umsatz in Frankreich (Umsatzanteil von 96%) ging auf vergleichbarer Basis im 4Q um 4.9% und im GJ19 um 2.9% zurück. Der Umsatz wurde durch die sozialen Unruhen in Frankreich und ein nachlassendes Verbrauchervertrauen belastet.

Rückgang der EBITDA-Marge: Auf zugrunde liegender Basis sank die EBITDA-Marge wegen des Umsatzrückgangs in Frankreich im GJ19 um 70 Bp. auf 13.6%.

Deutliche FCF-Abnahme: Der FCF fiel deutlich um 22.7% auf EUR 100 Mio. Der FCF im Verhältnis zum Umsatz ging um 190 Bp. auf 7.0% zurück.

Höhere Nettoverschuldung: Die Nettoverschuldung stieg um EUR 40 Mio. auf EUR 1449 Mio. Die Nettoverschuldung im Verhältnis zum EBITDA erhöhte sich ebenfalls weiter um 50 Bp. auf 7.5.

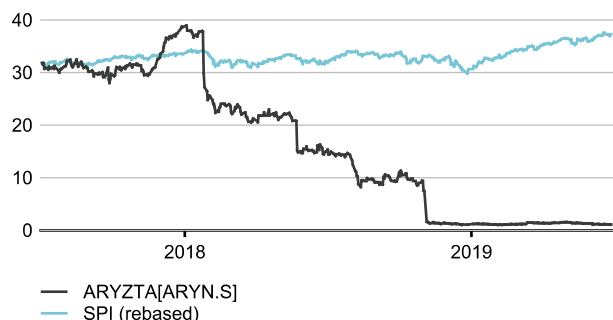
Vorgaben unverändert: Picard bleibt angesichts der zunehmend schwierigen Marktbedingungen und des sozialen Klimas höchst vorsichtig.

Aryzta mit 49.5%iger Beteiligung: Zur Erinnerung: Aryzta erwarb 2015 eine 49.5%ige Beteiligung an Picard für EUR 447 Mio. (EV/EBITDA: 11.7). Zu diesem Zeitpunkt verzeichnete Picard einen Umsatz von EUR 1370 Mio. (ggü. EUR 1.423 Mio. im GJ19), eine EBITDA-Marge von 14.0% (ggü. 13.6%) und einen FCF von EUR 136 Mio. (bzw. 10.0% des Umsatzes ggü. EUR 100 Mio. bzw. 7.0%).

OUR CONCLUSION:

Mit einem Umsatz von 96% auf dem Heimmarkt Frankreich und einer beherrschenden Position sind die Wachstumsaussichten von Picard beschränkt. Seit 2015 stiegen die Umsätze nur geringfügig, während das EBITDA unverändert blieb und die FCF-Generierung deutlich zurückging. Angesichts der bereits aus Dividenden gezahlten EUR 91 Mio. ergibt sich ein restlicher Wert von Picard von rund EUR 220 Mio. Mit diesen Ergebnissen dürfte es Aryzta schwerfallen, eine Veräusserung zu attraktiven Konditionen auszuhandeln. Zudem bleibt das zugrunde liegende Geschäft von Aryzta schwierig. Reduce

Performance



Source: Bloomberg, Vontobel Equity Research

EVENT CALENDAR

DATE	COMPANY	TOPIC
02.07.19	LEM	Ex dividend
03.07.19	Ypsomed	Ex dividend
05.07.19	Burckhardt Compression	AGM
09.07.19	Burckhardt Compression	Ex dividend
09.07.19	Klingelberg	FY18/19 results
11.07.19	Barry Callebaut	9M18/19 key sales
11.07.19	Bossard	1H19 sales/net income
12.07.19	EMS-Chemie	1H19 results

Disclaimer & Disclosures – Equity Research

1. Analystenbestätigung

Dieser Vontobel Report wurde von der für die Finanzanalyse zuständigen Organisations-Einheit (Sparte Research, Sell-Side-Analyse) der Bank Vontobel AG. Die Erstellerin steht unter der Aufsicht der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht (FINMA). Die auf Seite 1 der Studie angeführten Autoren bestätigen, dass diese Studie ihre Meinung zur analysierten Gesellschaft vollständig und präzise wiedergibt und dass sie weder direkt noch indirekt eine Vergütung für die von ihnen in dieser Finanzanalyse vertretenen spezifischen Beurteilungen oder Meinungen erhalten haben. Die Vergütung der Autoren dieser Finanzanalyse, hängt nicht direkt vom zwischen der Vontobel Gruppe und dem analysierten Unternehmen generierten Investment-Banking-Geschäftsvolumen ab. Die Autoren dieser Finanzanalyse besitzen Beteiligungsrechte an den folgenden analysierten Gesellschaften: ARYZTA
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 Kapitalmarkttransaktionen/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 offenkundigspflichtige 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		Anteil VT-IB-Kunden in der Ratingkategorie	
	No.	in %	in %	
Buy	32	29	25	
Hold	71	66	18	
Reduce	5	5	0	

Die obige Tabelle wird zu Beginn jedes Quartals angepasst. Derzeit gibt sie den Stand vom 30. März 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"](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-Analysenteam 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 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.