

**Equity Research
Switzerland**

Analysten:
Patrick Laager
patrick.laager@vontobel.ch
+41 (0)58 283 73 63

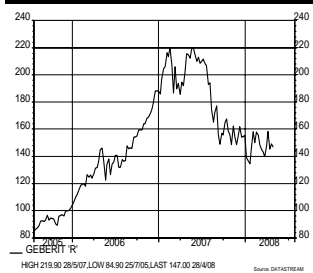
Serge Rotzer, CIIA
serge.rotzer@vontobel.ch
+41 (0)58 283 71 04

Hervorragend gestartet – Neues Kursziel CHF 185

Geberit ist überaus stark ins 2008 gestartet und hat uns auf der ganzen Linie überzeugen können. Selbst die kühnsten Analystenerwartungen wurden übertroffen. Damit hat das Management klar den Beweis erbracht, dass Geberit auch in einem sehr schwierigen Marktumfeld hohe Ertragsmargen erzielen kann. Mit der Lancierung von neuen Schlüsselprodukten wird es dem Unternehmen auch im 2Q08 gelingen, die Finanzgemeinde mit soliden Ergebnisse zu überzeugen. Im 2H08 ist schon aufgrund der günstigeren Vergleichsbasis ebenfalls mit einer starken Entwicklung zu rechnen. Ausserdem scheint die Entwicklung im Renovationsmarkt solid zu sein, womit unser Investment Case unverändert positiv bleibt. Unsere Umsatzschätzungen für 2008 und 2009 belassen wir unverändert (Wachstum von 5.1% und 7.3% in CHF). Hingegen haben wir unsere Gewinnschätzungen um 4% respektiv 5% leicht angehoben. Die auf den ersten Blick hohe Bewertung ist zu relativieren. Im historischen Vergleich handelt die Aktie auf 2002/2003 Niveau. Die durchschnittliche Bewertung zwischen 1999 und 2007 beträgt 14.6x auf adjustierter P/E- und 9.4x auf EV/EBITDA-Basis. Einhergehend mit unserer Schätzungsanpassung haben wir unser Kursziel von CHF 175 auf CHF 185 pro Aktie leicht erhöht. Zusammen mit Holcim und Schindler gehört die Geberit Aktie zu unseren Favoriten im Schweizer Bauzuliefersektor. Wir bestätigen damit unsere Kaufempfehlung.

Cash-Position nimmt stetig zu: Mit einer Nettoliquiditätsposition von CHF 52 Mio. im 1Q08 (1Q07A: Nettoverschuldung von CHF 148.2 Mio.) verfügt Geberit über ein komfortables finanzielles Polster, welches in 2009 gemäss unseren Schätzungen bereits CHF 334 Mio. betragen könnte. Wenig überraschend ist damit die Aussage der Geschäftsleitung, dass sie über eine Liste potentieller Übernahmekandidaten verfügt.

KURSENTWICKLUNG



ANGABEN PRO TITEL

Kursziel CHF	185.00
Kurs GEBN.VX 29-04-08 CHF	160.10
Anzahl Aktien GEBN.VX in '000	41,748
Marktkap. GEBN.VX (Mio. CHF)	6,684
Übrige Marktkap. (Mio. CHF)	0
Gesamte Marktkap. (Mio. CHF)	6,684
Free float %	100
Geberit (Stimmen 5 %)	5
Capital Group (Stimmen 5 %)	5
MFS Investment Mgmt (Stimmen 3 %)	3
Durchschn. Tagesvol. (12m)	220,946

AKTIENBEWERTUNG

CHF	2006	2007	2008E	2009E
EPS	8.5	11.1	10.9	11.9
EPS Wachstum %	33	30	-1	9
P/E	18.8	14.4	14.6	13.4
CEPS	8.53	11.1	11.0	11.9
P/CE	18.8	14.4	14.6	13.4
Dividende	2.50	4.00	5.10	5.40
Dividendenrendite %	1.6	2.5	3.2	3.4
Buchwert	25.6	33.7	39.5	46.0
Kurs/Buchwert	6.3	4.8	4.1	3.5
EV/EBITDA	12.0	10.2	9.5	8.5

HOCH 12-Monate TIEF

221.30	129.20
--------	--------

AUFTEILUNG

Umsatzaufteilung 2007	Anteil
- nach Geschäftsbereichen	
Installationssysteme	34.8%
Abwassersysteme	15.3%
Spülsysteme	9.9%
Versorgungssysteme	29.7%
Andere	10.3%
- nach Regionen	
Deutschland	33.1%
Italien	11.9%
Schweiz	11.5%
Rest	43.5%

ECKDATEN

Mio. CHF	2007	2008E	2009E
Umsatz	2,487	2,615	2,805
EBIT	554	604	656
EBIT Marge %	22.3	23.1	23.4
Reingewinn	463	457	498
Eigenkapitalrendite %	33.0	27.7	25.9
Bilanzsumme	2,298	2,574	2,835
Eigenkapital	1,404	1,648	1,921
Eigenkapitalquote %	61.1	64.0	67.8
Verz. Fremdkapital	274	249	219
Liquide Mittel	450	372	552
Operativer Cashflow	500	562	578
Investitionen	-104	-120	-130

EXCESS PERFORMANCE

	SPIX ¹	SMLCPSW ²
3M	6.1%	0.2%
6M	19.6%	14.5%
12M	-3.6%	-10.3%

¹SPI ex Div.
²Vontobel Small Caps Index

Überraschend starke Ertragskraft

Erzielte 1Q08-Erträge signifikant über unseren Schätzungen. Marktkonsens deutlich übertroffen

Unsere Erstquartalschätzungen waren mit sehr grossen Unsicherheiten verbunden. Nicht zuletzt weil einerseits die Berichtsperiode zwei Betriebstage weniger zählte und andererseits die Währungen einen steifen Gegenwind verursachten. Umso mehr freut uns das vorgelegte Zahlenmaterial. Während der Umsatz unserer bereits hohen Schätzung entsprach, übertraf Geberit unsere Ertragsprognosen und jene des Marktes signifikant. Folgende Tabelle fasst die publizierten Jahresergebnissen zusammen:

PUBLIZIERTE ERGEBNISSE VERSUS VONTOBEL PROGNOSE UND KONSENS													
In CHF mn	1Q07	2Q07	1H07	3Q07	9M07	4Q07	2H07	2007	1Q08E	1Q08A	diff%	cons 1Q08E	diff%
Sales	676.2	635.0	1311.2	622.4	1933.6	553.2	1175.6	2486.8	642.2	643.1	0%	633.0	2%
- change (%)	23.2	18.3	20.8	9.4	16.9	4.6	7.1	13.9	-5.0	-4.9		612-660	
- organic change in l.c. (%)	20.5	13.5	17.1	7.7	13.9	3.6	5.8	11.4	-1.5	-1.5			
- currency (%)									-1.9	-1.7			
- M&A (%)									-1.6	-1.7			
- as % FY sales	27.2	25.5	52.7	25.0	77.8	22.2	47.3	100.0	n.m.	n.m.			
Net sales	574.5	536.4	1110.9	526.6	1637.5	466	993.0	2103.9	545.9	545.2	0%		n.a.
- change (%)	23	17	20	10	17	5	8	14	-5	-5.1			
- as % of sales	85.0	84.5	84.7	84.6	84.7	84.3	84.5	84.6	85.0	84.8			
COGS	-208.2	-208.5	-416.7	-200.3	-617.0	-165.9	-366.2	-782.9	-207.4	-191.9	-7%		
Gross profit	366.3	327.9	694.2	326.3	1020.5	300.5	626.8	1321.0	338.4	353.3	4%		
- as % of pv	63.8	61.1	62.5	62.0	62.3	64.4	63.1	62.8	62.0	64.8			
EBITDA	196.0	150.6	346.6	170.3	516.9	121.0	291.3	637.9	172.5	185.7	8%	172.0	8%
- change (%)	26	2	15	7	12	13	9	12	-12	-5.3		155-184	
- as % of sales	29.0	23.7	26.4	27.4	26.7	21.9	24.8	25.7	26.9	28.9		27.2	
Amortization	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0			
Depreciation	-20.7	-20.6	-41.3	-20.1	-61.4	-22.7	-42.8	-84.1	-20.5	-19.5	-5%		
- as % of sales	-3.1	-3.2	-3.1	-3.2	-3.2	-4.1	-3.6	-3.4	-3.2	-3.0			
Operating profit	175.3	130.0	305.3	150.2	455.5	98.3	248.5	553.8	152.0	166.2	9%	151.0	10%
- change (%)	32	2	17	9	14	18	12	15	-13	-5.2		133-164	
- as % of sales	25.9	20.5	23.3	24.1	23.6	17.8	21.1	22.3	23.7	25.8		23.9	
Financial result	-3.6	-3.5	-7.1	-3.4	-10.5	-0.9	-4.3	-11.4	-3.5	2.6			
Non operating result	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0			
Pretax profit	171.7	126.5	298.2	146.8	445.0	97.4	244.2	542.4	148.5	168.8	14%	145.0	16%
- change (%)	33	3	19	9.4	15	21	14	16.4	-14	-1.7		132-154	
- as % of sales	25.4	19.9	22.7	23.6	23.0	17.6	20.8	21.8	23.1	26.2		22.9	
Exceptionals	0.0	0.0	0.0	38.6	38.6	10.2	0.0	48.8	0.0	0.0			
Taxes	-41.7	-28.7	-70.4	-37.5	-107.9	-20.0	-57.5	-127.9	-34.9	-38.5			
- tax rate (%)	24.3	22.7	23.6	25.5	24.2	20.5	23.5	23.6	23.5	23.5			
Group profit	130.0	97.8	227.8	147.9	375.7	87.6	235.5	463.3	113.6	130.3	15%	114.0	14%
- change (%)	36	7	21.6	39	28	42	40	31	-13	0.2		100-125	
- as % of sales	22.6	15.4	17.4	23.8	19.4	15.8	20.0	18.6	17.7	20.3		18.0	
Minorities	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0			
Shareholder profit	130.0	97.8	227.8	147.9	375.7	87.6	235.5	463.3	113.6	130.3	15%		
- change (%)	36.1	6.5	21.6	39.3	28.0	42	40	30.5	-13	0.2			
- as % of sales	19.2	15.4	17.4	23.8	19.4	15.8	20.0	18.6	17.7	20.3			

Quelle: Vontobel Equity Research

Asymmetrische Umsatz- und Ertragsentwicklung dank striktem Kostenmanagement und günstigem Produkte Mix

Ertragsmargen konnten auf hohem Niveau gehalten werden

Trotz des Umsatzrückgangs (-1.5% organisch und währungsbereinigt), ist es Geberit gelungen, die Margen auf dem sehr hohen Vorjahresniveau zu halten (EBITDA-Marge von 28.9% vs. 29.0% in 1Q07A). Diese Leistung ist insbesondere dem sehr strikten Kostenmanagement sowie dem weiterhin günstigen Produkte-Mix zu verdanken. Hinzu kommt, dass das Unternehmen von selektiven Preiserhöhungen, welche im 2H07 durchgeführt wurden, profitieren konnte. Diese haben sich auf das 1Q08 positiv ausgewirkt. Mit einem positiven Preiseffekt hatten wir gerechnet, wenn auch nicht in diesem Umfang. In der Berichtsperiode hat Geberit übrigens keine ausserordentlichen

Preisadjustierungen vorgenommen. Unter dem Strich wirkte sich ausserdem das positive Finanzergebnis (CHF 2.6 Mio. vs. -CHF 3.6 Mio. in 1Q07A) und die tiefere Steuerrate (22.8% vs. 24.3% in 1Q07A) auf den Reingewinn positiv aus.

**Rückgang in Europa wie erwartet.
Entwicklung in Amerika leicht besser
als prognostiziert**

Detaillierte Angaben zum Umsatzverlauf in den einzelnen Ländern wurden erwartungsgemäss nicht bekannt gegeben. Nach Regionen aufgegliedert verzeichnete Geberit folgende Wachstumsraten im 1Q08 (akquisitions- und währungsbereinigt):

- Europäische Länder -2.3% -> unter dem mittelfristigen Wachstumsziel, dennoch im Rahmen unserer Erwartung. Frankreich und Grossbritannien scheinen ein weiterhin hohes Wachstum verzeichnet zu haben. Deutschland und die Schweiz hingegen haben sich negativ entwickelt. Zentral-/Osteuropa (insbesondere Polen) dürfte sich weiterhin dynamisch entwickelt haben.
- Amerika -0.4% -> überraschend gut, trotz dem sehr ungünstigen Marktumfeld.
- Fernost/Pazifik +34.6% -> weiterhin beeindruckendes Wachstum im Rahmen unserer Erwartung.
- Nahost/Afrika +13.4% -> Verlangsamung der Wachstumsdynamik, die jedoch kaum ins Gewicht fällt.

Ausblick und Prognosen

**Wie erwartet, keine explizite
Zielvorgaben für 2008**

Renovationsmarkt überraschend solide

Geberit hat erwartungsgemäss auf eine explizite Guidance für das laufende Geschäftsjahr verzichtet. Damit gilt weiterhin die mittel- bis langfristige Zielvorgabe (Umsatzwachstum von 4-6%, EBITDA-Marge von 23-25%). Wie erwartet bestätigt das Unternehmen, dass die Entwicklung in gewissen europäischen Ländern sich abgeschwächt hat, jedoch die Wachstumsdynamik in Osteuropa, im Mittleren Osten und Asien weiterhin hoch ist und folglich den Umsatzrückgang in gewissen reifen Märkten wettmachen kann.

**Solider Renovationsmarkt als
Hauptstütze**

Interessanterweise bestätigte das Management, dass im wichtigen Markt Italien das Segment der Wohnungsneubauten in 2008 weiterhin rückgängig ist, jedoch der Renovationsmarkt sich stabil oder gar positiv entwickeln dürfte. Diese Indikation entspricht den Prognosen von Euroconstruct. Das Institut prognostiziert, dass im für Geberit so wichtigen Renovationsmarkt für Wohnbauten weiteres Wachstum in sämtlichen europäischen Absatzländern in 2008 zu rechnen ist. Hingegen dürften sich Deutschland, Grossbritannien, Irland, Spanien und die nordischen Länder im Segment der Wohnungsneubauten negativ entwickeln. Diese Prognose deckt sich mit unserer Einschätzung. In Bezug auf Nordamerika ist dort mit keiner positiven Trendumkehr zu rechnen.

**Wachstum von 5% in 2008 gemäss
eigenen Schätzungen durchaus
realistisch**

Ertragsprognosen leicht angehoben

Unsere Umsatzschätzungen belassen wir unverändert. Wir prognostizieren Gesamteinnahmen in der Grössenordnung von CHF 2.61 Mrd. in 2008, was einem Wachstum von 5.1% in Schweizer Franken gleichkäme. Für 2009 gehen wir von einer Umsatzsteigerung von 7.3% auf CHF 2.81 Mrd. aus. Hingegen

haben wir unsere Ertragschätzung leicht angehoben. Die neuen Produkte, die zur Zeit auf breiter Basis in den unterschiedlichen Absatzmärkten eingeführt werden, stossen auf hohes Interesse. Die bisher erhaltenen Rückmeldungen sind sehr positiv. Diese dürften sich sowohl auf die Umsatz- als auch auf die Ertragsentwicklung positiv auswirken. Ausserdem scheint das Unternehmen die steigenden Rohstoffpreise unter Kontrolle zu halten. Weitere Preiserhöhungen auf das bestehende Produktsortiment könnten allenfalls durchgesetzt werden, falls keine Entspannung an der Rohstofffront stattfinden würde. Höhere Inputkosten können innerhalb von 4 bis 5 Monaten auf die Kunden überwälzt werden.

SCHÄTZUNGSREVISION

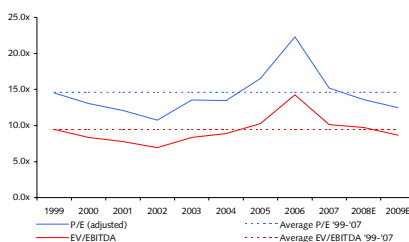
CHFm	2007	2008E	2009E
Sales			
Old	2487	2615	2805
New	2487	2615	2805
Diff. %	0.0	0.0	0.0
EBIT			
Old	554	587	630
- margin	22.3	22.4	22.5
New	554	604	656
- margin	22.3	23.1	23.4
Diff. %	0.0	3.0	4.1
Net profit			
Old	463	440	475
New	463	457	498
Diff. %	0.0	3.8	4.9
Op. cash flow p.s.			
Old	12.0	13.1	13.3
New	12.0	13.5	13.8
Diff. %	0.0	3.1	4.2
Cash			
Old	450	356	513
New	450	372	552
Diff. %	0.0	4.7	7.8

Quelle: Vontobel Equity Research

Die im 2Q07 verfolgte Strategie einer Preissenkung zugunsten von höheren Marktanteilen (welche sich bekanntlich auf die Margen negativ auswirkte), wird im 2Q08 nicht implementiert. Das Management ist deshalb zuversichtlich, die Margen auf hohem Niveau halten zu können, auch wenn explizit darauf hingewiesen wurde, dass die Kostenstruktur bereits sehr straff sei und Margenverbesserungen unwahrscheinlich seien. Folglich haben wir unsere EBIT-Prognosen für 2008 und 2009 um 3% bzw. 4% erhöht. In Umsatzprozenten ausgedrückt ergibt sich damit eine Marge von 23.1% respektiv 23.4%. Ausgehend von einer Steuerquote von 23% ergibt sich unter dem Strich eine Erhöhung unserer Gewinnprognosen von 3.8% für 2008 und 4.9% für 2009.

Mit einer Nettoliquiditätsposition von CHF 52 Mio. (1Q07A: Nettoverschuldung von CHF 148.2 Mio.) verfügt Geberit über ein komfortables finanzielles Polster, welches in 2009 gemäss unseren Schätzungen bereits CHF 334 Mio. betragen könnte. Wenig überraschend ist damit die Aussage der Geschäftsleitung, dass sie über eine Liste potentieller Übernahmekandidaten verfügt. Aus Investorensicht optimal ist die Kombination zwischen einer strategisch relevanten Akquisition (trotz möglichem Verwässerungseffekt) und einem Aktienrückkaufprogramm. Letzteres wird bekanntlich bereits durchgeführt. Insgesamt hat Geberit im Rahmen des Programms bisher Aktien im Umfang von ca. 60% (d.h. etwa 1'250'000 Aktien) des Zielvolumens von 5% des Aktienkapitals (d.h. von insgesamt 2'080'000 Aktien) zurückgekauft.

HISTORISCHE BEWERTUNG



Quelle: Vontobel Equity Research

Die Geschäftsleitung dürfte im Rahmen der Halbjahresergebnisse am 12. August 2008 eine explizite Guidance für das gesamt Geschäftsjahr abgeben. Bis dahin sind wir zuversichtlich, dass sich Geberit gut entwickeln wird und bestätigen damit unsere Kaufempfehlung. Die durchschnittliche Bewertung zwischen 1999 und 2007 beträgt 14.6x auf adjustierter P/E- und 9.4x auf EV/EBITDA-Basis. Damit ist die Geberit-Aktie mit einem adjustierten P/E 09E von 12.5x (nicht adj. 13.4x) und einem EV/EBITDA 09E von 8.5x so günstig bewertet wie seit 2002/2003 nicht mehr. Ein Investment in Geberit ist auch vor dem Hintergrund von ROE 27.9%, ROCE 38.3% und FCF Yield 6.7% auf 09E-Basis sehr attraktiv.

ERFOLGSRECHNUNG									
In CHF mn	FY to Dec. 31	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E
Revenues (gross)		1,273.0	1,403.9	1,906.8	1,922.9	2,183.5	2,486.8	2,614.6	2,805.4
Discounts		-167.3	-194.3	-253.4	-282.7	-334.8	-382.9	-402.6	-432.0
Production value (PV)	=	1,105.7	1,209.6	1,653.4	1,640.2	1,848.7	2,103.9	2,212.0	2,373.4
Cost of goods sold		-362.9	-396.8	-570.9	-580.3	-634.5	-782.9	-805.2	-859.2
Gross profit	=	742.8	812.8	1,082.5	1,059.9	1,214.2	1,321.0	1,406.9	1,514.3
Payroll expenses		-325.9	-346.0	-441.1	-418.5	-442.3	-467.4	-488.9	-522.2
Other operating expenses		-121.2	-137.0	-188.0	-185.5	-202.8	-215.7	-227.8	-242.1
Total operating expenses	=	-447.1	-483.0	-629.1	-604.0	-645.1	-683.1	-716.7	-764.2
EBITDA	=	295.7	329.8	453.4	455.9	569.1	637.9	690.2	750.0
Depreciation & amortization		-109.4	-123.4	-147.9	-89.0	-86.9	-84.1	-85.9	-93.7
-Depreciation		-73.2	-83.8	-84.5	-75.8	-76.9	-75.1	-76.9	-84.7
-Goodwill amortization		-36.2	-39.6	-63.4	-13.2	-10.0	-9.0	-9.0	-9.0
EBIT	=	186.3	206.4	305.5	366.9	482.2	553.8	604.3	656.3
Associates		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Interest income/expenses (net)		-22.9	-23.4	-30.0	-17.2	-16.3	-11.4	-10.1	-8.4
-Interest income		3.0	2.2	1.6	4.1	4.8	7.8	7.5	7.8
-Interest expenses		-20.7	-18.7	-26.6	-21.1	-17.0	-14.7	-13.1	-11.7
Other income/expenses		-5.2	-6.9	-5.0	-0.2	-4.1	-4.5	-4.5	-4.5
EBT recurring	=	163.4	183.0	275.5	349.7	465.9	542.4	594.2	647.9
Nonrecurring items (net)		0.0	0.0	0.0	2.5	0.0	48.8	0.0	0.0
Pretax profit	=	163.4	183.0	275.5	352.2	465.9	591.2	594.2	647.9
Taxes		-43.7	-34.1	-81.1	-89.7	-110.9	-127.9	-137.3	-149.7
Net Group profit	=	119.7	148.9	194.4	262.5	355.0	463.3	457.0	498.3
Minority interests		-1.6	-1.9	-0.7	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net profit	=	118.1	147.0	193.7	262.5	355.0	463.3	457.0	498.3
Adjusted net profit		154.3	186.6	257.1	273.2	365.0	423.5	466.0	507.3

Growth		2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E
Revenues (net)	%	9.1	9.4	36.7	-0.8	12.7	13.8	5.1	7.3
Gross profit	%	8.8	9.4	33.2	-2.1	14.6	8.8	6.5	7.6
EBITDA	%	13.0	11.5	37.5	0.6	24.8	12.1	8.2	8.7
EBIT	%	18.6	10.8	48.0	20.1	31.4	14.8	9.1	8.6
Net profit (adjusted)	%	20.8	20.9	37.8	6.3	33.6	16.0	10.0	8.9

Margin analysis		2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E
Cost of goods sold	%	32.8	32.8	34.5	35.4	34.3	37.2	36.4	36.2
Gross margin	%	67.2	67.2	65.5	64.6	65.7	62.8	63.6	63.8
Payroll expenses/PV	%	29.5	28.6	26.7	25.5	23.9	22.2	22.1	22.0
Other op. expenses/PV	%	11.0	11.3	11.4	11.3	11.0	10.3	10.3	10.2
EBITDA margin	%	23.2	23.5	23.8	23.7	26.1	25.7	26.4	26.7
Depreciation/net fixed assets	%	14.9	17.1	15.7	14.3	14.4	14.2	14.2	14.2
Amortization/goodwill	%	7.1	8.4	7.2	1.6	1.2	1.1	1.1	1.1
EBIT margin	%	14.6	14.7	16.0	19.1	22.1	22.3	23.1	23.4
Adjusted tax rate	%	22.5	15.8	24.3	24.7	23.5	23.4	23.1	23.1
Net profit margin (adjusted)	%	14.0	15.4	15.5	16.7	19.7	20.1	21.1	21.4

Quelle: Vontobel Equity Research

ANGABEN PRO AKTIE									
Per-share data		2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E
EPS (reported)	CHF	2.8	3.5	4.7	6.3	8.5	11.1	10.9	11.9
EPS (adjusted)	CHF	3.7	4.5	6.2	6.3	8.4	10.2	11.7	12.8
EBITDA	CHF	7.1	7.9	10.9	11.0	13.7	15.3	16.5	18.0
EBIT	CHF	4.5	5.0	7.3	8.8	11.6	13.3	14.5	15.7
Cash flow	CHF	5.8	6.4	8.7	8.7	10.3	13.2	12.8	13.9
Op. cash flow	CHF	6.2	6.6	8.9	8.7	10.1	12.0	13.5	13.8
Op. free cash flow	CHF	4.8	5.0	6.8	6.8	8.1	9.5	10.6	10.7
BVPS (reported)	CHF	15.1	17.8	19.6	23.0	25.6	33.7	39.5	46.0
BVPS (adjusted)	CHF	2.9	6.5	-1.5	3.4	5.6	13.9	15.8	22.9
Average financial position	CHF	-7.1	-2.8	-10.9	-5.1	-3.4	4.2	3.0	8.0
Enterprise value	CHF	49.4	66.3	97.1	112.5	195.3	155.3	160.9	155.9
Dividend	CHF	11.0	14.0	17.0	22.0	25.0	4.0	5.1	5.4
Payout	%	38.7	39.6	36.5	34.9	29.3	36.0	46.6	45.2

Quelle: Vontobel Equity Research

MITTELFLUSSRECHNUNG									
In CHF mn	FY to Dec. 31	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E
Net profit before minority interests		119.7	148.9	194.4	262.5	355.0	463.3	457.0	498.3
Depreciation		73.2	83.8	84.5	75.8	76.9	75.1	76.9	84.7
Amortization of goodwill		36.2	39.6	63.4	13.2	10.0	9.0	9.0	9.0
Inc. (+)/dec. (-) in deferred taxes		12.9	-5.7	19.0	9.1	-12.2	1.4	-10.0	-10.0
Cash flow		242.0	266.6	361.3	360.6	429.7	548.8	532.8	581.9
Inc. (-)/dec. (+) in NWC		15.4	9.2	8.4	1.9	-10.1	-49.1	29.3	-4.4
Operating cash flow		257.4	275.8	369.7	362.5	419.6	499.7	562.1	577.5
Maintenance capital expenditure (-)		-59.6	-69.8	-87.8	-79.5	-81.3	-103.5	-120.0	-130.0
Operating free cash flow		197.8	206.0	281.9	283.0	338.3	396.2	442.1	447.5
Invest. (-)/disp. (+) of fixed assets		-14.5	-2.6	-574.2	69.9	-0.9	-14.7	-12.0	-12.0
Invest. (-)/disp. (+) of goodwill		-11.1	1.7	9.2	6.3	2.6	13.6	0.0	0.0
Invest. (-)/disp. (+) of associates							103.2	0.0	0.0
Invest. (-)/disp. (+) of non-core assets		1.9	0.2	2.6	2.8	2.4	12.7	0.0	0.0
CF from (used for) investing activities		-23.7	-0.7	-562.4	79.0	4.1	114.8	-12.0	-12.0
Dividend paid (-)		-41.0	-56.6	-69.6	-90.3	-101.5	-159.0	-212.9	-225.4
Inc. (+)/dec. (-) in short-term debt			-10.0	-0.7	45.5	-48.1	0.0	0.0	0.0
Inc. (+)/dec. (-) in long-term debt		-10.0	-60.0	270.3	-214.5	-17.5	-23.4	-25.0	-30.0
Inc. (-)/dec. (+) of mark. securities					-14.5	-188.1	-15.4	-270.0	0.0
CF from (used for) financing activities		-51.0	-126.6	200.0	-273.8	-355.2	-197.8	-507.9	-255.4
Translation difference/other items				-19.2	7.8	15.2	-45.5	0.0	0.0
Increase (+)/decrease (-) in cash		123.1	78.7	-99.7	96.0	2.4	267.7	-77.8	180.1

Cash flow Analysis

Cash flow margins		2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E
Cash flow margin	%	21.9	22.0	21.9	22.0	23.2	26.1	24.1	24.5
Operating cash flow margin	%	23.3	22.8	22.4	22.1	22.7	23.8	25.4	24.3
Operating free cash flow margin	%	17.9	17.0	17.0	17.3	18.3	18.8	20.0	18.9
Capex/revenues	%	5.4	5.8	5.3	4.8	4.4	4.9	5.4	5.5
Capex/depreciation	%	81.4	83.3	103.9	104.9	105.7	137.8	156.1	153.5

Quelle: Vontobel Equity Research

BILANZ								
In CHF mn FY to Dec. 31	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E
Cash and cash equivalent	137.5	181.3	81.6	180.0	182.4	450.1	372.3	552.4
Inventories	125.3	117.0	197.9	177.3	199.8	226.3	236.4	253.6
Trade and other receivables	111.6	122.3	158.5	153.0	167.8	178.9	206.1	221.1
Current assets	374.4	420.6	438.0	510.3	550.0	855.3	814.7	1,027.1
Net fixed assets	492.0	490.9	538.8	528.3	533.9	529.3	584.4	641.7
Goodwill	510.3	469.7	878.8	812.4	825.1	828.8	819.8	810.8
Associates	123.5	126.6	81.5	95.6	101.7	84.9	84.9	84.9
Non-core assets	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	270.0	270.0
Long-term assets	1,125.8	1,087.2	1,499.1	1,436.3	1,460.7	1,443.0	1,759.1	1,807.4
Total assets	1,500	1,508	1,937	1,947	2,011	2,298	2,574	2,835

In CHF mn FY to Dec. 31	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E
Trade and other payables	67.3	76.1	91.2	94.3	102.4	93.3	121.2	130.1
Short-term interest-bearing debt	64.5	3.6	3.6	49.4	14.7	2.9	2.9	2.9
Other current liabilities	127.1	143.0	222.2	204.2	212.6	222.0	260.6	279.6
Current liabilities	258.9	222.7	317.0	347.9	329.7	318.2	384.7	412.6
Long-term interest-bearing debt	367.5	293.6	531.7	344.0	308.4	271.0	246.0	216.0
Pension provisions	91.9	102.0	125.4	141.9	152.8	156.9	156.9	156.9
Deferred taxes	120.2	102.7	98.3	98.3	88.8	80.1	70.1	60.1
Other provisions	19.4	36.4	47.9	56.5	65.1	67.7	67.7	67.7
Long-term liabilities	599.0	534.7	803.3	640.7	615.1	575.7	540.7	500.7
Shareholders' equity	630.2	739.0	816.5	958.0	1,065.9	1,404.4	1,648.4	1,921.3
Minority interests	12.1	11.4	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Equity & l.t. liabilities	1,241.3	1,285.1	1,620.1	1,598.7	1,681.0	1,980.1	2,189.1	2,422.0
Total liabilities & equity	1,500	1,508	1,937	1,947	2,011	2,298	2,574	2,835

Balance Sheet Analysis

Working capital analysis		2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E
Net working capital (NWC)	CHF mn	42.5	20.2	43.0	31.8	52.6	89.9	60.6	65.0
NWC/revenues	%	3.8	1.7	2.6	1.9	2.8	4.3	2.7	2.7
Working capital	days	14	6	9	7	10	15	10	10
Inventory	days	41	35	43	39	39	39	39	39
Receivables	days	36	36	35	34	33	31	34	34
Payables	days	22	23	20	21	20	16	20	20
Other current liabilities	days	41	43	48	45	41	38	43	43

Capital structure		2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E
Average equity	CHF mn	588.5	684.6	777.8	887.3	1,012.0	1,235.2	1,526.4	1,784.9
Financial position	CHF mn	-294.5	-115.9	-453.7	-213.4	-140.7	176.2	123.4	333.5
Average financial position	CHF mn	-349.2	-205.2	-284.8	-333.6	-177.1	17.8	329.0	672.5
Capital employed	CHF mn	1,028.7	968.3	1,395.9	1,313.3	1,359.4	1,385.1	1,681.9	1,744.7
Average capital employed	CHF mn	1,035.9	998.5	1,182.1	1,354.6	1,336.4	1,372.3	1,533.5	1,713.3
Equity/total assets	%	42.8	49.8	42.2	49.2	53.0	61.1	64.0	67.8
Net debt/equity (year-end)	%	46.7	15.7	55.6	22.3	13.2	-12.5	-7.5	-17.4
Return on financial position	%	4.4	5.1	6.4	4.5	4.7	4.9	5.0	5.0

Quelle: Vontobel Equity Research

Diese Seite wurde absichtlich leer gelassen.

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 Bankenkommision (EBK), Schwanengasse 12, Bern, <http://www.ebk.admin.ch/d/>. 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 keine Beteiligungsrechte an der analysierten Gesellschaft .

Die Finanzanalyse ist der analysierten Gesellschaft 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 der analysierten Gesellschaft zu erhalten,
- führen von Zeit zu Zeit Transaktionen in Wertpapieren der analysierten Gesellschaft durch,
- haben in den letzten drei Jahren an Kapitalmarkttransaktionen/Emissionen der analysierten Gesellschaft mitgewirkt: Nein,
- sind resp. waren in den letzten 12 Monaten als Market Maker in Beteiligungsrechten der analysierten Gesellschaft tätig: Nein,
- haben in den letzten 12 Monaten für die in diesem Report analysierte Gesellschaft andere öffentlich bekannte Investment Banking Dienstleistungen erbracht: Nein,
- haben in den letzten 12 Monaten von der analysierten Gesellschaft Vergütungen für Produkte und Services ausserhalb des Investment Bankings erhalten: Nein,
- halten über 5 % der Stimmrechte an der analysierten Gesellschaft: Nein,
- stellen keinen Verwaltungsrat bei der analysierten Gesellschaft und die analysierte Gesellschaft stellt keinen Verwaltungsrat bei der Erstellerin oder einem mit der Erstellerin verbundenen Unternehmen,
- verfügen über keine sonstigen bedeutenden finanziellen Interessen in Bezug auf die analysierte Gesellschaft, und
- sind keine Vereinbarung zur Erstellung dieser Finanzanalyse mit der analysierten Gesellschaft eingegangen,

3. History der Researchempfehlungen

Das Rating und/oder der Ratingausblick des in dieser Analyse behandelten Finanzinstruments wurde zuletzt mit der Analyse vom 18-01-2008 von Hold auf Buy geändert.

4. Globale Rating-Verteilung (jeweils per Quartalsbeginn)

	VT-Research Universum	VT-Research Universum	Anteil VT-IB-Kunden in der Ratingkategorie
	Anzahl	in %	in %
Buy	76	42%	30%
Hold	93	51%	28%
Reduce	13	7%	0%

Die obige Tabelle wird zu Beginn jedes Quartals angepasst. Derzeit gibt sie den Stand vom 1. April 2008 wider.

5. 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: Schlüsselindikatoren 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
Large Cap	SLI-Index (inkl. 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

Bewertung	Erläuterung
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.

Offenlegungsanhang & Disclaimer

Vontobel Research

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.

6. Disclaimer & Quellenangabe

Obwohl die Erstellerin der Meinung ist, dass die diesem Papier zugrunde liegenden Angaben auf verlässlichen Quellen beruhen, kann für die Qualität, Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der in diesem Papier enthaltenen Informationen keine Gewähr übernommen werden.

Dieser Researchbericht dient einzig Informationszwecken und er 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.

7. 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, CH-8022 Zurich, Tel +41 58 283 76 17, Fax +41 58 283 76 49, is a broker-dealer registered with the Securities and Exchange Commission and a member of the National Association of Securities Dealers. 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.

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).