

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

Vorleistungen führen zu leichtem Ergebnisrückgang 2010 – Wachstumsperspektiven ab 2011 konkretisiert

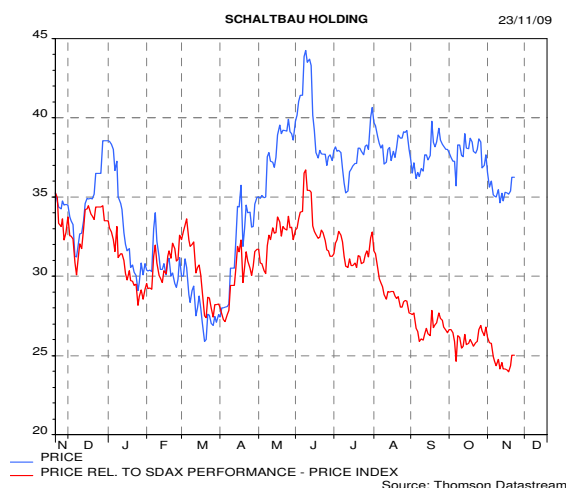
Kaufen (Kaufen)

Kursziel	65,00 € (50,00 €)
Kurs (20.11.2008)	36,25 €
ISIN	DE0007170300
Marktkapitalisierung (Mio. €)	67,75
Anzahl Aktien (Mio.)	1,87
Homepage:	www.schaltbau.de

	2008	2009e	2010e	2011e
Umsatz (Mio. €)	280,20	270,00	270,00	307,00
EBIT (Mio. €)	21,85	21,60	17,55	21,49
EBIT-Marge	7,8%	8,0%	6,5%	7,0%
EBITDA (Mio. €)	27,82	28,79	25,96	31,12
EBITDA-Marge	9,9%	10,7%	9,6%	10,1%
Ergebnis je Aktie (€)	6,34	6,24	5,42	6,52
Dividende je Aktie (€)	0,50	0,50	0,50	0,60
Buchwert je Aktie (€)	4,61	10,34	15,26	21,19
KGV	5,63	5,72	6,59	5,47
Kurs/Buchwert	7,75	3,45	2,34	1,68
EV/EBIT	6,51	6,02	7,09	5,44
EV/EBITDA	5,12	4,52	4,80	3,76
EV/Umsatz	0,51	0,48	0,46	0,38
Dividendenrendite	1,40%	1,40%	1,40%	1,68%

Schaltbau präsentierte die erwarteten Ergebnisse für Q3/2009. Die Jahresprognose wurde bestätigt. Aufgrund von Vorleistungen für die Wiederaufnahme des Wachstumstrends ist für 2010 ein leichter Rückgang der Ergebnisse denkbar. Die Unternehmensstrategie ist auf eine Verdoppelung der Ergebnisse bis 2015 durch internes und externes Wachstum ausgelegt.

- Im dritten Quartal 2009 verzeichnete Schaltbau bei einem Umsatzrückgang von 12,4% auf 62,4 Mio. € ein operatives Ergebnis von 3,4 Mio. € (-34,6%). Die Jahresziele für 2009 wurden bestätigt. Wir erwarten weiterhin einen gegenüber dem Vorjahr leicht schwächeren Umsatz von 270 Mio. € und ein nahezu unverändertes Ergebnis je Aktie von 6,24 €.
- Im Geschäftsjahr 2010 dürfte aufgrund der bestehenden hohen Auftragsbestände (per 30.09.09: 170 Mio. € = ca. 63% des Jahresumsatzes) das gleiche Umsatzniveau wie im Vorjahr realisiert werden. Angesichts von Vorleistungen für die ab 2011 geplante Wachstumsphase erwarten wir einen Rückgang des operativen Ergebnisses um 17,2% auf 17,5 Mio. €.
- Ab 2011 will Schaltbau in eine neue Wachstumsphase eintreten, die bis 2015 zu zweistelligen Umsatzzuwachsraten führen soll. Gleichzeitig wird eine Ergebnisverdoppelung angestrebt. Das Wachstum dürfte sowohl durch die Entwicklung der internationalen Märkte für Bahntechnik als auch durch Akquisitionen getragen werden.
- Wir haben unser DCF-Modell den veränderten Wachstumsperspektiven angepasst. Entsprechend ergibt sich ein fairer Wert für die Schaltbau-Aktie von 65 € (bisher 50 €).
- Auch im Vergleich mit den Peer-Unternehmen und auf der Basis klassischer Kennzahlen weist die Schaltbau-Aktie eine Unterbewertung auf.
- Unsere Empfehlung lautet unverändert Kaufen mit Kursziel 65 € (bisher 50 €).



BITTE BEACHTEN SIE UNSEREN DISCLAIMER AB SEITE 9.

Ergebnisse in den ersten neun Monaten 2009 bestätigen positive Erwartungen

Der Umsatz im Schaltbau-Konzern lag im dritten Quartal 2009 mit 62,4 Mio. € (-12,4% yoy) im Rahmen unserer Erwartungen. In allen drei Konzernbereichen Stationäre Verkehrssysteme, Mobile Verkehrstechnik sowie Komponenten waren rückläufige Umsätze zu verzeichnen. Das operative Ergebnis im Schaltbau-Konzern lag mit 3,4 Mio. € (-34,6%) im dritten Quartal 2009 etwa ein Drittel unter dem Rekordwert des Vorjahres. Die schwache Ergebnisentwicklung ist vor allem auf die Kostenprogression durch die rückläufigen Umsätze zurückzuführen.

Schaltbau-Konzern: Quartalsergebnisse in Mio. €

	Q3/09e	Veränd.%	Q1-3/09	Veränd.%	Q4/09e	Veränd.%	2009e	Veränd.%	2010e	Veränd.%
Auftragseingang	53,0	-26,8	193,4	-13,7	56,6	-47,8	250,0	-10,7		
Umsatz	62,4	-12,4	204,9	-3,0	65,1	-53,5	270,0	-3,6	270,0	0,0
EBIT	3,4	-34,6	14,8	-18,0	6,8	-24,4	21,6	-1,2	17,6	-18,8
EBIT Marge %	5,4		7,2		10,4		8,0		6,5	
Konzernergebnis	1,7	-50,0	9,7	-22,7	3,8	-4,3	13,5	2,9	11,6	-13,6
Konzernergebnis n. Ant. Dritter	1,3	-59,4	8,3	-28,7	3,4	-1,5	11,7	-1,6	10,1	-13,1
EPS	0,70	-58,8	4,46	-28,1	1,8	-17,0	6,24	-1,6	5,4	-13,1

Quelle: Schaltbau, Solventis Research

Abschwächung des Auftragseingangs in Q3/2009 – Auftragsbestand auf hohem Niveau

Die Abschwächung der Auftragseingänge um 26,8% auf 53 Mio. € im dritten Quartal 2009 deutet an, dass sich auch Schaltbau nicht der insgesamt schwächeren Konjunktorentwicklung entziehen kann. Wir gehen davon aus, dass sich insbesondere im Bereich der Bus- und Bahntüren sowie bei Kranbremsen für den maritimen Sektor die Abschwächung der Auftragslage noch fortgesetzt hat.

Der Auftragsbestand liegt trotz der rückläufigen Auftragseingangszahlen noch immer auf einem hohen Niveau. Per 30.9.09 werden 170,1 Mio. € ausgewiesen. Bezogen auf den Jahresumsatz 2009 entspricht dies einer Quote von fast 63%. Zu berücksichtigen ist jedoch, dass sich das Auftragspolster zu einem großen Teil aus langfristigen Aufträgen zusammensetzt, die erst in den nächsten Jahren Umsatz generieren werden.

Endspurt im vierten Quartal sichert Ergebnisperspektive für Gesamtjahr 2009

Schaltbau hat seine Prognose für Umsatz und Ergebnis im gesamten Geschäftsjahr 2009 bestätigt. Die Erwartungen für 2009 implizieren einen im Vergleich zum schwachen dritten Quartal dynamischeren Verlauf des vierten Quartals 2009 sowohl für den Umsatz mit etwa 65 Mio. € als auch für das operative Ergebnis, das etwa 6,8 Mio. € erreichen sollte. Im Vordergrund steht die Abwicklung bereits erteilter Aufträge, die für Planungssicherheit sorgen.

Unter Berücksichtigung des gegenüber Q3 verbesserten Geschäftsverlaufs gehen wir davon aus, dass für das Gesamtjahr 2009 sowohl der Umsatz (270 Mio. € e, -3,6% yoy) als auch das operative Ergebnis (21,6 Mio. €, -1,2% yoy) nahezu wieder an das Vorjahresniveau heranreichen. Daraus resultiert nach Finanzierungskosten die Erwartung eines nahezu unveränderten Ergebnis je Aktie von 6,24 €. (-1,5% yoy). Angesichts des schwachen Verlaufs in wichtigen Abnehmerindustrien von Schaltbau ist der stabile Ertragsverlauf als Erfolg zu werten.

Geschäftsjahr 2010 wird schwieriger – Stabiler Umsatz – Temporärer Ergebnisrückgang

Für das Geschäftsjahr 2010 zeichnet sich -wie bereits bisher von uns erwartet- eine differenzierte Unternehmensentwicklung ab. Im Bereich Mobile Transportsysteme ist von einem zumindest stabilen Umsatzverlauf für alle mit dem Bahngeschäft in Zusammenhang stehenden Auftragsvolumen auszugehen. Die anhaltend hohe Investitionsneigung in der internationalen Bahnindustrie wirkt sich unterstützt durch staatliche Konjunkturprogramme positiv aus.

Für Bustüren sowie im Geschäft mit Kranbremsen sind aufgrund der nur verhaltenen Investitionsneigung leicht rückläufige Umsätze zu erwarten. Eine Fortsetzung der positiven Umsatzentwicklung erwarten wir aus dem Chinesengeschäft. Schaltbau dürfte mit seinen verschiedenen Aktivitäten dort auch von Impulsen aus den lokalen Konjunkturprogrammen in die Infrastruktur profitieren.

Unter Berücksichtigung der hohen Auftragsbestände dürfte 2010 ein Umsatz im Schaltbau-Konzern etwa auf dem Niveau von 2009 erreicht werden. Ein Umsatzvolumen in dieser Höhe wäre als Erfolg für Schaltbau zu sehen, denn in wichtigen Absatzbranchen des Unternehmens wie z.B. der Nutzfahrzeugindustrie deutet sich noch keine Erholung an.

Für die operativen Ergebnisse des Unternehmens gehen wir von einem Rückgang um 19% auf 17,6 Mio. € (bisher 18,6 Mio. €) aus. Die EBIT-Marge wird sich so um 1,5 % Punkte auf 6,5% reduzieren. Im Wesentlichen führen Vorleistungen bzw. ein hoher Personalstand zu der Reduzierung der Renta-

bilität und zu einer Unterbrechung des seit sieben Jahren anhaltenden Wachstumstrends. Die Vorleistungen ermöglichen eine Wiederaufnahme des Wachstumstrends ab 2011. Dieser dürfte sich neben einer Erholung der Industriekonjunktur auf das andauernde Wachstum der internationalen Bahnindustrie stützen.

Auf den nachgelagerten Ergebnisebenen rechnen wir für 2010 mit einem geringeren Ergebnismrückgang. Angesichts niedriger Investitionen und anhaltend hohen Mittelzuflüssen dürfte sich die Verschuldung und damit das Zinsergebnis weiter reduzieren. Nach Finanzierungskosten und Steuern erwarten wir einen Rückgang des Ergebnis je Aktie um 13% auf 5,40 € (bisher 5,62 €).

Wiederaufnahme des Wachstumstrends 2011 – Ergebnisverdoppelung bis 2015 angestrebt – Internes und externes Wachstum

Wir adjustieren unsere langfristige Prognose bis 2015 entsprechend der Management Guidance von Schaltbau. Ab 2011 haben wir eine Wiederaufnahme des Wachstumstrends und eine Ergebnisverdoppelung 2010 bis 2015 unterstellt. Dabei wird das Wachstum sowohl von höheren Umsätzen in den angestammten Geschäftsbereichen als auch von zusätzlichen Akquisitionen getragen. Wir erwarten sowohl eine regionale Verbreiterung der Geschäftsbasis als auch Ergänzungen des Produktportfolios mit Verkehrstechnischen Komponenten. Die Finanzierung des Wachstums sollte weitgehend aus eigenen Mitteln erfolgen.

Die aktuelle Finanzierungssituation von Schaltbau hat sich verbessert. Das Gearing (Nettoverschuldung: Eigenkapital) wird sich nach dem Turnaround zu einem positiven Eigenkapitalausweis in 2009 auf 328% (2008: 878%) reduzieren. Bezogen auf die Ergebnissituation wird sich die Kennzahl Nettoverschuldung: EBITDA von 2,7 (2008) auf 2,2 (2009) verbessern.

Auch wenn sich die Finanzierungssituation verbessert hat, halten wir eine Finanzierung des Wachstums über Kapitalmarktkomponenten für denkbar. Dazu steht für eine Kapitalerhöhung ein genehmigtes Kapital von 3,2 Mio. € bzw. etwa 0,9 Mio. neue Aktien zur Verfügung. Dies entspricht bei voller Inanspruchnahme etwa 48% des derzeitigen Aktienkapitals. Damit könnten neue Eigenmittel im Umfang von etwa 20 Mio. € generiert werden.

Fairer Wert des DCF-Modells angehoben

Unter Berücksichtigung der dynamischeren Unternehmensentwicklung ab 2011 haben wir unser DCF-Modell adjustiert. Der daraus resultierende faire Wert beträgt 65 € je Aktie (bisher 50 € je Aktie). Die Veränderung resultiert insbesondere aus ab 2011 unterstellten stärkeren Wachstum sowie der unterstellten nachhaltigen EBIT-Marge von 7,0% (bisher 6,5%). Potentielle Eigenkapitalmaßnahmen wurden im DCF-Modell nicht berücksichtigt.

Schaltbau niedrig bewertet – Hoher Abschlag zum fairen Wert – Wachstumspotential wird derzeit nicht bewertet

Die Schaltbau-Aktie ist trotz der während der Finanzkrise präsentierten stabilen Unternehmensentwicklung derzeit niedrig bewertet. Insbesondere gemessen am KGV (2010e: 6,8) liegt die Bewertung von Schaltbau deutlich unter dem Niveau vergleichbarer Industrieunternehmen. Unberücksichtigt bleibt dabei mit Blick auf die Folgejahre die Wiederaufnahme des Wachstumstrends mit steigenden Ergebnissen. Schaltbau setzt sich damit positiv von den Vergleichsunternehmen ab.

Der faire Wert der Aktie liegt nach unserem DCF-Modell mit 65 € deutlich über dem aktuellen Börsenkurs. Der Kapitalmarkt hat damit die positiven Unternehmensperspektiven noch nicht antizipiert.

Der derzeitige noch hohe Abschlag signalisiert die Marktunsicherheiten im Kontext der kurzfristig rückläufigen Ergebnisentwicklung des Unternehmens. Diese Belastungen sollten im Verlauf von 2010 nachlassen.

Unsere Empfehlung für die Schaltbau-Aktie lautet daher Kaufen mit Kursziel 65 € (bisher 50 €).

Schaltbau-Konzern: Peer-Group-Vergleich

Ticker	Kurs	Währung	KGV 2008	KGV 2009e	KGV 2010e	EV/EBITDA 2009e	EV/EBITDA 2010e	EV/EBIT 2009e	EV/EBIT 2010e	Ebit-Marge 2009e	Kurs/	
	20.11.2009										Buchwert 2009e	EV/Sales 2009e
SIEMENS AG	64,12	Euro	33,6	13,7	14,1	7,9	8,2	11,3	12,3	7,9%	1,9	0,9
VOSSLOH AG	66,51	Euro	7,0	10,4	10,3	6,0	5,6	7,2	6,8	11,4%	1,8	0,8
MAN AG	59,55	Euro	7,1	37,2	22,1	12,9	9,8	23,8	15,7	3,7%	1,6	0,9
BOMBARDIER INC	4,50	U.S. Dollar	8,0	11,4	11,1	4,7	4,4	6,8	6,2	5,8%	2,2	0,4
Durchschnitt (ungewichtet)			13,9	18,1	14,4	7,9	7,0	12,3	10,2	7,2%	1,9	0,8
MEDIAN			7,6	12,5	12,6	6,9	6,9	9,3	9,5	6,9%	1,9	0,9
SCHALTBAU HOLDING AG	36,25	Euro	5,7	5,8	6,7	4,6	4,8	6,1	7,2	8,0%	3,5	0,5
Abweichung vom Median			-24,4%	-53,7%	-46,9%	-34,3%	-29,9%	-34,6%	-25,0%	16,5%	85,7%	-45,1%

Quelle: Thomson Reuters, Solventis Research

Schaltbau-Konzern: GuV in Mio. €

	2008	yoy	2009e	yoy	2010e	yoy	2011e	yoy
Umsatz	280,20	20,7%	270,00	-3,6%	270,00	0,0%	307,00	13,7%
Erh./Verm. un/fertige Erzeugnisse	1,28	-55,8%	1,23	-3,6%	1,23	0,0%	1,40	13,7%
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%	3,64	-13,2%	4,13	13,5%	4,41	6,7%
Materialaufwand	150,94	22,2%	145,45	-3,6%	145,45	0,0%	165,38	13,7%
Rohergebnis nach GKV	135,61	17,1%	129,94	-4,2%	130,43	0,4%	147,95	13,4%
Personalaufwand	79,36	6,1%	76,47	-3,6%	76,47	0,0%	86,95	13,7%
Abschreibungen (ohne Finanzanlagen)	5,97	13,6%	7,19	20,4%	8,41	17,0%	9,63	14,5%
sonstige betriebliche Aufwendungen	28,43	30,9%	24,69	-13,2%	28,01	13,5%	29,88	6,7%
Ebit (vor Struktur Aufwand)	21,85	55,0%	21,60	-1,2%	17,55	-18,8%	21,49	22,5%
EBIT-Marge (vor Struktur Aufwand)	7,80%	1,7 pp	8,00%	0,2 pp	6,50%	-1,5 pp	7,00%	0,5 pp
EBITDA	27,82	43,8%	28,79	3,5%	25,96	-9,8%	31,12	19,9%
EBITDA-Marge	9,93%	1,6 pp	10,66%	0,7 pp	9,61%	-1,0 pp	10,14%	0,5 pp
EBIT	21,85	55,0%	21,60	-1,2%	17,55	-18,8%	21,49	22,5%
EBIT-Marge	7,80%	1,7 pp	8,00%	0,2 pp	6,50%	-1,5 pp	7,00%	0,5 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	10,4%	0,26	9,4%	0,27	3,4%
Zinsaufwand	6,59	12,9%	5,75	-12,7%	3,95	-31,3%	4,57	15,7%
Finanzergebnis	-6,05	48,9%	-5,19	-14,2%	-3,37	-35,1%	-3,98	18,2%
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%	16,41	3,8%	14,18	-13,6%	17,51	23,5%
EBT-Marge	5,64%	1,3 pp	6,08%	0,4 pp	5,25%	-0,8 pp	5,70%	0,5 pp
Steuern	2,73	46,2%	2,95	8,1%	2,55	-13,6%	3,50	37,2%
Steuerquote	17,29%	-1,3 pp	18,00%	0,7 pp	18,00%	0,0 pp	20,00%	2,0 pp
Ergebnis n. Steuern	13,07	60,1%	13,46	2,9%	11,63	-13,6%	14,01	20,5%
Anteile Dritter	1,23	27,1%	1,80	46,5%	1,50	-16,7%	1,81	20,5%
Konzernjahresüberschuss	11,84	64,5%	11,66	-1,6%	10,13	-13,1%	12,20	20,5%
Anzahl Aktien zum 17.11.09 (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%	6,24	-1,6%	5,42	-13,1%	6,53	20,5%

Quelle: Schaltbau, Solventis Research

Schaltbau-Konzern: Bilanz in Mio. €

	2008	yoy	2009e	yoy	2010e	yoy	2011e	yoy
Aktiva								
Kassenbestand	5,33	-32,4%	8,10	52,0%	8,10	0,0%	9,21	13,7%
Forderungen Lieferungen und Leistungen	33,24	-1,6%	32,03	-3,6%	32,03	0,0%	36,42	13,7%
Vorräte	53,34	14,9%	51,40	-3,6%	51,40	0,0%	58,45	13,7%
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%	98,26	-0,4%	98,26	0,0%	110,80	12,8%
Sachanlagen	40,27	-0,2%	39,08	-2,9%	42,68	9,2%	45,05	5,6%
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%	68,29	-1,7%	71,89	5,3%	74,26	3,3%
Summe Aktiva	168,12	2,1%	166,55	-0,9%	170,15	2,2%	185,06	8,8%
Bilanzsumme	168,12	2,1%	166,55	-0,9%	170,15	2,2%	185,06	8,8%
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%	-13,19	-44,8%	-3,90	-70,4%	7,18	-284,3%
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%	16,94	172,5%	26,22	54,8%	37,30	42,3%
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%	19,33	124,5%	28,62	48,0%	39,70	38,7%
					23,98		34,16	
Langfristige Schulden								
Pensionsrückstellungen	18,99	-0,8%	18,30	-3,6%	18,30	0,0%	20,80	13,7%
Übrige Rückstellungen	5,09	-12,4%	4,90	-3,6%	4,90	0,0%	5,57	13,7%
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%	47,50	-2,1%	38,45	-19,0%
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%	6,05	-3,6%	6,05	0,0%	6,88	13,7%
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%	77,77	-1,4%	76,75	-1,3%	71,71	-6,6%
Kurzfristige Schulden								
Übrige Rückstellungen	19,49	12,2%	18,78	-3,6%	18,78	0,0%	21,35	13,7%
Verbindlichkeiten Lieferungen und Leistungen	19,83	-8,7%	19,11	-3,6%	19,11	0,0%	21,73	13,7%
Finanzverbindlichkeiten	13,42	-14,7%	4,68	-65,1%	0,00	-100,0%	0,00	0,0%
Steuerverbindlichkeiten	0,15	130,3%	0,15	-3,6%	0,15	0,0%	0,17	13,7%
Sonstige Verbindlichkeiten	13,16	37,2%	12,68	-3,6%	12,68	0,0%	14,42	13,7%
Passive Rechnungsabgrenzungsposten	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
Erhaltene Anzahlungen	14,59	-17,0%	14,06	-3,6%	14,06	0,0%	15,99	13,7%
Summe Kurzfristige Schulden	80,63	-1,7%	69,45	-13,9%	64,77	-6,7%	73,65	13,7%
Summe Passiva	168,11	2,1%	166,54	-0,9%	170,14	2,2%	185,06	8,8%
Bilanzsumme	168,11	2,1%	166,54	-0,9%	170,14	2,2%	185,06	8,8%

Quelle: Schaltbau, Solventis Research

Schaltbau-Konzern: DCF-Modell

(in Mio. €)	2008	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	Terminal Value
Umsatz	280,2	270,0	270,0	307,0	349,0	391,0	435,0	
Veränderung in %	20,7%	-3,6%	0,0%	13,7%	13,7%	12,0%	11,3%	
EBITDA	27,8	28,8	26,0	31,1	35,3	40,3	44,2	
EBITDA-Marge	9,9%	10,7%	9,6%	10,1%	10,1%	10,3%	10,2%	
EBIT	21,9	21,6	17,6	21,5	24,4	28,3	30,9	
EBIT-Marge	7,8%	8,0%	6,5%	7,0%	7,0%	7,2%	7,1%	
NOPLAT	18,1	17,7	14,4	17,2	19,5	21,8	23,6	23,4
Reinvestment Rate	58,6%	-20,4%	25,0%	65,1%	62,2%	54,7%	51,8%	20,9%
FCFF	7,5	21,3	10,8	6,0	7,4	9,9	11,3	231,0
WACC	6,53%	6,75%	6,96%	7,14%	7,46%	7,71%	8,14%	8,50%
Kummuliertes WACC		106,75%	114,19%	122,34%	131,47%	141,60%	153,13%	166,15%
Barwerte der FCFF		20,0	9,5	4,9	5,6	7,0	7,4	139,0
Summe Barwerte FCFF	54,3							
Barwert Terminal Value	139,0							
in % des Unternehmenswertes	71,9%							
Wert des Unternehmens	193,4							
Netto-Finanzschulden	75,6							
Wert Verlustvortrag	0,0							
Minderheiten	10,0							
Beteiligungen	15,0							
Wert des Eigenkapitals	122,8							
Wert pro Aktie	65,70							

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: **23. November 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 - 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 Bestand.

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 Angebotsituation 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

Einzel-emittenten: 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.