

Equity Research Switzerland

Analysten

Christian Arnold, CFA
christian.arnold@vontobel.ch
+41 (0)58 283 57 99

Serge Rotzer, CIIA

serge.rotzer@vontobel.ch
+41 (0)58 283 71 04

Wie immer stark

Geberit hat einmal mehr mit einem herausragenden Ergebnis (1Q10) überzeugt. Die Margen befinden sich nach wie vor auf höchstem Niveau, die Bilanz ist stark (Eigenkapitalquote: 70%) und der freie Cashflow solide. Die Nettoliquidität wird in diesem Jahr weiter anwachsen, weshalb sich die alte Frage stellt: Was macht Geberit mit dem Geld? Es wird unseres Erachtens eine Kombination aus einer attraktiven Ausschüttung und/oder weiteren Aktienrückkaufprogrammen und/oder Investitionen in Wachstum (intern und extern) sein. Wir erhöhen das Kursziel aufgrund unserer Gewinnanpassung von CHF 195 auf CHF 205 und bleiben angesichts der hohen Bewertungskennzahlen bei unserem Hold Rating.

1Q10 mit unerwartet hohem Margenanstieg: Mit einem org. Umsatzwachstum von +2.1% hat Geberit die Konkurrenz einmal mehr übertroffen (z.B. Uponor -9.8%, Wavin -5%) und seine Marktposition weiter gestärkt. Das Unternehmen meldete ein org. Umsatzwachstum von +1.1% in Europa, +13.8% in Amerika, +19.3% in Fernost/Pazifikraum und +13.1% in Nahost/Afrika. Die Bruttomarge erhöhte sich um 260bp auf 62.4% (VontE: 61.3%, +150bp). EBITDA (CHF 157.7 Mio. ggü. VontE CHF 144 Mio.) und EBIT (CHF 136.9 Mio. ggü. VontE CHF 123 Mio.) lagen entsprechend über den Erwartungen. Die erwartete überproportionale Reingewinnzunahme (+21% auf CHF 113.5 Mio.; VontE: CHF 101.5 Mio.) basiert auf dem höher ausgefallenen Finanzergebnis und der niedrigeren Steuerbelastung.

Guidance leicht angehoben: Das Unternehmen strebt nun für das FY10 den oberen Bereich seines strategischen EBITDA-Margenziels von 23-25% an. Dies spiegelt in unseren Augen das Worst-Case-Szenario. Wir schliessen uns dieser Unternehmensprognose nicht an und erwarten eine Marge von 27.0% (-100bp ggü. dem FY09).

EPS für FY10/11 um 8%/4% erhöht: Wir heben unsere EPS-Schätzungen für das FY10 und FY11 aufgrund höherer EBITDA-Margenprognosen (FY10: 27.0%, bisher: 26.2%) um 8% bzw. 4% an. Die Schätzung basiert auf der Annahme stabiler Margen im 1H (-20bp auf 27.8%) und einem Rückgang im 2H (-190bp auf 26.1%).



ANGABEN PRO TITEL	
Kursziel (CHF)	205.00
Kurs GEBN.VX am 30-04-10 CHF	191.60
Anzahl Aktien GEBN.VX in '000	39,142
Marktkap. GEBN.VX (Mio. CHF)	7,500
Gesamte Marktkap. (Mio. CHF)	7,500
Free float %	100
Capital Group (voting 10%)	10
Geberit (voting 4%)	4
Durchschn. Tagesvol (12m)	134,089
Enterprise value (CHF mns)	7,204

AKTIENBEWERTUNG				
CHF	2008	2009	2010E	2011E
EPS	11.9	10.2	10.7	11.0
EPS Wachstum %	2	-14	5	3
P/E	16.1	18.8	17.9	17.4
CEPS	11.9	10.2	10.7	11.0
P/CE	16.1	18.8	17.9	17.4
Dividende	5.40	6.40	5.40	5.50
Dividendenrendite %	2.8	3.3	2.8	2.9
Buchwert	33.5	38.6	43.2	49.3
Kurs/Buchwert	5.7	5.0	4.4	3.9
EV/EBITDA	11.3	11.8	12.0	11.5

HOCH	12-MONATE	TIEF
195.00		121.30

AUFTEILUNG			
Umsatz 2009			
	Mio. CHF	%	Veränd.
- nach Geschäftsbereichen			
Sanitärsysteme	1,250	-9.08%	57.3%
Rohrleitungssysteme	931	-13.80%	42.7%
- nach Regionen			
Deutschland	739	-5.0%	33.9%
Italien	227	-18.4%	10.4%
Schweiz	283	-3.7%	13.0%
Total Europa	2,006	-11.0%	92.0%
Amerika	80	-14.7%	3.6%
Ferner Osten/Pazifik	50	-6.8%	2.3%
Mittlerer Osten/Afrika	46	-14.7%	2.1%

ECKDATEN				
Mio. CHF	2008	2009	2010E	2011E
Umsatz	2,455	2,181	2,177	2,228
- Wachstum %	-1.28	-11.2	-0.19	2.3
EBITDA Marge %	26.4	28.0	27.0	26.8
EBIT Marge %	22.9	24.1	23.0	22.8
EBIT Wachstum %	1.7	-6.5	-5.1	1.5
Reingewinn	466	398	420	431
- Wachstum %	0.7	-14.8	5.7	2.5
Eigenkapitalrendite %	35.5	26.3	24.8	22.3
Verschuldungsgrad %	-11.5	-19.6	-27.5	-35.0
Eigenkapitalquote %	63.9	68.2	71.3	74.2
Nettoschulden	-150	-296	-466	-676
Operativer Cashflow	555	459	517	519

EXCESS PERFORMANCE		
	SPIX ¹	SMLCPSW ²
3M	-0.7%	-6.0%
6M	6.6%	1.1%
12M	29.5%	18.0%

¹SPI ex Div.

²Vontobel Small Caps Index

GEBERIT: 1Q10 IM VERGLEICH ZU DEN SCHÄTZUNGEN

In CHF mn FY to Dec. 31	1Q09	2009	1Q10E	1Q10A	Diff.	Cons.	1H10E	2H10E	2010E
Sales	551.8	2'181.2	530.0	555.0	4.7%	544	1'056.0	1'023.0	2'079.0
Cash discounts and customer bonuses	-64.8	-250.2	-63.0	-65.1			-124.0	-116.0	-240.0
Total revenues	487.0	1'931.0	467.0	489.9	4.9%		932.0	907.0	1'839.0
Cost of raw materials and supplies	-156.9	-574.3	-142.0	-143.7			-290.0	-285.0	-575.0
Gross profit	330.1	1'356.7	325.0	346.2	6.5%		642.0	622.0	1'264.0
Personnel expenses	-109.1	-446.2	-107.0	-111.5			-214.0	-216.0	-430.0
Other operating expenses	-74.7	-299.5	-74.0	-77.0			-147.0	-143.0	-290.0
Unusual items	0.0	0.0	0.0	0.0			0.0	0.0	0.0
Total operating expenses	-405.5	-1'570.2	-386.0	-397.3			-775.0	-760.0	-1'535.0
EBITDA	146.3	611.0	144.0	157.7	9.5%	154	281.0	263.0	544.0
Depreciation & amortization	-20.1	-84.3	-21.0	-20.8			-42.0	-43.0	-85.0
EBIT	126.2	526.7	123.0	136.9	11.3%	133	239.0	220.0	459.0
Interest income/expenses (net)	-5.3	-13.5	-1.0	-3.5			-1.0	0.0	-1.0
Other income/expenses	0.0	0.0	0.0	0.0			0.0	0.0	0.0
EBT recurring	120.9	513.2	122.0	133.4	9.3%		238.0	220.0	458.0
Nonrecurring items (net)	0.0	0.0	0.0	0.0			0.0	0.0	0.0
Pretax profit	120.9	513.2	122.0	133.4	9.3%		238.0	220.0	458.0
Taxes	-27.4	-115.7	-20.5	-19.9			-40.0	-29.0	-69.0
Net Group profit	93.5	397.5	101.5	113.5	11.8%		198.0	191.0	389.0
Minority interests	0.0	0.0	0.0	0.0			0.0	0.0	0.0
Net profit	93.5	397.5	101.5	113.5	11.8%	108	198.0	191.0	389.0

Growth		1Q09	2009	1Q10E	1Q10A	Diff.	Cons.	1H	2H	2010E
Sales	%	-14.2	-11.2	-4.0	0.6		-1.5	-3.9	-5.5	-4.7
-Internal growth	%	-5.9	-6.5	-1.5	2.1			-0.6	-1.8	-0.8
-Acquisitions	%	0.0	0.0	0.0				0.0	0.0	0.0
-Exchange rate	%	-8.3	-4.7	-2.5	-1.5			-3.3	-3.7	-3.8
Gross profit	%	-12.8	-5.8	-1.5	4.9			-5.1	-8.5	-6.8
EBITDA	%	-21.2	-5.9	-1.6	7.8		5.1	-8.7	-13.3	-11.0
EBIT	%	-24.1	-6.5	-2.5	8.5		5.6	-10.7	-15.1	-12.9
Net profit	%	-28.2	-14.8	8.6	21.4		15.6	-2.4	-1.8	-2.1

Margin analysis		1Q09	2009	1Q10E	1Q10A	Diff.	Cons.	1H	2H	2010E
Cost of raw materials and supplies	%	28.4	26.3	26.8	25.9	90		27.5	27.9	27.7
Gross margin		59.8	62.2	61.3	62.4	106		60.8	60.8	60.8
Personnel expenses	%	19.8	20.5	20.2	20.1	10		20.3	21.1	20.7
Other operating expenses	%	13.5	13.7	14.0	13.9	9		13.9	14.0	13.9
EBITDA margin		26.5	28.0	27.2	28.4	124	28.3	26.6	25.7	26.2
Depreciation & amortization	%	3.6	13.7	4.0	3.7	21		4.0	4.2	13.3
EBIT margin		22.9	24.1	23.2	24.7	146	24.5	22.6	21.5	22.1
Tax rate	%	22.7	22.5	16.8	14.9	189		16.8	13.2	15.1
Net profit margin		16.9	18.2	19.2	20.5	130	19.9	18.8	18.7	18.7

Geographical Sales Breakdown

Region		1Q09	2009	1Q10E	1Q10A	Diff.	Cons.	1H	2H	2010E
Total Europe	CHF mn	512.6	2005.8	490.0	511.6	4.4%		971.0	933.0	1904.0
America	CHF mn	19.9	79.5	19.0	20.6	8.4%		39.0	36.0	75.0
Far East / Pacific	CHF mn	8.8	49.6	11.0	10.6	-3.6%		24.0	31.0	55.0
Middle East / Africa	CHF mn	10.5	46.3	10.0	12.2	22.0%		22.0	23.0	45.0
Total	CHF mn	551.8	2181.2	530.0	555.0	4.7%		1056.0	1023.0	2079.0

Geographical Sales Growth in %

Region		1Q09	2009	1Q10E	1Q10A	Diff.	Cons.	1H	2H	2010E
Total Europe	%	-14.5%	-11.0%	-4.4%	-0.2%	421		-4.3%	-5.9%	-5.1%
America	%	-9.1%	-14.7%	-4.5%	3.5%	804		-5.1%	-6.3%	-5.7%
Far East / Pacific	%	-14.6%	-6.8%	25.0%	20.5%	-455		15.4%	7.6%	10.9%
Middle East / Africa	%	-9.5%	-14.7%	-4.8%	16.2%	2095		-4.8%	-0.9%	-2.8%
Total	%	-14.2%	-11.2%	-4.0%	0.6%	453		-3.9%	-5.5%	-4.7%

Quelle: Geberit, Vontobel Equity Research

ANPASSUNG UNSERER SCHÄTZUNGEN

	NEW			OLD			CHANGE %		
	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
SALES	2'177.0	2'228.0	2'340.0	2'079.0	2'160.0	2'303.0	4.7%	3.1%	1.6%
- change (%)	-0.2	2.3	5.0	-4.7	3.9	6.6			
GROSS PROFIT	1'337.0	1'358.0	1'425.0	1'264.0	1'310.0	1'393.0	5.8%	3.7%	2.3%
- as % of sales	61.4	61.0	60.9	60.8	60.6	60.5			
EBITDA	587.0	596.0	635.0	544.0	570.0	633.0	7.9%	4.6%	0.3%
- as % of sales	27.0	26.8	27.1	26.2	26.4	27.5			
EBIT	500.0	507.5	545.0	459.0	485.0	546.0	8.9%	4.6%	-0.2%
- as % of sales	23.0	22.8	23.3	22.1	22.5	23.7			
Net Profit	420.0	430.5	465.0	389.0	414.0	468.0	8.0%	4.0%	-0.6%
- change (%)	5.7	2.5	8.0	-2.1	6.4	13.0			

Quelle: Vontobel Equity Research

GEBERIT: ERFOLGSRECHNUNG

In CHF mn	FY to Dec. 31	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
Sales		1'208.5	1'165.1	1'273.0	1'403.9	1'906.8	1'922.9	2'183.5	2'486.8	2'455.1	2'181.2	2'177.0	2'228.0	2'340.0
Cash discounts and customer bonuses	=	-146.2	-151.6	-167.3	-194.3	-253.4	-282.7	-334.8	-280.5	-276.1	-250.2	-250.0	-260.0	-270.0
Total revenues	=	1'062.3	1'013.5	1'105.7	1'209.6	1'653.4	1'640.2	1'848.7	2'206.3	2'179.0	1'931.0	1'927.0	1'968.0	2'070.0
Cost of raw materials and supplies		-355.2	-331.0	-362.9	-396.8	-570.9	-580.3	-634.5	-782.9	-738.5	-574.3	-590.0	-610.0	-645.0
Gross profit	=	707.1	682.5	742.8	812.8	1'082.5	1'059.9	1'214.2	1'423.4	1'440.5	1'356.7	1'337.0	1'358.0	1'425.0
Personnel expenses		-291.5	-296.8	-325.9	-346.0	-441.1	-418.5	-442.3	-467.4	-460.2	-446.2	-450.0	-462.0	-480.0
Other operating expenses		-118.1	-124.0	-121.2	-136.9	-188.0	-185.5	-202.8	-318.1	-331.2	-299.5	-300.0	-300.0	-310.0
Unusual items		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Total operating expenses	=	-911.0	-903.4	-977.3	-1'074.0	-1'453.4	-1'467.0	-1'614.4	-1'848.9	-1'806.0	-1'570.2	-1'590.0	-1'632.0	-1'705.0
EBITDA	=	297.5	261.7	295.7	329.9	453.4	455.9	569.1	637.9	649.1	611.0	587.0	596.0	635.0
Depreciation & amortization		-107.8	-104.6	-109.4	-123.4	-147.9	-89.0	-86.9	-84.1	-85.7	-84.3	-87.0	-88.5	-90.0
-Depr. / impairm. of tangibles		-67.2	-69.0	-73.2	-83.8	-84.5	-75.8	-76.9	-75.1	-78.5	-78.9	-81.0	-82.0	-83.0
-Depr. / impairm. of intangibles		-12.3	-7.0	-7.1	-9.5	-16.4	-10.6	-10.0	-9.0	-7.2	-5.4	-6.0	-6.5	-7.0
-Depr. / impairm. of goodwill		-28.3	-28.6	-29.1	-30.1	-47.0	-2.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBIT	=	189.7	157.1	186.3	206.5	305.5	366.9	482.2	553.8	563.4	526.7	500.0	507.5	545.0
Associates		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Interest income/expenses (net)		-37.4	-29.1	-23.0	-23.4	-30.0	-17.2	-16.3	-11.4	5.4	-13.5	-5.0	0.0	3.0
-Interest income		3.7	2.7	3.0	2.2	1.6	4.1	4.8	7.8	10.1	4.2	6.0	8.0	10.0
-Interest expenses		-29.4	-27.9	-20.7	-18.7	-26.6	-21.1	-17.0	-14.7	-12.3	-10.8	-9.0	-8.0	-7.0
-Exchange rates		-5.0	-0.9	-3.2	-3.5	-2.4	2.3	-1.5	-2.2	10.1	-4.5	-2.0	0.0	0.0
-Other financial income		-6.7	-3.0	-2.1	-3.4	-2.6	-2.5	-2.6	-2.3	-2.5	-2.4	0.0	0.0	0.0
Other income/expenses		-0.2	0.3	0.1	-0.1	0.0	2.5	0.0	48.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBT recurring	=	152.1	128.3	163.4	183.0	275.5	352.2	465.9	591.2	568.8	513.2	495.0	507.5	548.0
Nonrecurring items (net)		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
-Nonrecurring income		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
-Nonrecurring expenses		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Pretax profit	=	152.1	128.3	163.4	183.0	275.5	352.2	465.9	591.2	568.8	513.2	495.0	507.5	548.0
Taxes		-47.6	-35.6	-43.7	-34.1	-81.1	-89.7	-110.9	-127.9	-102.5	-115.7	-75.0	-77.0	-83.0
-Tax (paid)		-47.6	-35.6	-43.7	-34.1	-81.1	-89.7	-110.9	-128.2	-103.8	-151.2	-75.0	-77.0	-83.0
-Deferred tax								0.3	1.3	35.5				
Net Group profit	=	104.5	92.7	119.7	148.9	194.4	262.5	355.0	463.3	466.3	397.5	420.0	430.5	465.0
Minority interests		-0.1	-0.6	-1.6	-1.9	-0.7	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net profit	=	104.4	92.1	118.1	147.0	193.7	262.5	355.0	463.3	466.3	397.5	420.0	430.5	465.0
Adjusted net profit		132.7	120.7	147.2	177.1	240.7	265.1	355.0	463.3	466.3	397.5	420.0	430.5	465.0

Growth		2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
Revenues (net)	%	n.a.	-3.6	9.3	10.3	35.8	0.8	13.6	13.9	-1.3	-11.2	-0.2	2.3	5.0
-Internal growth	%								11.4	3.2	-6.5	2.7	1.2	5.0
-Acquisitions	%								-1.3	-0.9	0.0	0.0	0.0	0.0
-Exchange rate	%								3.8	-3.6	-4.7	-2.9	1.2	0.0
Gross profit	%	n.a.	-3.5	8.8	9.4	33.2	-2.1	14.6	17.2	1.2	-5.8	-1.5	1.6	4.9
EBITDA	%	n.a.	-12.0	13.0	11.6	37.4	0.6	24.8	12.1	1.8	-5.9	-3.9	1.5	6.5
EBIT	%	n.a.	-17.2	18.6	10.8	47.9	20.1	31.4	14.8	1.7	-6.5	-5.1	1.5	7.4
Net profit	%	n.a.	-11.8	28.2	24.5	31.8	35.5	35.2	30.5	0.6	-14.8	5.7	2.5	8.0

Margin analysis		2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
Cost of raw materials and supplies	%	29.4	28.4	28.5	28.3	29.9	30.2	29.1	31.5	30.1	26.3	27.1	27.4	27.6
Gross margin		58.5	58.6	58.4	57.9	56.8	55.1	55.6	57.2	58.7	62.2	61.4	61.0	60.9
Personnel expenses	%	24.1	25.5	25.6	24.6	23.1	21.8	20.3	18.8	18.7	20.5	20.7	20.7	20.5
Other operating expenses	%	9.8	10.6	9.5	9.8	9.9	9.6	9.3	12.8	13.5	13.7	13.8	13.5	13.2
EBITDA margin	%	24.6	22.5	23.2	23.5	23.8	23.7	26.1	25.7	26.4	28.0	27.0	26.8	27.1
Depreciation/tangibles	%	13.7	14.0	14.9	17.1	15.7	14.3	14.4	14.2	14.1	13.7	13.5	13.1	12.8
Amortization/intangibles	%	10.4	6.3	6.4	9.2	12.3	8.6	8.5	7.9	6.7	5.2	6.0	6.5	7.0
EBIT margin	%	15.7	13.5	14.6	14.7	16.0	19.1	22.1	22.3	22.9	24.1	23.0	22.8	23.3
Tax rate	%	31.3	27.7	26.7	18.6	29.4	25.5	23.8	23.6	18.0	22.5	15.2	15.2	15.1
Net profit margin	%	8.6	7.9	9.3	10.5	10.2	13.7	16.3	18.6	19.0	18.2	19.3	19.3	19.9

Quelle: Geberit, Vontobel Equity Research

GEBERIT: BILANZRELATIONEN

In CHF mn FY to Dec. 31	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
Cash and cash equivalent	64.4	101.5	137.5	181.3	81.6	180.0	182.4	450.1	197.4	300.6	449.6	642.2	828.0
Marketable securities									105.2	105.9	106.0	106.0	106.0
Inventories	103.3	114.0	125.3	117.0	197.9	177.3	199.8	226.3	207.1	187.6	180.0	185.0	200.0
Trade accounts receivables	82.2	76.3	81.8	88.6	120.9	111.6	115.8	127.2	105.7	122.6	120.0	125.0	135.0
Other current assets	46.9	37.2	29.8	33.7	37.6	41.4	52.0	51.7	72.2	70.9	70.0	70.0	70.0
Current assets	296.8	329.0	374.4	420.6	438.0	510.3	550.0	855.3	687.6	787.6	925.6	1'128.2	1'339.0
Tangible assets	490.7	492.3	492.0	490.9	538.8	528.3	533.9	529.3	555.5	576.2	600.0	625.0	650.0
Intangible assets	118.0	110.4	111.7	103.1	133.3	123.7	117.6	114.6	107.0	104.6	100.0	100.0	100.0
Goodwill	428.3	401.6	398.6	366.6	745.5	688.7	707.5	714.2	649.2	648.5	650.0	650.0	650.0
Associates	110.9	111.8	123.5	126.6	25.7	33.2	34.4	36.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other non-current assets	0.0	0.0	0.0	0.0	55.8	62.4	67.3	48.9	54.8	95.3	95.0	100.0	100.0
Long-term assets	1'147.9	1'116.1	1'125.8	1'087.2	1'499.1	1'436.3	1'460.7	1'443.0	1'366.5	1'424.6	1'445.0	1'475.0	1'500.0
Total assets	1'444.7	1'445.1	1'500.2	1'507.8	1'937.1	1'946.6	2'010.7	2'298.3	2'054.1	2'212.2	2'370.6	2'603.2	2'839.0

In CHF mn FY to Dec. 31	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
Trade accounts payables	62.9	72.7	67.3	76.1	91.2	94.3	102.4	93.3	84.4	69.8	65.0	70.0	80.0
Short-term interest-bearing debt	66.6	65.4	64.5	3.6	3.6	49.4	14.7	2.9	40.2	28.9	25.0	25.0	25.0
Other current liabilities	117.3	106.0	127.1	143.0	222.2	204.2	212.6	222.0	229.5	215.3	215.0	215.0	215.0
-Tax liabilities and tax provisions	44.2	37.6	42.5	57.4	87.9	89.0	79.3	78.8	88.6	85.3	85.0	85.0	85.0
-Other current provisions and liabilities	73.1	68.4	84.6	85.6	134.3	115.2	133.3	143.2	140.9	130.0	130.0	130.0	130.0
Current liabilities	246.8	244.1	258.9	222.7	317.0	347.9	329.7	318.2	354.1	314.0	305.0	310.0	320.0
Long-term interest-bearing debt	493.5	439.9	367.5	293.6	531.7	344.0	308.4	271.0	112.1	82.0	65.0	47.0	0.0
Pension provisions	82.7	85.4	91.9	102.0	125.4	141.9	152.8	156.9	155.3	183.1	185.0	190.0	195.0
Deferred taxes	113.5	112.4	120.2	102.7	98.3	98.3	88.8	80.1	59.6	56.0	55.0	55.0	55.0
Other provisions	9.1	9.4	19.4	36.4	47.9	56.5	65.1	67.7	61.1	67.9	70.0	70.0	70.0
Long-term liabilities	698.8	647.1	599.0	534.7	803.3	640.7	615.1	575.7	388.1	389.0	375.0	362.0	320.0
Shareholders' equity	492.5	546.8	630.2	739.0	816.5	958.0	1'065.9	1'404.4	1'311.9	1'509.2	1'690.6	1'931.2	2'199.0
Minority interests	6.6	7.1	12.1	11.4	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Equity & L.t. liabilities	1'197.9	1'201.0	1'241.3	1'285.1	1'620.1	1'598.7	1'681.0	1'980.1	1'700.0	1'898.2	2'065.6	2'293.2	2'519.0
Total liabilities & sh. equity	1'444.7	1'445.1	1'500.2	1'507.8	1'937.1	1'946.6	2'010.7	2'298.3	2'054.1	2'212.2	2'370.6	2'603.2	2'839.0

Balance Sheet Analysis

Working capital analysis		2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
Net working capital (NWC)	CHF mn	122.6	117.6	139.8	129.5	227.6	194.6	213.2	260.2	228.4	240.4	235.0	240.0	255.0
NWC/revenues	%	10.1	10.1	11.0	9.2	11.9	10.1	9.8	10.5	9.3	11.0	10.8	10.8	10.9
Working capital	days	37	36	40	34	44	37	36	38	34	40	39	39	40
Inventory	days	31	35	35	30	38	34	33	33	31	31	30	30	31
Receivables	days	24	24	23	23	23	21	19	19	16	21	20	20	21
Payables	days	19	22	19	20	17	18	17	14	13	12	11	11	12
Other current liabilities	days	35	33	36	37	43	39	36	33	34	36	36	35	34

Capital structure		2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
Average equity	CHF mn	483.0	519.7	588.5	684.6	777.8	887.3	1'012.0	1'235.2	1'358.2	1'410.6	1'599.9	1'810.9	2'065.1
Net debt (+net liquidity)	CHF mn	-495.7	-403.8	-294.5	-115.9	-453.7	-213.4	-140.7	176.2	150.3	295.6	465.6	676.2	909.0
Average net debt (+net liquidity)	CHF mn	-506.1	-449.8	-349.2	-205.2	-284.8	-333.6	-177.1	17.8	163.3	223.0	380.6	570.9	792.6
Capital employed	CHF mn	1'077.5	1'043.1	1'028.7	968.3	1'395.9	1'313.3	1'359.4	1'385.1	1'316.9	1'396.7	1'410.0	1'445.0	1'485.0
Average capital employed	CHF mn	1'087.6	1'060.3	1'035.9	998.5	1'182.1	1'354.6	1'336.4	1'372.3	1'351.0	1'356.8	1'403.4	1'427.5	1'465.0
Equity/total assets	%	34.5	38.3	42.8	49.8	42.2	49.2	53.0	61.1	63.9	68.2	71.3	74.2	77.5
Gearing (year-end)	%	100.6	73.8	46.7	15.7	55.6	22.3	13.2	-12.5	-11.5	-19.6	-27.5	-35.0	-41.3
Return on net debt (+net liquidity)	%	7.4	6.5	6.6	11.4	10.5	5.2	9.2	-64.2	3.3	-6.1	-1.3	0.0	0.4

Enterprise Value

Enterprise value		2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
Market capitalization	CHF mn	1'897	1'545	1'656	2'529	3'461	4'254	7'545	6'174	4'425	7'166	7'437	7'437	7'437
Net debt (+liquidity)	CHF mn	-496	-404	-295	-116	-454	-213	-141	176	150	296	466	676	909
Minority interests	CHF mn	2	10	22	32	12	0	0	0	0	0	0	0	0
Enterprise value (excl. Pension)	CHF mn	2'394	1'959	1'972	2'677	3'927	4'468	7'686	5'997	4'274	6'870	6'971	6'761	6'528
Pension provisions	CHF mn	83	85	92	102	125	142	153	157	155	183	185	190	195
Book value of non-core assets	CHF mn	0	0	0	0	56	62	67	49	55	95	95	100	100
Enterprise value	CHF mn	2'477	2'044	2'064	2'779	4'108	4'672	7'906	6'203	4'484	7'148	7'251	7'051	6'823

Quelle: Geberit, Vontobel Equity Research

GEBERIT: MITTELFLUSSRECHNUNG

In CHF mn FY to Dec. 31	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
Net profit before minority interests	104.5	92.7	119.7	148.9	194.4	262.5	355.0	463.3	466.3	397.5	420.0	430.5	465.0
Depreciation	79.5	76.0	80.3	93.3	100.9	86.4	86.9	84.1	85.7	84.3	87.0	88.5	90.0
Amortization of goodwill	28.3	28.6	29.1	30.1	47.0	2.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Non-cash financial income (-)/expenses (+)	11.7	3.9	5.3	6.9	5.0	0.2	4.1	4.5	-7.6	6.9	2.0	0.0	0.0
Inc. (+)/dec. (-) in deferred taxes	0.0	-1.1	7.8	-17.5	-4.4	0.0	-9.5	-8.7	-20.5	-3.6	-1.0	0.0	0.0
Inc. (+)/dec. (-) in pension provisions	0.0	2.7	6.5	10.1	23.4	16.5	10.9	4.1	-1.6	27.8	1.9	5.0	5.0
Inc. (+)/dec. (-) in other provisions	0.0	0.3	10.0	17.0	11.5	8.6	8.6	2.6	-6.6	6.8	2.1	0.0	0.0
Other non-cash changes / adjustments	10.5	24.2	49.5	9.8	118.7	-20.9	5.0	-44.9	7.5	-48.5	0.0	0.0	0.0
Cash flow	234.5	227.3	308.2	298.6	496.5	355.9	461.0	505.0	523.2	471.2	512.0	524.0	560.0
Inc. (-)/dec. (+) in NWC	-29.1	5.0	-22.2	10.3	-98.1	33.0	-18.6	-47.0	31.8	-12.0	5.4	-5.0	-15.0
Operating cash flow	205.4	232.3	286.0	308.9	398.4	388.9	442.4	458.0	555.0	459.2	517.4	519.0	545.0
Maintenance capital expenditure (-)	-66.9	-76.6	-59.6	-69.8	-87.8	-79.5	-81.3	-103.5	-152.5	-106.4	-100.0	-100.0	-100.0
Operating free cash flow	138.5	155.7	226.4	239.1	310.6	309.4	361.1	354.5	402.5	352.8	417.4	419.0	445.0
Invest. (-)/disp. (+) of tangibles/intangibles	5.7	1.9	3.4	1.7	9.2	76.2	2.6	116.8	5.7	2.9	3.0	3.0	3.0
Invest. (-)/disp. (+) of associates	0.0	0.0	0.0	0.0	-574.2	0.0	-0.9	-14.7	3.4	-0.3	0.0	0.0	0.0
Inc. (-)/dec. (+) of mark. securities	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-112.1	-1.1	0.0	0.0	0.0
Invest. (-)/disp. (+) other	0.1	2.9	-27.1	-2.4	2.6	2.8	2.4	12.7	13.2	0.4	0.0	0.0	0.0
CF from (used for) investing activities	-61.1	-71.8	-83.3	-70.5	-650.2	-0.5	-77.2	11.3	-242.3	-104.5	-97.0	-97.0	-97.0
Inc. (+)/dec. share capital/premium	-76.2	1.5	-20.7	17.6	-17.3	-14.5	-188.1	-15.4	-309.5	11.3	0.0	0.0	0.0
Dividend paid (-)	-33.3	-40.6	-40.0	-56.7	-69.6	-90.3	-101.5	-159.0	-206.9	-210.9	-250.5	-211.4	-215.3
Inc. (+)/dec. (-) in short-term debt	0.0	-1.2	-0.9	-60.9	0.0	45.8	-34.7	-11.8	37.3	-11.3	-3.9	0.0	0.0
Inc. (+)/dec. (-) in long-term debt	-70.7	-53.6	-72.4	-73.9	238.1	-187.7	-35.6	-37.4	-158.9	-30.1	-17.0	-18.0	-47.0
Others / adjustments	-24.8	-28.5	-28.3	-25.9	2.9	-45.7	-11.1	11.0	106.3	-12.6	0.0	0.0	0.0
CF from (used for) financing activities	-205.0	-122.4	-162.3	-199.8	154.1	-292.4	-371.0	-212.6	-531.7	-253.6	-271.4	-229.4	-262.3
Translation difference	-1.2	-1.0	-4.4	5.2	-2.0	2.4	8.2	11.0	-33.7	2.1	0.0	0.0	0.0
Increase (+)/decrease (-) in cash	-61.9	37.1	36.0	43.8	-99.7	98.4	2.4	267.7	-252.7	103.2	149.0	192.6	185.7

Cash flow Analysis

Cash flow margins	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
Cash flow margin	% 19.4	19.5	24.2	21.3	26.0	18.5	21.1	20.3	21.3	21.6	23.5	23.5	23.9
Operating cash flow margin	% 17.0	19.9	22.5	22.0	20.9	20.2	20.3	18.4	22.6	21.1	23.8	23.3	23.3
Operating free cash flow margin	% 11.5	13.4	17.8	17.0	16.3	16.1	16.5	14.3	16.4	16.2	19.2	18.8	19.0
Capex margin	% 5.5	6.6	4.7	5.0	4.6	4.1	3.7	4.2	6.2	4.9	4.6	4.5	4.3
Capex/depreciation	% 99.6	111.0	81.4	83.3	103.9	104.9	105.7	137.8	194.3	134.9	123.5	122.0	120.5

Staff Analysis

Staff analysis	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
No. of employees at year-end	(')						5'269	5'344	5'697	5'608			
Average No. of employees	(')	4'267	4'189	4'307	4'412	5'516	5'162	5'199	5'360	5'684	5'634	5'700	5'800
% change in average No. of empl.	%		-1.8	2.8	2.4	25.0	-6.4	0.7	3.1	6.0	-0.9	1.2	1.8
Payroll expenses per empl. ('000)	:H	68.3	70.9	75.7	78.4	80.0	81.1	85.1	87.2	81.0	79.2	81.1	82.8
% change in unit labor costs	%		3.7	6.8	3.6	2.0	1.4	4.9	2.5	-7.2	-2.2	0.9	1.5
Sales per employee ('000)	:H	283.2	278.1	295.6	318.2	345.7	372.5	420.0	464.0	431.9	387.1	386.4	403.4
Value added per employee ('000)	:H	97.4	92.1	96.8	105.8	116.3	124.3	148.5	178.4	172.5	161.6	157.4	162.9
Net profit per employee ('000)	:H	24.5	22.0	27.4	33.3	35.1	50.9	68.3	86.4	82.0	70.6	74.5	80.2

Quelle: Geberit, Vontobel Equity Research

GEBERIT: UMSATZAUFTEILUNG NACH REGIONEN

Region		2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
Germany	CHF mn	468.6	413.6	412.9	431.9	644.6	634.4	747.8	823.2	777.7	738.9	745.0	760.0	800.0
Italy	CHF mn	187.4	191.0	194.6	207.8	252.7	256.3	265.2	294.7	278.1	226.8	225.0	225.0	230.0
Switzerland	CHF mn	148.1	151.0	150.9	161.0	210.2	227.2	252.6	285.0	293.3	282.5	285.0	285.0	290.0
Benelux	CHF mn						159.5	183.9	207.6	220.4	204.0	190.0	195.0	200.0
Austria	CHF mn						111.3	128.1	150.0	154.6	139.6	138.0	140.0	150.0
Central- / Eastern Europe	CHF mn						100.9	129.9	183.7	208.1	148.3	148.0	155.0	165.0
UK / Ireland	CHF mn						93.9	88.8	83.0	62.7	46.7	47.0	50.0	55.0
Nordic Region	CHF mn						77.8	92.7	120.7	121.6	95.8	95.0	95.0	100.0
France	CHF mn						70.7	73.2	92.4	97.1	94.4	92.0	95.0	100.0
Iberian Peninsula	CHF mn						29.0	37.1	46.3	40.8	28.8	28.0	30.0	35.0
Total Europe	CHF mn	1164.7	1124.5	1166.1	1253.7	1742.8	1761.0	1999.3	2286.6	2254.4	2005.8	1993.0	2030.0	2125.0
America	CHF mn			72.6	116.5	120.1	109.2	113.8	102.7	93.2	79.5	80.0	85.0	90.0
Far East / Pacific	CHF mn			34.4	33.7	43.9	52.7	33.8	45.5	53.2	49.6	56.0	63.0	70.0
Middle East / Africa	CHF mn							36.6	52.0	54.3	46.3	48.0	50.0	55.0
Total	CHF mn	1208.5	1165.1	1273.0	1403.9	1906.8	1922.9	2183.5	2486.8	2455.1	2181.2	2177.0	2228.0	2340.0

Geographical Revenue Growth in %

Region		2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
Germany	CHF mn	n.a.	-11.7%	-0.2%	4.6%	49.2%	-1.6%	17.9%	10.1%	-5.5%	-5.0%	0.8%	2.0%	5.3%
Italy	CHF mn	n.a.	1.9%	1.9%	6.8%	21.6%	1.4%	3.5%	11.1%	-5.6%	-18.4%	-0.8%	0.0%	2.2%
Switzerland	CHF mn	n.a.	2.0%	-0.1%	6.7%	30.6%	8.1%	11.2%	12.8%	2.9%	-3.7%	0.9%	0.0%	1.8%
Benelux	CHF mn	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	15.3%	12.9%	6.2%	-7.4%	-6.9%	2.6%	2.6%
Austria	CHF mn	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	15.1%	17.1%	3.1%	-9.7%	-1.1%	1.4%	7.1%
Central- / Eastern Europe	CHF mn	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	28.7%	41.4%	13.3%	-28.7%	-0.2%	4.7%	6.5%
UK / Ireland	CHF mn	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-5.4%	-6.5%	-24.5%	-25.5%	0.6%	6.4%	10.0%
Nordic Region	CHF mn	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	19.2%	30.2%	0.7%	-21.2%	-0.8%	0.0%	5.3%
France	CHF mn	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	3.5%	26.2%	5.1%	-2.8%	-2.5%	3.3%	5.3%
Iberian Peninsula	CHF mn	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	27.9%	24.8%	-11.9%	-29.4%	-2.8%	7.1%	16.7%
Total Europe	CHF mn	n.a.	-3.5%	3.7%	7.5%	39.0%	1.0%	13.5%	14.4%	-1.4%	-11.0%	-0.6%	1.9%	4.7%
America	CHF mn	n.a.	n.a.	n.a.	60.6%	3.1%	-9.1%	4.2%	-9.8%	-9.3%	-14.7%	0.6%	6.3%	5.9%
Far East / Pacific	CHF mn	n.a.	n.a.	n.a.	-2.0%	30.2%	20.2%	n.a.	34.8%	16.9%	-6.8%	12.9%	12.5%	11.1%
Middle East / Africa	CHF mn	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	42.1%	4.4%	-14.7%	3.7%	4.2%	10.0%
Total	CHF mn	n.a.	-3.6%	9.3%	10.3%	35.8%	0.8%	13.6%	13.9%	-1.3%	-11.2%	-0.2%	2.3%	5.0%

Geographical Revenue Breakdown in % of Total Revenues

Region		2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
Germany	%	38.8	35.5	32.4	30.8	33.8	33.0	34.2	33.1	31.7	33.9	34.2	34.1	34.2
Italy	%	15.5	16.4	15.3	14.8	13.3	13.3	12.1	11.9	11.3	10.4	10.3	10.1	9.8
Switzerland	%	12.3	13.0	11.9	11.5	11.0	11.8	11.6	11.5	11.9	13.0	13.1	12.8	12.4
Benelux	%						8.3	8.4	8.3	9.0	9.4	8.7	8.8	8.5
Austria	%						5.8	5.9	6.0	6.3	6.4	6.3	6.3	6.4
Central- / Eastern Europe	%						5.2	5.9	7.4	8.5	6.8	6.8	7.0	7.1
UK / Ireland	%						4.9	4.1	3.3	2.6	2.1	2.2	2.2	2.4
Nordic Region	%						4.0	4.2	4.9	5.0	4.4	4.4	4.3	4.3
France	%						3.7	3.4	3.7	4.0	4.3	4.2	4.3	4.3
Iberian Peninsula	%						1.5	1.7	1.9	1.7	1.3	1.3	1.3	1.5
Total Europe	%	96.4	96.5	91.6	89.3	91.4	91.6	91.6	91.9	91.8	92.0	91.5	91.1	90.8
America	%			5.7	8.3	6.3	5.7	5.2	4.1	3.8	3.6	3.7	3.8	3.8
Far East / Pacific	%			2.7	2.4	2.3	2.7	1.5	1.8	2.2	2.3	2.6	2.8	3.0
Middle East / Africa	%						1.7	2.1	2.2	2.2	2.1	2.2	2.2	2.4
Total	%	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

Quelle: Geberit, Vontobel Equity Research

Offenlegungsanhang & Disclaimer Vontobel Research

1. Analystenbestätigung

Dieser Vontobel Report wurde von der für die Finanzanalyse zuständigen Organisations-Einheit (Sparte Research, Sell-Side-Analyse) der Bank Vontobel AG, Gotthardstrasse 43, CH-8022 Zürich, Telefon +41 (0)58 283 71 11 erstellt <http://www.vontobel.com/>. Die Erstellerin steht unter der Aufsicht der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht (FINMA), Einsteinstrasse 2, 3003 Bern, <http://www.finma.ch>. 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 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 offenkundigpflichtige Stimmrechte in Höhe von (%) an folgenden analysierten Gesellschaften:
- stellen die folgende Anzahl Verwaltungsräte bei den analysierten Gesellschaften:
- und die analysierten Gesellschaften stellen die folgende Anzahl Verwaltungsräte, die Mitglieder des Verwaltungsrates der Erstellerin oder mit der Erstellerin verbundenen Unternehmen sind:
- 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. History der Researchempfehlungen

Das Rating und/oder der Ratingausblick des in dieser Finanzanalyse behandelten Finanzinstrumente wurden zuletzt wie folgt geändert:
Geberit[GEBN.VX] wurde zuletzt geändert von Buy auf Hold am 12-06-2009

4. Globale Rating-Verteilung

	VT Research-Universum		Anteil VT-IB-Kunden in der Ratingkategorie	
	No.	in %	in %	
Buy	56	33	32	
Hold	103	61	35	
Reduce	11	6	0	

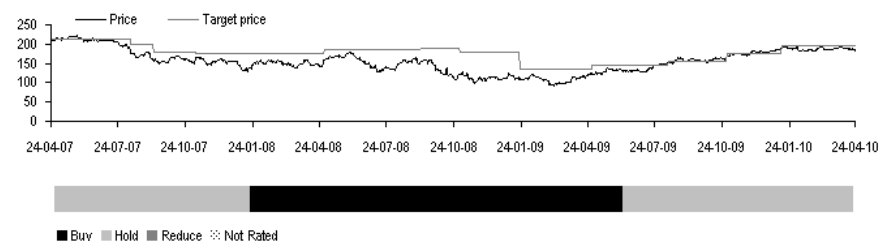
Die obige Tabelle wird zu Beginn jedes Quartals angepasst. Derzeit gibt sie den Stand vom 31. März 2010 wieder.

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: Vergabe eines Ratings für die analysierte Gesellschaft unterbleibt gegenwärtig z.B. infolge Überprüfung des Ratings, Beratung der analysierten Gesellschaft bei Kapitalmarkttransaktionen oder einem ähnlichen Grund.

Geberit[GEBN.VX] as at 24-4-2010



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 Geschäftspersormance, 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 Leistungsweis.

Offenlegungsanhang & Disclaimer

Vontobel Research

Die vom Vontobel-Analistenteam veröffentlichten Empfehlungen haben folgende Bedeutung:

Bewertung	Erläuterung
Large Cap	SLI-Index (ink. Toleranz) / nicht schweizerische Titel mit vergleichbarer Marktkapitalisierung
Buy	Kursziel (wenn festgelegt) umfasst 10% oder mehr Aufwärtspotenzial innerhalb von 12 Monaten
Hold	Kursziel (wenn festgelegt) umfasst 0-10% Aufwärtspotenzial innerhalb von 12 Monaten
Reduce	Kursziel (wenn festgelegt) umfasst ein Abwärtspotenzial innerhalb von 12 Monaten
Mid & small cap	Andere Schweizer Titel / nicht schweizerische Titel mit vergleichbarer Marktkapitalisierung
Buy	Kursziel (wenn festgelegt) umfasst 15% oder mehr Aufwärtspotenzial innerhalb von 12 Monaten
Hold	Kursziel (wenn festgelegt) umfasst 0-15% Aufwärtspotenzial innerhalb von 12 Monaten
Reduce	Kursziel (wenn festgelegt) umfasst ein Abwärtspotenzial innerhalb von 12 Monaten

Die Analysten sind gehalten, ihre Beurteilung bei Vorliegen folgender Kriterien zu überprüfen:

Buy: Wenn das Aufwärtspotenzial zum Kursziel unter 5% fällt (alle Caps)

Hold: Wenn das Aufwärtspotenzial zum Kursziel bei den Large Caps 15% und bei den Mid & Small Caps 20% erreicht oder überschreitet; resp.

wenn das Abwärtspotenzial zum Kursziel 5% erreicht oder überschreitet (alle Caps).

Reduce: Wenn das Aufwärtspotenzial zum Kursziel mindestens 5% erreicht (alle Caps).

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.

Weitergehende Ausführungen/Informationen zu den methodischen Ansätzen unserer Finanzanalyse sowie des Ratingsystems finden Sie unter www.vontobel.ch.

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.

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: vonsec@vusa.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

Offenlegungsanhang & Disclaimer

Vontobel Research

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.

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

Distributorin für institutionelle Kunden ist die Vontobel Securities AG, WDR-Arkaden, Auf der Ruhr 2, 50667 Köln (beaufsichtigt durch: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Graurheindorfer Strasse 108, 53117 Bonn). Distributorin für Privatkunden ist die Niederlassung München der Bank Vontobel Österreich AG, Möhlstrasse 9, 81675 München (beaufsichtigt durch: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Graurheindorfer Strasse 108, 53117 Bonn).

Dies ist eine Übersetzung des englischsprachigen Originals vom 03-05-10.