

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

Wiederaufnahme des Wachstumstrends 2011

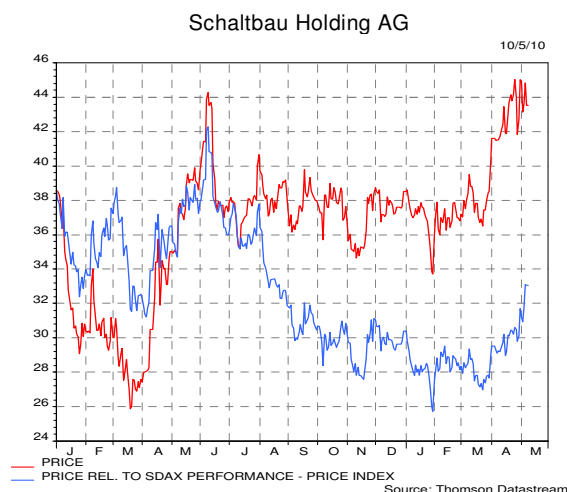
Kaufen (Kaufen)

Kursziel	65,00 €
Kurs (10.5.2010)	43,50 €
ISIN	DE0007170300
Marktkapitalisierung (Mio. €)	81,3
Anzahl Aktien (Mio.)	1,87
Homepage:	www.schaltbau.de

	2009	2010e	2011e	2012e
Umsatz (Mio. €)	269,77	270,00	307,00	349,00
EBIT (Mio. €)	20,32	17,55	21,49	24,43
EBIT-Marge	7,5%	6,5%	7,0%	7,0%
EBITDA (Mio. €)	26,45	25,08	30,41	34,75
EBITDA-Marge	9,8%	9,3%	9,9%	10,0%
Ergebnis je Aktie (€)	6,61	5,42	6,47	7,97
Dividende je Aktie (€)	0,70	0,90	1,10	1,30
Buchwert je Aktie (€)	10,98	15,50	20,87	27,53
KGV	6,58	8,03	6,72	5,46
Kurs/Buchwert	3,96	2,81	2,08	1,58
EV/EBIT	7,53	8,25	6,35	5,13
EV/EBITDA	5,78	5,77	4,49	3,61
EV/Umsatz	0,57	0,54	0,44	0,36
Dividendenrendite	1,61%	2,07%	2,53%	2,99%

Die Präsentation der vollständigen Ergebnisse von Schaltbau für 2009 sowie die wesentlichen Daten zum ersten Quartal bestätigen unsere bisherigen Annahmen. Investitionen in den Aufbau der internationalen Präsenz führen 2010 zu einer Unterbrechung des Wachstumstrends. Der aktuelle Marktwert spiegelt das Potential von Schaltbau nicht wider.

- Mit einem Umsatz von 270 Mio. € (-3,7%) und einem operativen Ergebnis von 20,3 Mio. € (-7%) wurden im Geschäftsjahr 2009 die von uns erwarteten Ergebnisse erreicht. Die EBIT-Marge lag bei 7,5% (Vorjahr 7,8%).
- Die Bilanzstruktur von Schaltbau hat sich nachhaltig verbessert. Die Finanzverschuldung (einschl. Pensionsrückstellungen) hat sich um etwa 4 Mio. € auf 71,6 Mio. € reduziert. Das Gearing (Nettoverschuldung/Eigenkapital) hat sich von 878% auf 349% mehr als halbiert. Damit wurden gute Voraussetzungen für die Finanzierung des Weiteren internen und externen Wachstums geschaffen.
- Im ersten Quartal 2010 erzielte Schaltbau witterungsbedingt einen um 14,5% auf 62,1 Mio. € reduzierten Umsatz. Das operative Ergebnis fiel um 31% auf 4,2 Mio. €.
- Das Geschäftsjahr 2010 ist ein Übergangsjahr. Wir erwarten neben einem hohen Auftragseingang (280 Mio. €, +11%) - vor allem im Bereich Mobile Verkehrssysteme - weiterhin einen Umsatz in Höhe des Jahres 2009. Das operative Ergebnis dürfte sich aufgrund von Vorleistungen in den Ausbau der internationalen Präsenz um etwa 13,6% reduzieren. Für 2011 erwarten wir eine Wiederaufnahme des Wachstumstrends.
- Die Schaltbau Aktie ist sowohl auf der Basis klassischer Kennzahlen als auch unter Berücksichtigung der langfristigen Perspektiven im DCF-Modell stark unterbewertet.
- Wir halten unsere Kaufempfehlung mit Kursziel 65 € unverändert aufrecht.



BITTE BEACHTEN SIE UNSEREN DISCLAIMER AB SEITE 9.

SOLVENTIS WERTPAPIERHANDELSBANK GMBH, ROHMERPLATZ 35, 60486 FRANKFURT AM MAIN; TEL. 0 69-71 58 91 10
ONLINE RESEARCH: WWW.SOLVENTIS.DE

2009: Ergebnisse auf hohem Niveau gehalten – Schaltbau von Wirtschafts- und Finanzkrise kaum betroffen

Der Umsatz im Schaltbau-Konzern lag 2009 mit 269,8 Mio. € um -3,7% unter dem Vorjahresniveau. Ein leichter Umsatzanstieg war mit 108,8 Mio. € (+1,3%) im Bereich Mobile Verkehrssysteme mit Bus- und Bahntüren zu verzeichnen. In den beiden Unternehmensbereichen Stationäre Verkehrstechnik (94,7 Mio. €, -9,7%) sowie Komponenten (68,2 Mio. €, -2,4%) war ein schwächerer Umsatz zu verzeichnen.

Das operative Ergebnis fiel um 7% auf 20,3 Mio. € zurück. Wir bewerten jedoch das anhaltend hohe Ergebnisniveau und eine EBIT-Marge von 7,5% (Vorjahr 8,5%) angesichts des negativen Konjunkturverlaufs in wichtigen Abnehmerbranchen als positiv.

Das Finanzergebnis hat sich mit -3,4 Mio. € etwa halbiert. Neben einer niedrigeren Nettofinanzverschuldung (-3,8 Mio. € auf 33,9 Mio. €) hat dazu vor allem der Verkauf der chinesischen Bode Beijing Transportation Equipment beigetragen. Der daraus resultierende Veräußerungsgewinn lag bei ca. 1 Mio. €.

Die Nutzung steuerlicher Verlustvorträge erklärt die niedrige Steuerquote von etwa 17%. Insgesamt ergaben sich ein leichter Anstieg des auf die Schaltbau-Aktionäre entfallenden Netto-Ergebnisses in Höhe von 12,4 Mio. € (+4,2% yoy) und ein Ergebnis je Aktie von 6,61 € (+4,2% yoy).

Die Anteile Dritter in Höhe von 1,74 Mio. € (+41,5%) deuten darauf hin, dass die chinesischen Joint Ventures erneut erheblich zum Konzernergebnis beigetragen haben. Wir schätzen den Umsatzanteil der Gemeinschaftsunternehmen in China auf etwa 7% und den Ergebnisanteil im Konzern auf etwa 30% (Vorjahr 19%).

Angesichts der anhaltend positiven Ergebnissituation sowie unter Berücksichtigung des Veräußerungsgewinns aus dem Verkauf eines chinesischen Joint Ventures hebt Schaltbau die Dividende erneut an. Bei einer Ausschüttungsquote von 10,6% bleibt die Dividende mit 0,70 € (Vorjahr 0,50 €) jedoch vergleichsweise niedrig. Die verhaltene Ausschüttung ist der niedrigen Eigenkapitalquote im Schaltbau-Konzern geschuldet, die per Ende 2009 12,2% (Vorjahr 5,1%) erreichte. Für die kommenden Geschäftsjahre gehen wir von weiter steigenden Dividenden aus.

Insgesamt lässt sich konstatieren, dass sich die Profitabilität von Schaltbau trotz der im gesamten Geschäftsjahr 2009 schwachen konjunkturellen Rahmenbedingungen auf einem hohen Niveau gehalten hat.

Nettoverschuldung reduziert – Eigenkapitalquote erhöht

Die Netto-Finanzverschuldung hat sich 2009 einschließlich der Pensionsrückstellungen um etwa 4 Mio. € auf 71,6 Mio. € reduziert. Angesichts eines Investitionsvolumens von etwa 10 Mio. € und einem Free Cash Flow von etwa 14 Mio. € gehen wir ohne Berücksichtigung potentieller Akquisitionen von einem weiteren Verschuldungsabbau im Geschäftsjahr 2010 aus.

Der erneut positive Ergebnisausweis von Schaltbau 2009 schlägt sich bilanziell - auch aufgrund der niedrigen Ausschüttungsquote - in einer deutlich verbesserten Eigenkapitalausstattung nieder. Die Eigenkapitalquote hat sich inzwischen auf 12,2% erhöht (2008: 5,1%), nachdem sie jahrelang infolge der Sanierung negativ gewesen war.

Wir erwarten 2010 eine weitere Verbesserung der Bilanzstruktur. Das Eigenkapital dürfte Ende 2010 auf 29 Mio. € steigen. Daraus ergeben sich eine Eigenkapitalquote von rund 17% und ein Buchwert je Schaltbau-Aktie von 15,50 € (2009: 10,98 €).

Erstes Quartal 2010: Umsatz und Ergebnis rückläufig

Der Geschäftsverlauf im ersten Quartal 2010 war von einem Rückgang der Auftragseingänge um 1,4% auf 78,2 Mio. € gegenüber dem Vorjahr gekennzeichnet. Mit einem Zuwachs von etwa 34% gegenüber dem vierten Quartal 2009 zeichnet sich jedoch auf der Grundlage einer wieder anziehenden Konjunktur in vielen Industriebereichen eine Erholung ab.

Der Umsatz lag im Q1/2010 witterungsbedingt 14,5% unter dem Vorjahresniveau. Insbesondere bereits vorliegende Aufträge im Bereich Stationäre Verkehrssysteme für die Deutsche Bahn werden erst ab dem zweiten Quartal 2010 zur Ausführung kommen.

Entsprechend lag auch das operative Ergebnis im ersten Quartal mit 4,2 Mio. € (-31%) deutlich unter dem Vorjahresniveau.

Schaltbau: Quartalsergebnisse

	Q4/09	Veränd.%	2009	Veränd.%	Q1/10	Veränd.%	2010e	Veränd.%
Auftragseingang	58,2	-46,3	251,6	-10,1	78,2	-1,4	280,0	11,3
Umsatz	64,9	-53,7	269,8	-3,7	62,1	-14,5	270,0	0,1
EBIT	5,5	-38,7	20,3	-7,0	4,2	-31,1	17,6	-13,6
<i>EBIT Marge %</i>	<i>8,5</i>		<i>7,5</i>		<i>6,8</i>		<i>6,5</i>	
Konzernergebnis	4,4	11,9	14,1	7,8	2,5	-41,9	11,6	-17,5
Konzernergebnis n. Ant. Dritter	4,1	18,8	12,4	4,3	1,9	-48,6	10,1	-18,0
EPS	2,2	0,3	6,61	4,3	1,02	-48,1	5,4	-18,0

Quelle: Schaltbau Holding AG

Ausblick 2010: Spätzyklische Auswirkungen der Wirtschafts- und Finanzkrise unterbrechen den Wachstumstrend

Wir gehen davon aus, dass sich die bereits im ersten Quartal zu beobachtenden Trends auch im Gesamtjahr 2010 weiter fortsetzen. Der Umsatz dürfte sich in den folgenden Quartalen etwas erholen, insgesamt mit etwa 270 Mio. € jedoch auf dem Niveau des Jahres 2009 bleiben. Hinsichtlich der operativen Ergebnisse erwarten wir einen Rückgang um ca. 14% auf 17,6 Mio. €. Vor allem Vorleistungen in den Ausbau internationaler Vertriebsstandorte führen zu der rückläufigen Margenentwicklung. Die EBIT-Marge 2010 dürfte mit 6,5% unter dem Niveau von 2009 (7,5%) liegen. Aus diesen Annahmen sollte dann ein Ergebnis je Aktie von etwa 5,42 € (-18%) resultieren.

Im ersten Quartal 2010 kaufte Schaltbau seinen früheren Vertriebspartner in USA, Bode Corp., zurück. Die Gesellschaft erzielt derzeit nur geringe Umsätze, bildet jedoch eine hervorragende Plattform, um Schaltbau Produkte im wachsenden US-amerikanischen Bahntechnik Markt anzubieten.

Ab 2011 rechnen wir mit einer Wiederaufnahme des Wachstumstrends. Die Zuwächse dürften dabei vor allem auf den internationalen Märkten erzielt werden. Für Schaltbau halten wir eine stärkere Präsenz in China, Indien, Russland sowie Nordamerika für wahrscheinlich.

Das Management strebt unverändert einen Ausbau der Geschäftsbasis sowohl durch organisches Wachstum als auch durch Akquisitionen an. Im Vordergrund stehen allerdings ein nachhaltig hohes Ergebnisniveau sowie eine geringe Zyklizität. Wir erwarten daher eher Akquisitionen in kleinerem Umfang zur Arrondierung des Produktportfolios bzw. der regionalen Präsenz.

Schaltbau-Aktie notiert unter dem fairen Wert

Die Schaltbau-Aktie zeigt sich weitgehend unbeeindruckt von Marktschwankungen und hat seit Jahresanfang 2010 deutlich besser performt als der Gesamtmarkt. Das gilt auch für den Vergleich mit dem S-Dax.

Gleichzeitig zeichnet sich die Aktie noch immer durch eine sehr niedrige Bewertung im Vergleich zu seinen Peers aus. Auf der Basis klassischer Kennzahlen liegt der Abschlag bei bis zu 66%. Dabei zeichnet sich Schaltbau durch geringere Ergebnisschwankungen im Vergleich mit den Peer-Group-Unternehmen aus.

Die Annahme einer starken Unterbewertung des Unternehmens wird auch durch das DCF-Modell, das die langfristigen Perspektiven berücksichtigt, bestätigt. Der faire Wert der Schaltbau-Aktie liegt danach weiterhin bei etwa 65 € und damit deutlich über dem aktuellen Börsenkurs.

Der hohe Abschlag signalisiert die derzeit noch bestehenden Unsicherheiten hinsichtlich der Ergebnisentwicklung im laufenden Geschäftsjahr sowie der Wiederaufnahme des Wachstumstrends ab 2011. Im Verlauf von 2010 sollten die positiven Perspektiven wieder klarer werden.

Schaltbau: Peer-Group-Vergleich

Ticker	Kurs		KGV	KGV	KGV	EV/EBITDA	EV/EBITDA	EV/EBIT	EV/EBIT	Ebit-Marge	Kurs/	
	07.05.2010	Währung									2009	2010e
SIEMENS AG	68,45	Euro	26,0	13,6	11,7	7,7	6,8	11,2	9,5	8,7%	2,0	1,0
VOSSLOH AG	74,30	Euro	11,3	11,0	10,7	6,8	6,2	8,1	7,6	11,3%	1,9	0,9
MAN AG	64,49	Euro	43,9	20,5	13,3	9,3	7,2	14,6	10,2	5,8%	1,7	0,8
BOMBARDIER INC	4,86	U.S. Dollar	12,5	13,6	11,0	5,2	4,4	7,9	6,4	5,8%	2,0	0,5
Durchschnitt (ungewichtet)			23,4	14,7	11,7	7,3	6,1	10,4	8,4	7,9%	1,9	0,8
MEDIAN			19,2	13,6	11,3	7,2	6,5	9,6	8,5	7,3%	2,0	0,9
SCHALTBAU HOLDING AG	43,50	Euro	6,6	8,0	6,7	5,7	4,4	8,2	6,3	7,0%	2,7	0,4
Abweichung vom Median			-65,8%	-41,0%	-41,1%	-20,4%	-31,8%	-14,9%	-26,4%	-3,7%	40,4%	-50,1%

Quelle: Thomson Reuters, Solventis Research

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass vor dem Hintergrund des ab 2011 wieder auflebenden Wachstumstrends großer Spielraum für eine höhere Bewertung der Schaltbau-Aktie gegeben ist. In den nächsten Quartalen erwarten wir neue Impulse aus wieder anziehenden Auftragseingängen.

Unsere Empfehlung für die Schaltbau-Aktie lautet unverändert Kaufen mit Kursziel 65 €.

Schaltbau-Konzern: GuV (Mio. €)

	2009	yoy	2010e	yoy	2011e	yoy	2012e	yoy
Umsatz	269,77	-3,7%	270,00	0,1%	307,00	13,7%	349,00	13,7%
Erh./Verm. un/fertige Erzeugnisse	-9,14	-814,1%	-9,15	0,1%	-10,40	13,7%	-11,82	13,7%
andere aktivierte Eigenleistungen	1,45	64,7%	0,70	-51,4%	0,70	0,0%	0,70	0,0%
sonstige betriebliche Erträge	5,04	20,1%	5,19	3,1%	5,44	4,7%	6,12	12,5%
Materialaufwand	132,39	-12,3%	132,50	0,1%	150,66	13,7%	171,27	13,7%
Rohergebnis nach GKV	134,73	-0,6%	134,25	-0,4%	152,08	13,3%	172,73	13,6%
Personalaufwand	81,73	3,0%	81,80	0,1%	93,01	13,7%	105,73	13,7%
Abschreibungen (ohne Finanzanlagen)	6,13	2,7%	7,53	22,8%	8,92	18,5%	10,32	15,6%
sonstige betriebliche Aufwendungen	26,55	-6,6%	27,37	3,1%	28,66	4,7%	32,25	12,5%
Ebit (vor Struktur Aufwand)	20,32	-7,0%	17,55	-13,6%	21,49	22,5%	24,43	13,7%
EBIT-Marge (vor Struktur Aufwand)	7,53%	-0,3 pp	6,50%	-1,0 pp	7,00%	0,5 pp	7,00%	0,0 pp
EBITDA	26,45	-4,9%	25,08	-5,2%	30,41	21,3%	34,75	14,3%
EBITDA-Marge	9,81%	-0,1 pp	9,29%	-0,5 pp	9,91%	0,6 pp	9,96%	0,0 pp
EBIT	20,32	-7,0%	17,55	-13,6%	21,49	22,5%	24,43	13,7%
EBIT-Marge	7,53%	-0,3 pp	6,50%	-1,0 pp	7,00%	0,5 pp	7,00%	0,0 pp
Erträge aus Beteiligungen	2,31	610,5%	0,30	-87,0%	0,30	0,0%	0,30	0,0%
Zinserträge	0,08	-64,8%	0,33	340,0%	0,08	-77,0%	0,08	7,8%
Zinsaufwand	5,78	-12,2%	4,00	-30,8%	4,51	12,8%	3,45	-23,6%
Finanzergebnis	-3,40	-43,8%	-3,37	-0,9%	-4,13	22,7%	-3,07	-25,8%
außerordentliches Ergebnis	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
Ergebnis v. Ertragssteuern (EBT)	16,92	7,1%	14,18	-16,2%	17,36	22,4%	21,36	23,1%
EBT-Marge	6,27%	0,6 pp	5,25%	-1,0 pp	5,65%	0,4 pp	6,12%	0,5 pp
Steuern	2,83	3,5%	2,55	-9,7%	3,47	36,0%	4,27	23,1%
Steuerquote	16,71%	-0,6 pp	18,00%	1,3 pp	20,00%	2,0 pp	20,00%	0,0 pp
Ergebnis n. Steuern	14,09	7,8%	11,63	-17,5%	13,88	19,4%	17,09	23,1%
Anteile Dritter	1,74	41,8%	1,50	-13,9%	1,79	19,4%	2,20	23,1%
Konzernjahresüberschuss	12,35	4,3%	10,13	-18,0%	12,09	19,4%	14,89	23,1%
Anzahl Aktien zum 10.05.10 (Mio.)	1,87	0,0%	1,87	0,0%	1,87	0,0%	1,87	0,0%
Ergebnis n. Steuern je Aktie (€)	6,61	4,3%	5,42	-18,0%	6,47	19,4%	7,97	23,1%

Quelle: Schaltbau, Solventis Research

Schaltbau-Konzern: Bilanz (Mio. €)

	2009	yoy	2010e	yoy	2011e	yoy	2012e	yoy
Aktiva								
Kassenbestand	8,51	59,6%	8,10	-4,8%	9,21	13,7%	10,47	13,7%
Forderungen Lieferungen und Leistungen	37,81	13,8%	37,74	-0,2%	42,92	13,7%	48,79	13,7%
Vorräte	41,12	-22,9%	41,04	-0,2%	46,66	13,7%	53,05	13,7%
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	9,95	48,8%	9,95	0,0%	9,95	0,0%	9,95	0,0%
Summe Umlaufvermögen	97,38	-1,3%	96,83	-0,6%	108,74	12,3%	122,25	12,4%
Sachanlagen	41,34	2,6%	41,81	1,1%	41,89	0,2%	41,58	-0,8%
Immaterielle Vermögenswerte	13,62	11,5%	13,62	0,0%	13,62	0,0%	13,62	0,0%
Finanzanlagen	6,56	-17,9%	6,56	0,0%	6,56	0,0%	6,56	0,0%
Latente Steuern	8,89	-1,3%	8,89	0,0%	8,89	0,0%	8,89	0,0%
Summe Anlagevermögen	70,41	1,3%	70,88	0,7%	70,96	0,1%	70,65	-0,4%
Summe Aktiva	167,79	-0,2%	167,71	-0,0%	179,70	7,1%	192,90	7,3%
Bilanzsumme	167,79	-0,2%	167,71	-0,0%	179,70	7,1%	192,90	7,3%
Passiva								
Gezeichnetes Kapital	6,85	0,0%	6,85	0,0%	6,85	0,0%	6,85	0,0%
Kapitalrücklage	8,44	0,0%	8,44	0,0%	8,44	0,0%	8,44	0,0%
Gewinnrücklagen	-12,93	-45,9%	-4,49	-65,3%	5,55	-223,8%	18,01	224,4%
Kumuliertes übriges comprehensive income	15,22	2,7%	15,22	0,0%	15,22	0,0%	15,22	0,0%
Eigenkapital ohne Anteile Fremdbesitz	17,59	183,0%	26,03	48,0%	36,07	38,6%	48,53	34,5%
Anteile in Fremdbesitz	2,93	22,5%	2,93	0,0%	2,93	0,0%	2,93	0,0%
Eigenkapital mit Anteilen in Fremdbesitz	20,52	138,4%	28,97	41,2%	39,00	34,7%	51,46	31,9%
	12,23		17,27					
Langfristige Schulden								
Pensionsrückstellungen	18,86	-0,7%	18,87	0,1%	21,46	13,7%	24,39	13,7%
Übrige Rückstellungen	4,95	-2,7%	4,95	0,1%	5,63	13,7%	6,40	13,7%
Finanzverbindlichkeiten	36,48	-24,8%	36,48	0,0%	36,48	0,0%	30,19	-17,2%
Steuerverbindlichkeiten/Latente Steuern	6,59	4,9%	6,59	0,1%	7,50	13,7%	8,52	13,7%
Summe langfristige Schulden	66,87	-15,2%	66,90	0,0%	71,07	6,2%	69,51	-2,2%
Kurzfristige Schulden								
Übrige Rückstellungen	20,45	5,0%	20,47	0,1%	23,28	13,7%	26,46	13,7%
Verbindlichkeiten Lieferungen und Leistungen	15,15	-23,6%	15,12	-0,2%	17,20	13,7%	19,55	13,7%
Finanzverbindlichkeiten	24,78	84,7%	16,22	-34,5%	6,37	-60,8%	0,00	-100,0%
Steuerverbindlichkeiten	0,10	-36,8%	0,10	0,1%	0,11	13,7%	0,12	13,7%
Sonstige Verbindlichkeiten	10,05	-23,6%	10,06	0,1%	11,44	13,7%	13,01	13,7%
Erhaltene Anzahlungen	9,96	-31,7%	9,97	0,1%	11,34	13,7%	12,89	13,7%
Summe Kurzfristige Schulden	80,50	-0,2%	71,95	-10,6%	69,73	-3,1%	72,03	3,3%
Summe Passiva	167,89	-0,1%	167,81	-0,0%	179,80	7,1%	193,00	7,3%
Bilanzsumme	167,89	-0,1%	167,81	-0,0%	179,80	7,1%	193,00	7,3%

Quelle: Schaltbau, Solventis Research

Schaltbau: DCF-Modell

(in Mio. €)	2009	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	Terminal Value
Umsatz	270,5	270,0	307,0	349,0	391,0	435,0	
Veränderung in %	-3,5%	-0,2%	13,7%	13,7%	12,0%	11,3%	
EBITDA	26,5	25,1	30,4	34,7	39,7	43,9	
EBITDA-Marge	9,8%	9,3%	9,9%	10,0%	10,2%	10,1%	
EBIT	20,3	17,6	21,5	24,4	28,0	30,8	
EBIT-Marge	7,5%	6,5%	7,0%	7,0%	7,2%	7,1%	
NOPLAT	16,9	14,4	17,2	19,5	21,8	23,5	23,4
Reinvestment Rate	3,9%	2,5%	51,2%	49,1%	42,2%	39,4%	20,8%
FCFF	16,3	14,0	8,4	10,0	12,6	14,3	220,3
WACC	6,80%	6,92%	7,07%	7,38%	7,59%	8,14%	8,70%
Kummuliertes WACC		106,92%	114,47%	122,92%	132,25%	143,02%	155,46%
Barwerte der FCFF		13,1	7,3	8,1	9,5	10,0	141,7
Summe Barwerte FCFF	48,1						
Barwert Terminal Value	141,7						
in % des Unternehmenswertes	74,7%						
Wert des Unternehmens	189,8						
Netto-Finanzschulden	71,6						
Wert Verlustvortrag	0,0						
Minderheiten	10,0						
Beteiligungen	15,0						
Wert des Eigenkapitals	123,2						
Wert pro Aktie	65,90						

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: **11. Mai 2010**

b) Zeitliche Bedingungen vorgesehener Aktualisierungen: Quartalsweise.

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 - im gesetzlich zulässigen Rahmen - 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 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 Reuters 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.