

KLAUS SOER
TEL.: +49 (0) 69 - 71589152
KSOER@SOLVENTIS.DE

KLAUS SCHLOTE
TEL.: +49 (0) 69 - 71589151
KSCHLOTE@SOLVENTIS.DE

ULF VAN LENGERICH
TEL.: +49 (0) 69 - 71589154
ULENGERICH@SOLVENTIS.DE

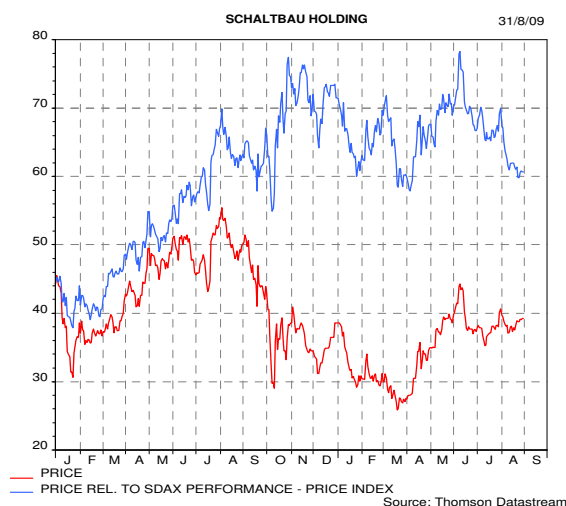
Schaltbau Holding AG

Abschwächung der Ergebnisse im Q2/2009 – Guidance bestätigt – Vorsichtige Einschätzung für 2010

Kaufen (Kaufen)

Kursziel	50,00 €
Kurs (31.8.2008)	38,10 €
ISIN	DE0007170300
Marktkapitalisierung (Mio. €)	71,21
Anzahl Aktien (Mio.)	1,87
Homepage:	www.schaltbau.de

	2008	2009e	2010e	2011e
Umsatz (Mio. €)	280,20	280,00	265,00	285,00
EBIT (Mio. €)	21,85	21,84	18,55	19,95
EBIT-Marge	7,8%	7,8%	7,0%	7,0%
EBITDA (Mio. €)	27,82	28,02	24,93	26,54
EBITDA-Marge	9,9%	10,0%	9,4%	9,3%
Ergebnis je Aktie (€)	6,34	6,31	5,62	6,29
Dividende je Aktie (€)	0,50	0,50	0,45	0,60
Buchwert je Aktie (€)	4,61	10,41	15,59	21,27
KGV	6,01	6,04	6,77	6,06
Kurs/Buchwert	8,27	3,66	2,44	1,79
EV/EBIT	6,72	6,22	6,81	5,90
EV/EBITDA	5,28	4,85	5,07	4,43
EV/Umsatz	0,52	0,48	0,48	0,41
Dividendenrendite	1,31%	1,31%	1,18%	1,57%



Schaltbau verzeichnete im zweiten Quartal 2009 einen leichten Umsatz- und Ergebnisrückgang. Allerdings sollte unter Berücksichtigung des hohen Auftragsbestandes ein Ergebnis auf Vorjahreshöhe erreichbar sein. Die Perspektiven für 2010 sind trotz des stabilen Bahngeschäftes verhalten einzuschätzen. Ein leichter Ergebnisrückgang scheint realistisch.

- Mit einem Umsatz von 69,9 Mio. € (-6,8%) und einem operativen Ergebnis von 5,3 Mio. € (-28,1%) war die Unternehmensentwicklung von Schaltbau erstmals von der schwierigen Konjunktur gekennzeichnet. Das noch wachsende Bahngeschäft konnte nur teilweise einen Ausgleich für die sich abschwächende Situation im Industriegeschäft leisten.
- Auf der Basis des Auftragsbestands von 179,7 Mio. € erwarten wir für das Gesamtjahr 2009 Umsatz und Ergebnis unverändert auf Vorjahreshöhe.
- Angesichts der sich abschwächenden Auftragseingänge (Q2/09: 61,1 Mio. €, -11,6%) sowie einer anhaltend niedrigen Nachfrage aus den für Schaltbau wichtigen Industrie-sektoren haben wir unsere Einschätzung für 2010 reduziert. Wir gehen nunmehr von einem leichten Umsatzrückgang auf 265 Mio. € (-5,4%, bisher 290 Mio. €) sowie einem um 15% auf 18,6 Mio. € rückläufigen operativen Ergebnis (bisher 21.8 Mio. €) aus.
- Die Schaltbau-Aktie notiert noch immer unter ihrem fairen Wert. Selbst unter Berücksichtigung der für 2010 reduzierten Ergebnisse ist die Aktie mit einem KGV von 7,0 sowie einem EV/EBIT von 6,8 niedrig bewertet. Das wird auch durch unser aktualisiertes DCF-Modell bestätigt, das in stärkerem Umfang die langfristigen Perspektiven berücksichtigt.
- Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung und unser Kursziel von 50 €.

BITTE BEACHTEN SIE UNSEREN DISCLAIMER AB SEITE 9.

Q2/2009: Umsatz und Ergebnis unter den Rekordwerten des Vorjahres

Schaltbau konnte im zweiten Quartal 2009 den Rekordumsatz und das Ergebnisniveau des Vorjahres angesichts des schwierigen konjunkturellen Umfeldes nicht halten. Allerdings liegen die Resultate nur leicht unter dem Niveau des ersten Quartals 2009. Die Auftragseingänge haben sich ebenfalls abgeschwächt und lagen im zweiten Quartal mit 61,1 Mio. um 11,1% unter dem Wert des Vorjahres

In allen drei Unternehmensbereichen Mobile Verkehrssysteme, Stationäre Verkehrssysteme sowie Komponenten zeigte sich im Vorjahresvergleich eine Normalisierung der Ergebnissituation. Dies wird auch im Vergleich zum ersten Quartal 2009 erkennbar.

Unter Berücksichtigung niedriger Finanzierungskosten sowie einer Steuerquote von lediglich 10% aufgrund der bestehenden Verlustvorträge wurde im zweiten Quartal 2009 ein Nettoergebnis auf Aktionärsesebene von 3,4 Mio. € (-35,9% yoy) erreicht. Dies entspricht auf Quartalsebene einem Ergebnis je Aktie (voll verwässert) von 1,68 € (-33,1% yoy).

Schaltbau-Konzern: Quartalsergebnisse

	Q1/09	Veränd.%	Q2/09	Veränd.%	H1/09	Veränd.%	H2/09e	Veränd.%	2009e	Veränd.%	2010e	Veränd.%
Auftragseingang	79,3	-3,9	61,1	-11,6	140,4	-7,4						
Umsatz	72,6	11,5	69,9	-6,8	142,5	1,7	137,5	-1,8	280,0	-0,1	265,0	-5,4
EBIT	6,1	10,9	5,3	-28,1	11,4	-11,3	10,4	16,0	21,8	-0,1	18,6	-15,1
EBIT Marge %	8,4		7,6		8,0		7,6		7,8		7,0	
Konzernergebnis	4,3	22,9	3,7	-34,3	8,0	-12,5	5,0	28,4	13,0	-0,2	11,6	-10,8
Konzernergebnis n. Ant. Dritter	3,7	19,4	3,4	-35,9	7,1	-15,8	4,7	37,6	11,8	-0,4	10,5	-10,8
EPS	1,96	16,7	1,80	-28,3	3,76	-10,3	2,5	18,7	6,3	-0,4	5,6	-10,8

Quelle: Schaltbau Holding AG, Solventis Research

Auftragseingang rückläufig – Hoher Auftragsbestand sichert Auslastung

Auch der Auftragseingang hat sich im zweiten Quartal gegenüber den Rekordwerten des Vorjahres auf 61,1 Mio. € (-11,6%) abgeschwächt. Dabei dürfte Schaltbau von den unterschiedlichen Zyklen in den Geschäftsbereichen noch profitiert haben. Während die Auftragseingänge im Bereich der Bahninfrastruktur Zuwächse erzielten, dürften insbesondere Aufträge für elektromechanische Komponenten rückläufig ausgefallen sein.

Nach dem ersten Halbjahr 2009 lag der Auftragsbestand von Schaltbau bei 179,7 Mio. € (-6,5%). Damit wird die Auslastung der Kapazitäten für das zweite Halbjahr 2009 zu einem großen Teil abgesichert.

Gesamtjahr 2009 gehaltenes Ergebnis trotz schwacher Konjunktur

Unter Berücksichtigung des weiterhin hohen Auftragsbestandes sind die Perspektiven für das Gesamtjahr 2009 weitgehend vorgezeichnet. Wir erwarten den Umsatz mit 280 Mio. € weiterhin auf Vorjahreshöhe. Auch unsere Ergebnisschätzung mit einem operativen Ergebnis von 21,8 Mio. € bleibt unverändert bestehen. Daraus resultiert nach Finanzierungskosten und Steuern (Steuerquote 18%) ein Ergebnis je Aktie von 6,30 € (-0,5% yoy).

Stabile Bilanz- und Finanzrelationen – Finanzverschuldung hat sich reduziert

Die Bilanz- und Finanzrelationen haben sich verbessert. Positiv werten wir den wachsenden Eigenkapitalausweis im Schaltbau-Konzern. Per 30.06.2009 lag das Eigenkapital bei 14,4 Mio. € (31.12.08: 8,6 Mio. €; d.h. 4,61 € je Aktie). Nach unserer Einschätzung wird sich die Eigenkapitalquote bis Ende 2010 unter Berücksichtigung der guten Gewinnentwicklung auf einen Wert von etwa 17% erhöhen.

Die Netto-Finanzverschuldung in Höhe von 48,8 Mio. € (-6,9% yoy) hat sich im Vorjahresvergleich reduziert. Der seit Jahresanfang 2009 zu beobachtende Aufbau der Finanzverschuldung um 11,1 Mio. € ist im Wesentlichen auf das temporär höhere Working Capital (+13,5% auf 71,2 Mio. €) zurückzuführen. Zum Ende des Geschäftsjahres rechnen wir aufgrund des zu erwartenden Vorratsabbaus mit einer Normalisierung.

Ausblick: Niedrigeres Nachfrageniveau aus dem Industriebereich könnte zu Umsatz- und Ergebnisrückgang 2010 führen

Im Verlauf des zweiten Halbjahres 2009 erwarten wir eine Präzisierung der Perspektiven für das kommende Geschäftsjahr 2010. Angesichts des zwar hohen, jedoch rückläufigen Auftragsbestandes ist ein Rückgang der Umsatz- und damit auch der Ergebnisentwicklung denkbar.

Die Absatzmengen werden insbesondere bei den elektromechanischen Komponenten für verschiedenste Industriesektoren zurückgehen. Für Produkte, die in den Bahn-Wagonbau sowie in die Bahn-Infrastruktur verkauft werden, erwarten wir dagegen zumindest eine stabile Entwicklung. Unter Berücksichtigung der weltweit anlaufenden Konjunkturprogramme, die sich in vielen Fällen auf Infrastrukturprojekte konzentrieren, ist in einem Best-Case-Szenario sogar weiteres Wachstum möglich.

Die Rentabilität von Schaltbau als Serienproduzenten wird nach unserer Einschätzung rückläufig ausfallen. Bereits vorsorglich geplante Maßnahmen zur Anpassung der Kostenstruktur bei Schaltbau werden sich zwar entlastend auswirken, können jedoch einen Margenrückgang nicht verhindern.

Eine entscheidende Ausnahme von der zuvor beschriebenen Entwicklung erwarten wir aus den chinesischen Joint Ventures. Angesichts der stark wirkenden Konjunkturprogramme in China ist hier weiteres Wachstum bereits vorgezeichnet.

Insgesamt erwarten wir einen leichten Umsatzrückgang um 5,3% auf 265 Mio. € (bisher 290 Mio. €). Das operative Ergebnis sollte etwa 18,5 Mio. € (bisher 21,8 Mio. €) erreichen. Das entspricht einem Rückgang der EBIT Marge von 7,8% in 2009 auf 7,0%.

Bewertungslücke könnte bei anhaltend stabiler Unternehmensentwicklung geschlossen werden

Die Schaltbau-Aktie hat sich von ihren Tiefstständen im ersten Quartal 2009 gut erholt. Dennoch notiert die Aktie weiterhin mit einem starken Discount sowohl zu den internationalen Peers als auch im Vergleich mit dem fairen Wert, der im Rahmen des DCF-Modells ermittelt wurde.

Mit einem KGV von 6,8 sowie einem EV/EBIT von 6,8 auf Basis der für 2010 zu erwartenden Ergebnisse ist eine mögliche Ergebnisschwäche im Jahr 2010 bereits in die Bewertung eingepreist. Diese Einschätzung wird auch durch das DCF-Modell gestützt. Der faire Wert liegt danach bei etwa 50 € je Aktie

Wir gehen davon aus, dass die Bewertungslücke bei einer Wiederaufnahme eines Wachstumstrends geschlossen werden kann.

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass vor dem Hintergrund des nachhaltig profitablen Geschäftsmodells langfristig weiterer Bewertungsspielraum nach oben gegeben ist. Allerdings dürfte der Kapitalmarkt angesichts der kurzfristig nur verhaltenen Perspektiven zunächst eine abwartende Haltung einnehmen. Auf Basis unserer derzeitigen Annahmen beträgt das Kursziel für die Schaltbau-Aktie unverändert 50 €. Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung.

Schaltbau-Konzern: Peer-Group-Vergleich

Ticker	Kurs		KGV 2008	KGV 2009e	KGV 2010e	EV/EBITDA 2009e	EV/EBITDA 2010e	EV/EBIT 2009e	EV/EBIT 2010e	Ebit-Marge 2009e	Kurs/	
	28.08.2009	Währung									Buchwert 2009e	EV/Sales 2009e
SIEMENS AG	60,83	Euro	31,8	12,6	13,2	7,4	7,7	10,7	11,6	8,0%	1,8	0,9
VOSSLOH AG	83,29	Euro	8,8	12,9	12,1	7,3	6,6	8,9	8,1	11,3%	2,3	1,0
MAN AG	53,73	Euro	6,4	25,8	18,9	11,1	8,8	19,2	14,0	4,2%	1,5	0,8
BOMBARDIER INC	3,69	U.S. Dollar	6,6	9,6	9,3	3,8	4,0	5,5	5,6	5,9%	2,1	0,3
Durchschnitt (ungewichtet)			13,4	15,2	13,4	7,4	6,8	11,1	9,8	7,35%	1,9	0,7
MEDIAN			7,7	12,7	12,7	7,3	7,1	9,8	9,8	6,95%	2,0	0,8
SCHALTBAU HOLDING AG	38,10	Euro	6,0	6,0	6,8	4,9	5,1	6,2	6,8	7,80%	3,7	0,5
Abweichung vom Median			-21,8%	-52,6%	-46,5%	-33,8%	-29,1%	-36,4%	-30,6%	12,2%	87,1%	-43,7%

Quelle: Thomson Financial, Solventis Research

Schaltbau-Konzern: GuV

	2008	yoy	2009e	yoy	2010e	yoy	2011e	yoy
Umsatz	280,20	20,7%	280,00	-0,1%	265,00	-5,4%	285,00	7,5%
Erh./Verm. un/fertige Erzeugnisse	1,28	-55,8%	1,28	-0,1%	1,21	-5,4%	1,30	7,5%
andere aktivierte Eigenleistungen	0,88	-26,4%	0,52	-41,0%	0,52	0,0%	0,52	0,0%
sonstige betriebliche Erträge	4,19	29,6%	4,09	-2,4%	4,15	1,5%	4,50	8,5%
Materialaufwand	150,94	22,2%	150,84	-0,1%	142,75	-5,4%	153,53	7,5%
Rohergebnis nach GKV	135,61	17,1%	135,05	-0,4%	128,12	-5,1%	137,79	7,5%
Personalaufwand	79,36	6,1%	79,30	-0,1%	75,05	-5,4%	80,72	7,5%
Abschreibungen (ohne Finanzanlagen)	5,97	13,6%	6,18	3,5%	6,38	3,3%	6,59	3,2%
sonstige betriebliche Aufwendungen	28,43	30,9%	27,73	-2,4%	28,14	1,5%	30,54	8,5%
Ebit (vor Struktur Aufwand)	21,85	55,0%	21,84	-0,1%	18,55	-15,1%	19,95	7,5%
EBIT-Marge (vor Struktur Aufwand)	7,80%	1,7 pp	7,80%	0,0 pp	7,00%	-0,8 pp	7,00%	0,0 pp
EBITDA	27,82	43,8%	28,02	0,7%	24,93	-11,0%	26,54	6,4%
EBITDA-Marge	9,93%	1,6 pp	10,01%	0,1 pp	9,41%	-0,6 pp	9,31%	-0,1 pp
EBIT	21,85	55,0%	21,84	-0,1%	18,55	-15,1%	19,95	7,5%
EBIT-Marge	7,80%	1,7 pp	7,80%	0,0 pp	7,00%	-0,8 pp	7,00%	0,0 pp
Erträge aus Beteiligungen	0,33	-78,6%	0,33	0,0%	0,33	0,0%	0,33	0,0%
Abschreibungen auf Finanzanlagen	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
Zinserträge	0,21	-15,1%	0,24	11,5%	0,26	8,8%	0,26	0,5%
Zinsaufwand	6,59	12,9%	6,50	-1,3%	4,60	-29,2%	4,29	-6,7%
Finanzergebnis	-6,05	48,9%	-5,94	-1,8%	-4,02	-32,4%	-3,71	-7,7%
außerordentliches Ergebnis	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
Ergebnis v. Ertragssteuern (EBT)	15,80	57,5%	15,90	0,6%	14,53	-8,6%	16,24	11,8%
EBT-Marge	5,64%	1,3 pp	5,68%	0,0 pp	5,48%	-0,2 pp	5,70%	0,2 pp
Steuern	2,73	46,2%	2,86	4,8%	2,91	1,5%	3,25	11,8%
Steuerquote	17,29%	-1,3 pp	18,00%	0,7 pp	20,00%	2,0 pp	20,00%	0,0 pp
Ergebnis n. Steuern	13,07	60,1%	13,04	-0,2%	11,63	-10,8%	12,99	11,8%
Anteile Dritter	1,23	27,1%	1,25	1,7%	1,11	-10,8%	1,25	11,8%
Konzernjahresüberschuss	11,84	64,5%	11,79	-0,4%	10,51	-10,8%	11,75	11,8%
Anzahl Aktien zum 31.08.09 (Mio.)	1,87	0,0%	1,87	0,0%	1,87	0,0%	1,87	0,0%
Ergebnis n. Steuern je Aktie (€)	6,34	64,5%	6,31	-0,4%	5,62	-10,8%	6,29	11,8%

Quelle: Schaltbau, Solventis Research

Schaltbau-Konzern: Bilanz

	2008	yoy	2009e	yoy	2010e	yoy	2011e	yoy
Aktiva								
Kassenbestand	5,33	-32,4%	8,40	57,6%	7,95	-5,4%	8,55	7,5%
Forderungen Lieferungen und Leistungen	33,24	-1,6%	33,22	-0,1%	31,44	-5,4%	33,81	7,5%
Vorräte	53,34	14,9%	53,31	-0,1%	50,45	-5,4%	54,26	7,5%
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	6,69	-11,4%	6,69	0,0%	6,69	0,0%	6,69	0,0%
Rechnungsabgrenzung	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
Steuerforderungen	0,04	-81,7%	0,04	0,0%	0,04	0,0%	0,04	0,0%
Summe Umlaufvermögen	98,64	2,9%	101,65	3,1%	96,56	-5,0%	103,34	7,0%
Sachanlagen	40,27	-0,2%	40,09	-0,4%	40,71	1,5%	42,13	3,5%
Immaterielle Vermögenswerte	12,22	7,1%	12,22	0,0%	12,22	0,0%	12,22	0,0%
Finanzanlagen	7,99	-4,9%	7,99	0,0%	7,99	0,0%	7,99	0,0%
Latente Steuern	9,00	3,2%	9,00	0,0%	9,00	0,0%	9,00	0,0%
Rechnungsabgrenzungsposten	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
Sonstige langfristige Vermögenswerte	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
Summe Anlagevermögen	69,48	0,9%	69,30	-0,3%	69,92	0,9%	71,34	2,0%
Summe Aktiva	168,12	2,1%	170,95	1,7%	166,49	-2,6%	174,68	4,9%
Bilanzsumme	168,12	2,1%	170,95	1,7%	166,49	-2,6%	174,68	4,9%
Passiva								
Gezeichnetes Kapital	6,85	0,1%	6,85	0,0%	6,85	0,0%	6,85	0,0%
Kapitalrücklage	8,44	1,3%	8,44	0,0%	8,44	0,0%	8,44	0,0%
Gewinnrücklagen	-23,91	-19,2%	-13,05	-45,4%	-3,38	-74,1%	7,25	-314,3%
Kumuliertes übriges comprehensive income	14,83	44,8%	14,83	0,0%	14,83	0,0%	14,83	0,0%
Eigenkapital ohne Anteile Fremdbesitz	6,21	-248,3%	17,07	174,7%	26,74	56,7%	37,37	39,7%
Anteile in Fremdbesitz	2,40	15,2%	2,40	0,0%	2,40	0,0%	2,40	0,0%
Eigenkapital mit Anteilen in Fremdbesitz	8,61	-508,0%	19,46	126,1%	29,14	49,7%	39,76	36,5%
					24,30		34,45	
Langfristige Schulden								
Pensionsrückstellungen	18,99	-0,8%	18,97	-0,1%	17,96	-5,4%	19,31	7,5%
Übrige Rückstellungen	5,09	-12,4%	5,08	-0,1%	4,81	-5,4%	5,17	7,5%
Anleihe	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
Finanzverbindlichkeiten	48,52	-7,9%	48,52	0,0%	45,06	-7,1%	35,67	-20,9%
Interne Finanzierung	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
Steuerverbindlichkeiten/Latente Steuern	6,28	4,2%	6,28	-0,1%	5,94	-5,4%	6,39	7,5%
Passive Rechnungsabgrenzungsposten	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	0,00	-100,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
Summe langfristige Schulden	78,87	-6,9%	78,85	-0,0%	73,77	-6,4%	66,54	-9,8%
Kurzfristige Schulden								
Übrige Rückstellungen	19,49	12,2%	19,47	-0,1%	18,43	-5,4%	19,82	7,5%
Verbindlichkeiten Lieferungen und Leistungen	19,83	-8,7%	19,82	-0,1%	18,75	-5,4%	20,17	7,5%
Finanzverbindlichkeiten	13,42	-14,7%	5,46	-59,3%	0,00	-100,0%	0,00	0,0%
Steuerverbindlichkeiten	0,15	130,3%	0,15	-0,1%	0,14	-5,4%	0,15	7,5%
Sonstige Verbindlichkeiten	13,16	37,2%	13,15	-0,1%	12,44	-5,4%	13,38	7,5%
Passive Rechnungsabgrenzungsposten	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
Erhaltene Anzahlungen	14,59	-17,0%	14,58	-0,1%	13,80	-5,4%	14,84	7,5%
Summe Kurzfristige Schulden	80,63	-1,7%	72,63	-9,9%	63,57	-12,5%	68,37	7,5%
Summe Passiva	168,11	2,1%	170,95	1,7%	166,48	-2,6%	174,67	4,9%
Bilanzsumme	168,11	2,1%	170,95	1,7%	166,48	-2,6%	174,67	4,9%

Quelle: Schaltbau, Solventis Research

Schaltbau-Konzern: DCF-Modell

(in Mio. €)	2008	2009e	2010e	2011e	2012e	Terminal Value
Umsatz	280,2	280,0	265,0	285,0	300,0	
Veränderung in %	20,7%	-0,1%	-5,4%	7,5%	5,3%	
EBITDA	27,8	28,0	24,9	26,5	27,8	
EBITDA-Marge	9,9%	10,0%	9,4%	9,3%	9,3%	
EBIT	21,9	21,8	18,6	20,0	21,0	
EBIT-Marge	7,8%	7,8%	7,0%	7,0%	7,0%	
NOPLAT	18,1	17,9	14,8	16,0	16,8	15,1
Reinvestment Rate	58,6%	-1,2%	-19,9%	38,7%	28,5%	21,1%
FCFF	7,5	18,1	17,8	9,8	12,0	162,2
WACC	6,57%	6,86%	7,06%	7,40%	7,77%	7,59%
Kumuliertes WACC		106,86%	114,40%	122,87%	132,42%	142,47%
Barwerte der FCFF		17,0	15,6	8,0	9,1	113,9
Summe Barwerte FCFF	49,6					
Barwert Terminal Value	113,9					
in % des Unternehmenswertes	69,7%					
Wert des Unternehmens	163,4					
Netto-Finanzschulden	75,6					
Wert Verlustvortrag	0,0					
Minderheiten	10,0					
Beteiligungen	15,0					
Wert des Eigenkapitals	92,8					
Wert pro Aktie	49,67					

Quelle: Solventis Research

Haftungserklärung (Disclaimer), Pflichtangaben nach § 34b WpHG, mögliche Interessenkonflikte (Disclosures), Erstellerangaben und Aufsichtsbehörde

Die nachfolgenden Erläuterungen informieren den Leser über die gesetzlichen Vorgaben, die bei der Erstellung von Finanzanalysen zu beachten sind.

Die Erläuterungen der Anlageurteile, die Angaben zu den wesentlichen Informationsquellen, die Zusammenfassung der Bewertungsgrundlagen sowie die Angabe Prävention/Behandlung von Interessenkonflikten finden sie unter www.solventis.de.

1. Haftungserklärung

Bei Erstellung dieser Analyse haben wir uns die tatsächlichen Angaben aus uns zur Verfügung stehenden, allgemein als zuverlässig angesehenen Quellen verschafft. Wir können keinen Anspruch auf Richtigkeit und Vollständigkeit dieser Informationen erheben. Die auf diesen tatsächlichen Angaben beruhenden Empfehlungen und/oder Prognosen unsererseits stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung der Studie dar. Nachträgliche Änderungen können nicht berücksichtigt werden. Eine Haftung für die Vollständigkeit oder Richtigkeit dieser Studie können wir nicht übernehmen, die Studie stellt kein Angebot und keine Aufforderung dar Aktien zu erwerben. Diese Studie ersetzt keinesfalls die anleger- und objektgerechte Beratung. Wir können nicht überprüfen, ob sich die Empfehlungen mit Ihren persönlichen Anlagestrategien und Zielen decken. Für eine anleger- und objektgerechte Beratung empfehlen wir Ihnen, einen Anlageberater aufzusuchen.

Urheberrecht an der Studie wird vorbehalten, Nachdruck ist nur mit unserer Zustimmung zulässig.

2. Pflichtangaben nach § 34b WpHG

a) Erstmalige Veröffentlichung: **1. September 2009**

b) Zeitliche Bedingungen vorgesehener Aktualisierungen: Eine Aktualisierung bereits veröffentlichter Analysen erfolgt nicht.

c) Aufsichtsbehörde: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt/M.

d) Es sind keine Analysen in dem Zeitraum von 12 Monaten vor Veröffentlichung dieser Analyse veröffentlicht worden, die eine von dieser Analyse abweichende Empfehlung für eine bestimmte Anlageentscheidung enthalten.

e) Die Analyse ist vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht worden und ist danach nicht geändert worden.

f) Alle in der Analyse angegebenen Kurse und Kursverläufe beruhen auf den Schlusskursen soweit zu den Kursen und Kursverläufen keine anderweitigen Angaben gemacht werden.

3. Disclosures

Weder die Solventis Wertpapierhandelsbank GmbH noch ein mit ihr verbundenes Unternehmen noch eine bei der Erstellung mitwirkende Person

1. sind am Grundkapital des Emittenten mit mindestens 5 Prozent beteiligt.
2. waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines Konsortiums beteiligt, das Finanzinstrumente des Emittenten im Wege eines öffentlichen Angebots emittierte.
3. betreuen Finanzinstrumente des Emittenten an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen.
4. haben innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate mit Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften geschlossen oder eine Leistung oder ein Leistungsversprechen aus einer solchen Vereinbarung erhalten.
5. halten Papiere des analysierten Emittenten im Anlage- oder Handelsbestand.

Die Solventis Wertpapierhandelsbank GmbH bzw. ein mit ihr verbundenes Unternehmen oder eine bei der Erstellung mitwirkende Person

1. haben mit den Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse getroffen.

4. Erstellung und Verbreitung

a) Verantwortung für die Erstellung und Verbreitung

Solventis Wertpapierhandelsbank GmbH

Sitz: Düsseldorf; HRB 34966, Amtsgericht Düsseldorf; Geschäftsführer Konrad Zorn, Joachim Schmitt, Klaus Schlote.

b) Ersteller

Klaus Soer, Analyst

5. Erläuterung der Anlageurteile

Erläuterung Anlageurteil Aktien:

- Kaufen: Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 12 Monaten einen absoluten Gewinn von mindestens 10% aufweisen.
- Halten: Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 12 Monaten einen Kursgewinn und einen Kursverlust von 10% nicht überschreiten.
- Verkaufen: Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 12 Monaten einen absoluten Kursverlust von mindestens 10% aufweisen.

Erläuterung Tendenzaussage – thematische Ausarbeitungen:

- Chancen/Gewinner/positiv: Bei der unterstellten Entwicklung wird nach unserer Einschätzung die Gesellschaft profitieren.
- Risiken/Verlierer/negativ: Bei der unterstellten Entwicklung wird nach unserer Einschätzung die Gesellschaft negativ betroffen.
- Neutral/ausgeglichen: Die unterstellte Entwicklung wird nach unserer Einschätzung auf die Gesellschaft keine nennenswerten Auswirkungen haben.

Eine etwaig angegebene Rankingplazierung der Emittenten zeigt die relative Stärke der Auswirkung auf die verschiedenen Emittenten an, die die unterstellte Entwicklung nach unserer Einschätzung haben wird.

6. Sensitivität der Bewertungsparameter

Die zur Unternehmensbewertung zugrunde liegenden Zahlen aus der Gewinn- und Verlustrechnung, Kapitalflussrechnung und Bilanz sind datumsbezogene Schätzungen und somit mit Risiken behaftet. Diese können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern.

Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode besteht ein deutliches Risiko, dass das Kursziel/Tendenz nicht innerhalb des erwarteten Zeitrahmens erreicht wird. Zu den Risiken gehören unvorhergesehene Änderungen im Hinblick auf den Wettbewerbsdruck, bei der Nachfrage nach den Produkten eines Emittenten und bei der Angebotssituation für produktionsnotwendige Materialien bzw. Nichteintritt der unterstellten Entwicklung. Solche Schwankungen können sich durch Veränderungen technologischer Art, Veränderungen der Konjunktur, Rechts- und Währungskursänderungen ergeben. Diese Erörterung von Bewertungsmethoden und Risikofaktoren erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit.

7. Wesentliche Informationsquellen

In- und ausländischen Medien wie Informationsdienste (z.B. VWD, Thomson Financial u.a.), Wirtschaftspresse (z.B. Börsenzeitung, Handelsblatt, FAZ, FTD, Wallstreet Journal, Financial Times u.a.), Fachpresse, veröffentlichte Statistiken, sowie Veröffentlichungen, Angaben und Informationen der analysierten Emittenten sowie das Internet.

8. Zusammenfassung der Bewertungsgrundlagen

Einzelemittenten: Zur Unternehmensbewertung werden gängige und anerkannte Bewertungsmethoden (u.a. DCF-Methode und Peer-Group-Analyse) verwandt. In der DCF-Methode wird der Ertragswert der Emittenten berechnet, der die Summe der abgezinsten Unternehmenserfolge, d.h. des Barwertes der zukünftigen Nettoausschüttungen des Emittenten, darstellt. Der Ertragswert wird somit durch die erwarteten künftigen Unternehmenserfolge und durch den angewandten Kapitalisierungszinsfuß bestimmt. In der Peer-Group-Analyse werden an der Börse notierte Emittenten durch den Vergleich von Verhältniskennzahlen (z.B. Kurs-/Gewinn-Verhältnis Kurs-/Buchwert-Verhältnis, Enterprise Value/Umsatz, Enterprise Value/EBITDA, Enterprise Value/EBIT) bewertet. Die Vergleichbarkeit der Verhältniskennzahlen wird in erster Linie durch die Geschäftstätigkeit und die wirtschaftlichen Aussichten bestimmt.

Thematische Ausarbeitungen: Es wird die Auswirkung bestimmten Entwicklung (z.B. EU-Osterweiterung, steigende Strompreise) auf verschiedene Emittenten dadurch ermittelt, dass der veröffentlichten Geschäfts-, Ertrags-, Kosten und Umsatzstruktur des Emittenten die unterstellte Entwicklung zugrunde gelegt wird.

9. Interne organisatorische und regulative Vorkehrungen zur Prävention oder Behandlung von Interessenkonflikten

Mitarbeiter der Solventis Wertpapierhandelsbank GmbH, die mit der Erstellung und/oder Darbietung von Finanzanalysen befasst sind, unterliegen den internen Compliance-Regelungen. Die internen Compliance-Regelungen entsprechen den Vorschriften der Richtlinie zur Konkretisierung der Organisationspflichten von Wertpapierdienstleistungsunternehmen gemäß § 33 WpHG.

Mit Annahme der Finanzanalyse akzeptiert der Empfänger die Verbindlichkeit der vorstehenden Beschränkungen.