

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

### Ergebnismomentum beschleunigt sich im Q2/08 – Restrukturierung Bode trägt Früchte – Erfolgreiche Integration Bubenzers

#### Kaufen (Kaufen)

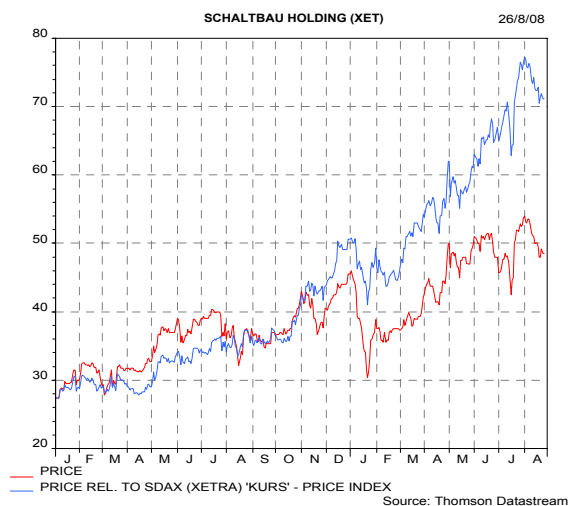
Kursziel	<b>60,00 €</b>
Kurs (26.8.2008)	48,71€
ISIN	DE0007170300
Marktkapitalisierung (Mio. €)	91,04
Anzahl Aktien (Mio.)	1,87
Homepage:	www.schaltbau.de

	2007	2008e	2009e	2010e
Umsatz (Mio. €)	232,06	265,00	275,00	284,00
EBIT (Mio. €)	14,10	20,67	22,83	22,72
EBIT-Marge	6,1%	7,8%	8,3%	8,0%
EBITDA (Mio. €)	19,35	26,13	28,50	28,60
EBITDA-Marge	8,3%	9,9%	10,4%	10,1%
Ergebnis je Aktie (€)*	3,85	5,87	6,57	7,78
Dividende je Aktie (€)	0,30	0,60	0,80	1,00
Buchwert je Aktie (e)	-1,13	4,14	9,92	16,70
KGV	12,65	8,29	7,41	6,26
Kurs/Buchwert	-43,15	11,76	4,91	2,92
EV/EBIT	12,11	7,76	6,57	6,10
EV/EBITDA	8,82	6,14	5,27	4,84
EV/Umsatz	0,74	0,61	0,55	0,49
Dividendenrendite	0,62%	1,23%	1,64%	2,05%

\*Potentielle Verwässerung aus Ausübung Wandelanleihe nicht berücksichtigt.

**Schaltbau beschleunigte im zweiten Quartal 2008 das Ergebnismomentum. Die Ergebnisse haben sich im Vorjahresvergleich mehr als verdoppelt. Vor allem die erfolgreiche Restrukturierung von Bode trägt Früchte. Angesichts der hohen Auftragsbestände sind die Perspektiven für Schaltbau positiv. Der Börsenwert von Schaltbau ist niedrig und reflektiert nicht den fairen Wert des Unternehmens.**

- Mit einem Umsatz von 75,0 Mio. € (+38,4%) und einem operativen Ergebnis von 7,4 Mio. € (+123,5%) wurden im zweiten Quartal 2008 neue Rekordwerte erreicht. Treibender Faktor war die erfolgreiche Integration der Akquisition Bubenzers sowie die gute Geschäftsentwicklung bei Bode (Bus- und Bahntürsysteme).
- Für das Gesamtjahr 2008 erwarten wir nach der Anhebung unserer Schätzungen im Juli unverändert einen Anstieg der Nettoergebnisse um 52,5% und ein EPS von 5,87 €.
- Auf der Basis der hohen Auftragsbestände zeichnet sich für 2009 weiteres Umsatzwachstum ab. Die Rentabilität von Schaltbau wird sich auch mit abgeschwächter Dynamik weiter verbessern.
- Die Schaltbau-Aktie notiert deutlich unter ihrem fairen Wert. Mit einem KGV von 7,4 sowie einem EV/EBIT von 6,6 auf Basis der für 2009 zu erwartenden Ergebnisse hat der Aktienmarkt das Potential von Schaltbau noch nicht antizipiert.
- Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung und unser Kursziel von 60 €. Das entspricht einem Kurspotential von mindestens 23%.



BITTE BEACHTEN SIE UNSEREN DISCLAIMER AB SEITE 7.

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

## Ergebnismomentum beschleunigt sich im zweiten Quartal 2008

Der Umsatz im Schaltbau-Konzern lag unterstützt durch die erstmalige Konsolidierung der Akquisition Bubenzer im zweiten Quartal mit 75,0 Mio. € um 38,4% über dem Vorjahreswert (bereinigt ca. +10%). Das operative Ergebnis erreichte mit 7,4 Mio. € (+123,5%) eine neue Rekordmarke. Die EBIT-Marge im Schaltbau-Konzern konnte auf 9,8% (Vorjahr 6,1%) gesteigert werden. Unter Berücksichtigung der gestiegenen Finanzierungskosten (Akquisition Bubenzer) sowie der rückläufigen Steuerquote von lediglich 11,9% wurde im zweiten Quartal 2008 ein Nettoergebnis auf Aktionärsesebene von 5,6 Mio. € (+125,8% yoy) erreicht. Dies entspricht auf Quartalsebene einem Ergebnis je Aktie (voll verwässert) von 2,51 €.

### Schaltbau: Quartalsergebnisse

	Veränd.		Veränd.		Veränd.	
	Q1/08	%	Q2/08	Veränd.%	H1/08	%
Auftragseingang	82,5	25,6	69,1	5,7	151,6	15,6
Auftragseingang (bereinigt)					134,9	2,9
Auftragsbestand	198,3	42,0	192,0	27,2	192,0	27,2
Umsatz	65,1	17,5	75,0	38,4	140,1	27,8
Umsatz (bereinigt)* e					120,9	10,3
EBIT	5,5	37,5	7,4	123,5	12,9	76,1
EBIT Marge %	8,4		9,8		9,2	
Konzernergebnis	3,5	45,8	5,6	125,3	9,1	86,7
Konzernergebnis n. Ant. Dritter	3,1	72,2	5,3	141,0	8,4	110,9
EPS	1,68	78,7	2,51	107,4	4,19	94,9

\*Bereinigung um erstmalige Konsolidierung Kranbremsen

Quelle:

## Gesamtjahr 2008 lässt neues Rekordergebnis erwarten

Wir erwarten für das Gesamtjahr 2008 unverändert einen Umsatzanstieg um 14% auf 265 Mio. €. Unsere Ergebniserwartung bleibt bei einem operativen Ergebnis von 20,7 Mio. € (+46,6%). Daraus resultiert nach Finanzierungskosten und Steuern (normalisierte Steuerquote von 25%) ein Ergebnis je Aktie von 5,87 € (+52,5% yoy.). Mit dieser Einschätzung liegen unsere Erwartungen bereits über denen des Schaltbau-Managements (Ergebnis je Aktie von etwa 5,50 €-5,70€).

Die aktuelle Guidance des Unternehmens berücksichtigt nach unserer Einschätzung eine zu starke Verlangsamung des Unternehmenswachstums sowie eine stärkere Abschwächung der Ergebnisse im zweiten Geschäftshalbjahr. Selbst wenn man berücksichtigt, dass die Monate August und De-

zember eher schwächere Monate für Schaltbau sind, und wenn man unterstellt, das auch die asiatischen Tochtergesellschaften den größten Teil ihrer Ergebnisse im ersten Geschäftshalbjahr erwirtschaften ist dennoch kaum erklärlich warum sich das operative Ergebnis im zweiten Halbjahr gegenüber dem ersten Halbjahr um fast 40% abschwächen sollte. Wir halten daher eine weitere Anhebung der Unternehmens-Guidance innerhalb des zweiten Halbjahres 2008 für wahrscheinlich. Zu einem höheren Umsatz könnte auch die Neuakquisition Machine Electrics in Großbritannien beitragen. Die Gesellschaft wurde rückwirkend zum Anfang des Jahres 2008 übernommen und erzielte 2007 einen Umsatz von 5,9 Mio. € (entspricht ca. 2,2% des Konzernumsatzes). Der Ergebniseinfluss der Akquisition dürfte 2008 neutral ausfallen.

#### **Ausblick: Positiver Ergebnistrend wird sich 2009 fortsetzen. – Rentabilität steigt weiter an**

Die Absatzmengen werden in beiden Unternehmensbereichen 2009 leicht anziehen, denn durch das Wachstum der Investitionen in die internationale Verkehrsinfrastruktur profitiert Schaltbau mit seinen verschiedenen Produktgruppen. Die Rentabilität von Schaltbau wird sich nach der vollständigen Integration von Bubenzer sowie unter Berücksichtigung der hohen Kapazitätsauslastung bei Bus- und Bahntüren weiter verbessern. Wir gehen von einer Ausweitung der EBIT Marge auf 8,3% aus. Insgesamt dürfte bei einem Umsatzanstieg um 3,7% auf 275 Mio. € das operative Ergebnis um weitere 10% auf etwa 23 Mio. € zunehmen. Das von uns geschätzte Ergebnis je Aktie in Höhe von 6,57 € berücksichtigt noch nicht die mögliche Verwässerung aus einer Ausübung des Wandlungsrechtes aus der Wandelanleihe. Bei einer unterstellten Wandlungsquote von 50% beträgt die Verwässerung ca. 0,22 € je Aktie

#### **Bewertungslücke dürfte innerhalb der nächsten 12 Monate geschlossen werden.**

Mit einem KGV von 7,4 sowie einem EV/EBIT von 6,6 auf Basis der für 2009 zu erwartenden Ergebnisse ist die Schaltbau-Aktie niedrig bewertet. Diese Einschätzung wird auch durch das DCF-Modell gestützt. Der faire Wert liegt danach bei etwa 60 € je Aktie. Wir gehen davon aus, dass die Bewertungslücke auch durch den Nachweis des nachhaltigen Ergebniswachstums innerhalb der nächsten 12 Monate geschlossen werden kann. Auch die sich verbessernde Finanzierungssituation mit einer verstärkten Eigenkapitalbasis dürfte dann stärker in den Mittelpunkt der Bewertungsüberlegungen treten.

**Auf Basis unserer derzeitigen Annahmen beträgt das Kursziel für die Schaltbau-Aktie 60 € (Kurspotential mindestens 23%). Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung.**

## Peer-Group-Tabelle

Ticker	Kurs		KGV			EV/EBITDA		EV/EBIT		Ebit-Marge	Kurs/Buchwert		EV/Sales	
	25.08.2008	Währung	2007	2008e	2009e	2008e	2009e	2008e	2009e		2008e	2009e	2008e	2009e
FUNKWERK AG	9,53	Euro	11,9	10,2	7,1	2,7	2,2	6,1	4,2	3,9%	0,61	0,57	0,24	0,23
VOSSLOH AG	85,15	Euro	18,1	12,8	13,3	7,9	7,4	9,7	9,0	11,4%	2,56	2,30	1,11	1,07
DELACHAUX S.A	72,50	Euro	17,8	15,7	14,5	9,9	9,1	10,9	10,1	12,7%	2,36	2,06	1,38	1,32
FAIVELEY	54,72	Euro	18,9	16,0	14,5	6,0	5,1	6,9	5,9	13,0%	3,45	2,96	0,90	0,83
ANSALDO STS SPA	10,44	Euro	18,0	16,5	14,9	7,2	6,2	7,9	6,8	10,7%	4,76	3,95	0,84	0,78
Durchschnitt (ungewichtet)			16,9	14,2	12,9	6,8	6,0	8,3	7,2	10,3%	2,75	2,37	0,89	0,85
MEDIAN			18,0	15,7	14,5	7,2	6,2	7,9	6,8	11,4%	2,56	2,30	0,90	0,83
SCHALTBAU HOLDING AG	47,82	Euro	12,6	8,3	7,4	6,1	5,3	7,8	6,6	7,8%	11,71	4,89	0,60	0,54
Abweichung vom Median			-30,1%	-47,5%	-49,1%	-14,4%	-15,6%	-2,2%	-3,0%	-31,7%	357,7%	112,5%	-33,3%	-35,3%

Quelle: Thomson Financial, Solventis Schätzung

## Schaltbau-Konzern: GuV

	2007	yoy	2008e	yoy	2009e	yoy	2010e	yoy
<b>Umsatz</b>	<b>232,06</b>	<b>9,1%</b>	<b>265,00</b>	<b>14,2%</b>	<b>275,00</b>	<b>3,8%</b>	<b>284,00</b>	<b>3,3%</b>
Erh./Verm. un/fertige Erzeugnisse	2,90	-6,0%	3,31	14,2%	3,43	3,8%	3,54	3,3%
andere aktivierte Eigenleistungen	1,20	n.m.	0,40	-66,7%	0,40	0,0%	0,40	0,0%
sonstige betriebliche Erträge	3,23	21,5%	2,82	-12,8%	2,68	-4,9%	2,91	8,6%
Materialaufwand	123,54	12,0%	141,07	14,2%	146,40	3,8%	151,19	3,3%
<b>Rohergebnis nach GKV</b>	<b>115,85</b>	<b>7,1%</b>	<b>130,45</b>	<b>12,6%</b>	<b>135,11</b>	<b>3,6%</b>	<b>139,67</b>	<b>3,4%</b>
Personalaufwand	74,77	4,0%	85,39	14,2%	88,61	3,8%	91,51	3,3%
Abschreibungen (ohne Finanzanlagen)	5,26	4,4%	5,46	3,9%	5,67	3,8%	5,88	3,7%
sonstige betriebliche Aufwendungen	21,72	11,6%	18,93	-12,8%	18,01	-4,9%	19,56	8,6%
Ebit (vor Struktur Aufwand)	14,10	19,5%	20,67	46,6%	22,83	10,4%	22,72	-0,5%
EBIT-Marge (vor Struktur Aufwand)	6,07%	0,5 pp	7,80%	1,7 pp	8,30%	0,5 pp	8,00%	-0,3 pp
EBITDA	19,35	15,0%	26,13	35,0%	28,50	9,0%	28,60	0,4%
EBITDA-Marge	8,34%	0,4 pp	9,86%	1,5 pp	10,36%	0,5 pp	10,07%	-0,3 pp
<b>EBIT</b>	<b>14,10</b>	<b>19,5%</b>	<b>20,67</b>	<b>46,6%</b>	<b>22,83</b>	<b>10,4%</b>	<b>22,72</b>	<b>-0,5%</b>
<b>EBIT-Marge</b>	<b>6,07%</b>	<b>0,5 pp</b>	<b>7,80%</b>	<b>1,7 pp</b>	<b>8,30%</b>	<b>0,5 pp</b>	<b>8,00%</b>	<b>-0,3 pp</b>
Erträge aus Beteiligungen	1,52	39,5%	1,52	0,0%	1,52	0,0%	1,52	0,0%
Abschreibungen auf Finanzanlagen	0,00	n.m.	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
Zinserträge	0,25	226,0%	0,24	-3,3%	0,24	-2,6%	0,24	1,6%
Zinsaufwand	5,84	33,6%	6,20	6,3%	6,60	6,5%	3,19	-51,7%
Finanzergebnis	-4,06	27,0%	-4,44	9,2%	-4,84	9,2%	-1,43	-70,5%
außerordentliches Ergebnis	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
<b>Ergebnis v. Ertragssteuern (EBT)</b>	<b>10,03</b>	<b>16,7%</b>	<b>16,23</b>	<b>61,8%</b>	<b>17,98</b>	<b>10,8%</b>	<b>21,29</b>	<b>18,4%</b>
EBT-Marge	4,32%	0,3 pp	6,13%	1,8 pp	6,54%	0,4 pp	7,50%	1,0 pp
Steuern	1,87	-27,2%	4,06	117,1%	4,50	10,8%	5,32	18,4%
Steuerquote	18,63%	-11,2 pp	25,00%	6,4 pp	25,00%	0,0 pp	25,00%	0,0 pp
<b>Ergebnis n. Steuern</b>	<b>8,17</b>	<b>35,4%</b>	<b>12,18</b>	<b>49,1%</b>	<b>13,49</b>	<b>10,8%</b>	<b>15,97</b>	<b>18,4%</b>
Anteile Dritter	0,97	-8,1%	1,20	24,1%	1,20	0,0%	1,42	18,4%
<b>Konzernjahresüberschuss</b>	<b>7,20</b>	<b>44,6%</b>	<b>10,98</b>	<b>52,5%</b>	<b>12,29</b>	<b>11,9%</b>	<b>14,55</b>	<b>18,4%</b>
Anzahl Aktien zum 26.08.08 (Mio.)	1,87	0,0%	1,87	0,0%	1,87	0,0%	1,87	0,0%
<b>Ergebnis n. Steuern je Aktie (EUR)</b>	<b>3,85</b>	<b>44,6%</b>	<b>5,87</b>	<b>52,5%</b>	<b>6,57</b>	<b>11,9%</b>	<b>7,78</b>	<b>18,4%</b>

Quelle: Schaltbau, Solventis Schätzung

**Schaltbau-Konzern: Bilanz**

	2007	yoy	2008e	yoy	2009e	yoy	2010e	yoy
<b>Aktiva</b>								
Kassenbestand	7,88	71,0%	6,81	-13,6%	7,06	3,8%	7,30	3,3%
Forderungen Lieferungen und Leistungen	33,78	19,5%	38,58	14,2%	40,04	3,8%	41,35	3,3%
Vorräte	46,41	9,7%	52,99	14,2%	54,99	3,8%	56,79	3,3%
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	7,55	38,6%	7,55	0,0%	7,55	0,0%	7,55	0,0%
Rechnungsabgrenzung	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
Steuerforderungen	0,22	363,8%	0,22	0,0%	0,22	0,0%	0,22	0,0%
<b>Summe Umlaufvermögen</b>	<b>95,84</b>	<b>18,8%</b>	<b>106,15</b>	<b>10,8%</b>	<b>109,86</b>	<b>3,5%</b>	<b>113,20</b>	<b>3,0%</b>
Sachanlagen	40,35	8,7%	39,89	-1,1%	40,22	0,8%	41,34	2,8%
Immaterielle Vermögenswerte	11,41	85,7%	11,41	0,0%	11,41	0,0%	11,41	0,0%
Firmenwerte	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
Finanzanlagen	8,40	58,4%	8,40	0,0%	8,40	0,0%	8,40	0,0%
Latente Steuern	8,73	-13,9%	8,73	0,0%	8,73	0,0%	8,73	0,0%
Rechnungsabgrenzungsposten	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
Sonstige langfristige Vermögenswerte	0,00	-100,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
<b>Summe Anlagevermögen</b>	<b>68,89</b>	<b>16,1%</b>	<b>68,42</b>	<b>-0,7%</b>	<b>68,75</b>	<b>0,5%</b>	<b>69,88</b>	<b>1,6%</b>
<b>Summe Aktiva</b>	<b>164,73</b>	<b>17,7%</b>	<b>174,57</b>	<b>6,0%</b>	<b>178,61</b>	<b>2,3%</b>	<b>183,08</b>	<b>2,5%</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>164,73</b>	<b>17,7%</b>	<b>174,57</b>	<b>6,0%</b>	<b>178,61</b>	<b>2,3%</b>	<b>183,08</b>	<b>2,5%</b>
<b>Passiva</b>								
Gezeichnetes Kapital	6,84	0,0%	6,84	0,0%	6,84	0,0%	6,84	0,0%
Kapitalrücklage	8,34	7,7%	8,34	0,0%	8,34	0,0%	8,34	0,0%
Gewinnrücklagen	-29,60	-14,2%	-19,75	-33,3%	-8,96	-54,6%	3,72	-141,5%
Kumuliertes übriges comprehensive income	10,24	33,8%	10,24	0,0%	10,24	0,0%	10,24	0,0%
<b>Eigenkapital ohne Anteile Fremdbesitz</b>	<b>-4,19</b>	<b>-65,9%</b>	<b>5,66</b>	<b>-235,2%</b>	<b>16,46</b>	<b>190,5%</b>	<b>29,13</b>	<b>77,0%</b>
Anteile in Fremdbesitz	2,08	-6,6%	2,08	0,0%	2,08	0,0%	2,08	0,0%
<b>Eigenkapital mit Anteilen in Fremdbesitz</b>	<b>-2,11</b>	<b>-79,0%</b>	<b>7,74</b>	<b>-467,0%</b>	<b>18,54</b>	<b>139,4%</b>	<b>31,21</b>	<b>68,4%</b>
					13,14		24,87	
<b>Langfristige Schulden</b>								
Pensionsrückstellungen	19,14	-0,9%	21,86	14,2%	22,69	3,8%	23,43	3,3%
Übrige Rückstellungen	5,80	-23,8%	6,63	14,2%	6,88	3,8%	7,10	3,3%
Anleihe	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
Finanzverbindlichkeiten	52,65	18,3%	52,65	0,0%	43,40	-17,6%	31,37	-27,7%
Interne Finanzierung	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
Steuerverbindlichkeiten/Latente Steuern	6,03	-19,0%	6,89	14,2%	7,15	3,8%	7,38	3,3%
Passive Rechnungsabgrenzungsposten	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	1,13	42,5%	1,29	14,2%	1,34	3,8%	1,38	3,3%
<b>Summe langfristige Schulden</b>	<b>84,76</b>	<b>6,4%</b>	<b>89,32</b>	<b>5,4%</b>	<b>81,45</b>	<b>-8,8%</b>	<b>70,66</b>	<b>-13,2%</b>
<b>Kurzfristige Schulden</b>								
Übrige Rückstellungen	17,37	18,6%	19,84	14,2%	20,59	3,8%	21,26	3,3%
Verbindlichkeiten Lieferungen und Leistungen	21,73	25,6%	24,81	14,2%	25,75	3,8%	26,59	3,3%
Finanzverbindlichkeiten	15,73	2,6%	1,74	-88,9%	0,00	-100,0%	0,00	0,0%
Steuerverbindlichkeiten	0,07	43,5%	0,08	14,2%	0,08	3,8%	0,08	3,3%
Sonstige Verbindlichkeiten	9,59	25,6%	10,95	14,2%	11,37	3,8%	11,74	3,3%
Passive Rechnungsabgrenzungsposten	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
Erhaltene Anzahlungen	17,59	14,2%	20,08	14,2%	20,84	3,8%	21,52	3,3%
<b>Summe Kurzfristige Schulden</b>	<b>82,07</b>	<b>16,6%</b>	<b>77,50</b>	<b>-5,6%</b>	<b>78,62</b>	<b>1,4%</b>	<b>81,19</b>	<b>3,3%</b>
<b>Summe Passiva</b>	<b>164,72</b>	<b>17,7%</b>	<b>174,56</b>	<b>6,0%</b>	<b>178,60</b>	<b>2,3%</b>	<b>183,07</b>	<b>2,5%</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>164,72</b>	<b>17,7%</b>	<b>174,56</b>	<b>6,0%</b>	<b>178,60</b>	<b>2,3%</b>	<b>183,07</b>	<b>2,5%</b>

Quelle: Schaltbau, Solventis Schätzung

**DCF-Modell Schaltbau**

<b>(in Mio. EUR)</b>	<b>2007</b>	<b>2008e</b>	<b>2009e</b>	<b>2010e</b>	<b>2011e</b>	<b>2012e</b>	<b>Terminal Value</b>
<b>Umsatz</b>	232,1	265,0	275,0	284,0	293,0	302,0	
<b>Veränderung in %</b>	9,1%	14,2%	3,8%	3,3%	3,2%	3,1%	
<b>EBITDA</b>	19,4	26,1	28,5	28,6	29,5	30,5	
<b>EBITDA-Marge</b>	8,3%	9,9%	10,4%	10,1%	10,1%	10,1%	
<b>EBIT</b>	14,1	20,7	22,8	22,7	23,4	24,2	
<b>EBIT-Marge</b>	6,1%	7,8%	8,3%	8,0%	8,0%	8,0%	
<b>NOPLAT</b>	11,5	15,5	17,1	17,0	17,6	18,1	18,6
<b>Reinvestment Rate</b>	113,2%	50,6%	16,6%	19,9%	23,8%	21,9%	21,6%
<b>FCFF</b>	-1,5	7,7	14,3	13,7	13,4	14,1	201,6
<b>WACC</b>	6,19%	5,93%	6,24%	6,59%	6,93%	7,30%	8,23%
<b>Kummuliertes WACC</b>		105,93%	112,54%	119,95%	128,27%	137,63%	148,96%
<b>Barwerte der FCFF</b>		7,2	12,7	11,4	10,4	10,3	135,4
<b>Summe Barwerte FCFF</b>	<b>52,0</b>						
<b>Barwert Terminal Value</b>	<b>135,4</b>						
<b>in % des Unternehmenswertes</b>	<b>72,2%</b>						
<b>Wert des Unternehmens</b>	<b>187,4</b>						
<b>Netto-Finanzschulden</b>	79,6						
<b>Wert Verlustvortrag</b>	0,0						
<b>Minderheiten</b>	10,0						
<b>Beteiligungen</b>	15,0						
<b>Wert des Eigenkapitals</b>	<b>112,7</b>						
<b>Wert pro Aktie</b>	<b>60,32</b>						

Quelle: Solventis Schätzung

**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](http://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: **27. August 2008**

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 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. Infobolsa, 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 abgezinnten 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.**