

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

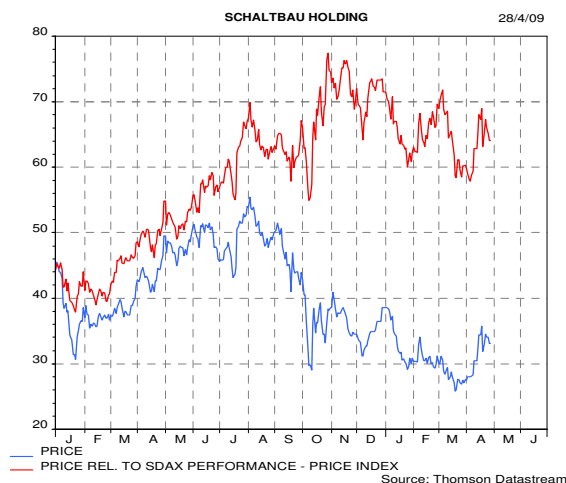
## Schaltbau Holding AG

**Ergebnisanstieg Q1/09 trotz schwacher Konjunktur**

### Kaufen (Kaufen)

|                               |                  |
|-------------------------------|------------------|
| Kursziel                      | 50,00 €          |
| Kurs (29.4.2009)              | 34,19 €          |
| ISIN                          | DE0007170300     |
| Marktkapitalisierung (Mio. €) | 63,90            |
| Anzahl Aktien (Mio.)          | 1,87             |
| Homepage:                     | www.schaltbau.de |

|                        | 2007   | 2008   | 2009e  | 2010e  |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|
| Umsatz (Mio. €)        | 232,06 | 280,20 | 280,00 | 290,00 |
| EBIT (Mio. €)          | 14,10  | 21,85  | 21,84  | 21,75  |
| EBIT-Marge             | 6,1%   | 7,8%   | 7,8%   | 7,5%   |
| EBITDA (Mio. €)        | 19,35  | 27,82  | 28,02  | 28,13  |
| EBITDA-Marge           | 8,3%   | 9,9%   | 10,0%  | 9,7%   |
| Ergebnis je Aktie (€)  | 3,85   | 6,35   | 6,30   | 6,85   |
| Dividende je Aktie (€) | 0,30   | 0,50   | 0,55   | 0,60   |
| Buchwert je Aktie (€)  | -1,13  | 4,61   | 10,36  | 16,61  |
| KGV                    | 8,88   | 5,40   | 5,42   | 4,99   |
| Kurs/Buchwert          | -30,28 | 7,42   | 3,30   | 2,06   |
| EV/EBIT                | 10,18  | 6,38   | 5,89   | 5,41   |
| EV/EBITDA              | 7,42   | 5,01   | 4,59   | 4,19   |
| EV/Umsatz              | 0,62   | 0,50   | 0,46   | 0,41   |
| Dividendenrendite      | 0,88%  | 1,46%  | 1,61%  | 1,75%  |



**Die Präsentation der vollständigen Ergebnisse von Schaltbau zum Geschäftsjahr 2008 bestätigten unsere Annahmen. Ergebniszuwächse in allen Unternehmensbereichen im ersten Quartal 2009 signalisieren, dass sich Schaltbau derzeit von der insgesamt schwachen Konjunktorentwicklung abkoppeln konnte. Wir gehen von einer stabilen Unternehmensentwicklung in 2009 aus.**

- Mit einem Umsatz von 280,2 Mio. € (+20,7%) und einem operativen Ergebnis von 21,8 Mio. € (+55%) wurden im Geschäftsjahr 2008 die von uns erwarteten Ergebnisse erreicht. Die EBIT-Marge hat sich von 6,1% auf 7,8% erhöht.
- Die Bilanzstruktur von Schaltbau hat sich nachhaltig verbessert. Die Finanzverschuldung (einschl. Pensionsrückstellungen) hat sich um etwa 4 Mio. € auf 75,6 Mio. € reduziert. Erstmals seit dem Beginn der Sanierung wurde wieder ein positives Konzern-Eigenkapital von 8,6 Mio. € (EK-Quote ca. 5%) ausgewiesen.
- Im ersten Quartal 2009 konnte sich Schaltbau von der insgesamt schwachen Konjunktorentwicklung abkoppeln und Umsatz sowie operatives Ergebnis um etwa 11% ausweiten.
- Auch wenn der Auftragseingang in Q1/09 mit -3,9% leicht rückläufig war, rechnen wir insgesamt mit einer stabilen Umsatz- und Ergebnisentwicklung im Geschäftsjahr 2009.
- Sowohl auf Basis klassischer Kennzahlen im Vergleich mit den Peer-Group-Unternehmen als auch unter Berücksichtigung der langfristigen Perspektiven im DCF-Modell weist die Schaltbau-Aktie eine Unterbewertung auf. Der faire Wert liegt auf der Basis unserer aktualisierten Schätzungen unverändert bei 50 € je Aktie.
- Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung.

BITTE BEACHTEN SIE UNSEREN DISCLAIMER AB SEITE 9.

### **Ungebremstes Wachstum in 2008 – erfolgreiche Ausweitung der Rentabilität**

Die Veröffentlichung des Jahresabschlusses bestätigte die bereits weitgehend bekannten Kennzahlen zum erfolgreichen Geschäftsjahresverlauf 2008.

Der Umsatz im Schaltbau-Konzern lag 2008 mit 280,2 Mio. € um 20,7% über dem Vorjahresniveau. Zu dem Anstieg haben die beiden Unternehmensbereiche, Mobile Verkehrstechnik sowie Stationäre Verkehrstechnik, beigetragen. Im Bereich Mobile Verkehrstechnik mit Bus- und Bahntüren wurde ein Umsatzanstieg um 13,3% erreicht. Im Bereich Stationäre Verkehrstechnik lag das Umsatzplus bei 35,7%. Bereinigt um den Neuerwerb Bubenzer lag der Anstieg im Schaltbau Konzern bei etwa 11,7%.

Das operative Ergebnis erreichte mit 21,8 Mio. € eine überdurchschnittlich starke Zunahme um 55%. Dies ist auf einen veränderten Produktmix sowie Rentabilitätssteigerungen aufgrund der hohen Kapazitätsauslastung zurückzuführen. Insbesondere der höhere Anteil des margenstarken Geschäftes im Bereich Stationäre Verkehrstechnik wirkte sich positiv auf die Ertragslage aus. Der Anstieg der EBIT-Marge im Schaltbau-Konzern auf 7,8% (Vorjahr 6,1%) ist beachtlich.

Das negative Finanzergebnis lag mit 6,05 Mio. € um etwa 2 Mio. € unter dem Vorjahresniveau. Die höheren Finanzierungskosten sind im Wesentlichen auf die ganzjährig anfallenden Aufwendungen für die Akquisition Bubenzer (Kranbremsen) zurückzuführen. Gleichzeitig stieg das Working Capital durch die Umsatzausweitung um etwa 14% auf 66,7 Mio..

Die weiterhin bestehenden steuerlichen Verlustvorträge erklären die niedrige Steuerquote von lediglich etwa 18%. Daraus resultiert der im Vergleich zum operativen Ergebnis weit überdurchschnittliche Anstieg beim Nettoergebnis um 64,5% auf 11,8 Mio. €.

Die hohen Ergebnisanteile Dritter in Höhe von 1,2 Mio. € (+27,1%) deuten darauf hin, dass die chinesischen Joint Ventures erneut mit stark positiven Ergebnissen zum Konzernresultat beigetragen haben. Wir schätzen den Umsatzanteil der Gemeinschaftsunternehmen in China auf etwa 5% und den Ergebnisanteil im Konzern auf etwa 19% (Vorjahr 23%).

Angesichts der anhaltend positiven Cash-Flow-Entwicklung bei gleichzeitig nur geringen Investitionserfordernissen hat sich das Unternehmen entschlossen, eine höhere Dividende auszuschütten. Mit 0,50 € (Vorjahr 0,30 €) je Aktie und einer daraus resultierenden Ausschüttungsquote von 7,8% bleibt die Ausschüttung noch niedrig. Wir gehen für die kommenden Geschäftsjahre von einer zumindest stabilen Dividende aus. Allerdings muss berücksichtigt werden, dass die Eigenkapitalausstattung im Schaltbau-Konzern auch nach dem ertragstarken Geschäftsjahr 2008 mit 5,1% noch gering ist.

Insgesamt lässt sich konstatieren, daß sich die Profitabilität von Schaltbau trotz der vor allem im zweiten Halbjahr 2008 sehr schwachen konjunkturellen Rahmenbedingungen deutlich verbessert hat. Damit wurde eine gute Plattform für eine auch zumindest stabile Unternehmensentwicklung geschaffen.

### **Nettoverschuldung hat sich leicht reduziert – Erstmals positiver Eigenkapitalausweis**

Die Finanzverschuldung hat sich 2008 einschließlich der Pensionsrückstellungen um etwa 4 Mio. € auf 75,6 Mio. € reduziert. Angesichts eines normalisierten Investitionsvolumens von weniger als 5 Mio. € und einem Free Cash Flow von etwa 13 Mio. € gehen wir ohne Berücksichtigung potentieller Akquisitionen von einem weiteren Verschuldungsabbau im Geschäftsjahr 2009 aus.

Die positive Ergebnisentwicklung von Schaltbau in 2008 schlägt sich bilanziell auch in einer deutlich verbesserten Eigenkapitalausstattung nieder. Nach mehreren Jahren mit einem im Konzern negativen Eigenkapitalausweis (nach Abschreibungen auf Beteiligungen im Rahmen der Sanierung) hat Schaltbau in der Jahresbilanz 2008 durch die hohe Gewinnthesaurierung erstmals wieder ein positives Eigenkapital von 8,6 Mio. € ausgewiesen (EK Quote 5%).

Wir erwarten 2009 eine weitere Verbesserung der Bilanzstruktur. Insbesondere die Eigenkapitalquote dürfte sich auf fast 11% verdoppeln. Für das Gesamtjahr 2009 ist nach unserer Einschätzung eine positive Eigenkapitalposition von ca. 19,2 Mio. € denkbar. Das entspricht einem Buchwert je Schaltbau Aktie von etwa 10,29 € (2008: 4,61 €).

### **Erstes Quartal 2009: Leichter Rückgang der Auftragseingänge, jedoch deutliches Umsatzwachstum**

Der Geschäftsverlauf im ersten Quartal 2009 war von einem leichten Rückgang der Auftragseingänge um 3,9% auf 79,3 Mio. € gegenüber dem Rekordniveau des Vorjahres gekennzeichnet. Gleichzeitig hat sich der Umsatz aufgrund des anhaltend hohen Auftragsbestandes um 11,5% erhöht. Auch das operative Ergebnis konnte um 11% ausgeweitet werden. Schaltbau profitiert dabei auch von den in den Vorjahren eingeleiteten Strukturmaßnahmen die einer gestrafften Kostenstruktur geführt haben. Zuwächse waren in allen Geschäftsbereichen zu verzeichnen.

**Schaltbau Quartalsergebnisse**

|                                    | Q1/08      | Q1/09      | Veränd. % | 2009e      | Veränd. % |
|------------------------------------|------------|------------|-----------|------------|-----------|
| Auftragseingang                    | 82,5       | 79,3       | -3,9      |            |           |
| Umsatz                             | 65,1       | 72,6       | 11,5      | 280,0      | 0,3       |
| EBIT                               | 5,5        | 6,1        | 10,9      | 21,8       | -0,1      |
| <i>EBIT Marge %</i>                | <i>8,4</i> | <i>8,4</i> |           | <i>7,8</i> |           |
| Konzernergebnis                    | 3,5        | 4,3        | 22,9      | 13,0       | -0,3      |
| Konzernergebnis<br>n. Ant. Dritter | 3,1        | 3,7        | 19,4      | 11,8       | -0,5      |
| EPS                                | 1,68       | 1,96       | 16,7      | 6,3        | -0,5      |

Quelle: Schaltbau Holding AG

**Ausblick 2009: Zumindest stabiler Ergebnisverlauf erkennbar – Anhebung unserer Ergebnisschätzung**

Auf Basis des anhaltend hohen Auftragsbestandes sowie der stabilen Nachfrage aus wichtigen Abnehmerindustrien (Busproduktion, Kranbremsen) lässt sich derzeit kaum eine Abschwächung der im ersten Quartal 2009 erreichten operativen Performance erkennen.

Vor diesem Hintergrund und entsprechend der Management Guidance haben wir unsere Umsatzschätzung für 2009 auf das Vorjahresniveau von 280 Mio. € angepasst (bisher 286 Mio. €). Für das operative Ergebnis gehen wir nunmehr von einem gehaltenen Niveau von etwa 21,8 Mio. € aus (bisher 19,7 Mio. €). Damit dürfte auch die EBIT-Marge 2009 mit 7,8% erneut das Niveau des Jahres 2008 erreichen. Aus diesen Annahmen sollte dann ein Ergebnis je Aktie von etwa 6,30 € resultieren (bisher 6,19 €).

**Schaltbau: Veränderung Ergebnisschätzung 2009**

| 2009e        | Solventis Schätzung<br>(bisher) | Solventis Schätzung<br>(neu) |
|--------------|---------------------------------|------------------------------|
| Umsatz       | 286,0                           | 280,0                        |
| EBIT         | 19,7                            | 21,8                         |
| Ebit-Marge % | 6,9                             | 7,8                          |
| EPS          | 6,19                            | 6,30                         |

Quelle: Schaltbau AG, Solventis Schätzung

### Schaltbau notiert unter dem fairen Wert

Die Schaltbau-Aktie wies in den letzten, von der Kapitalmarktkrise geprägten Monaten eine deutlich bessere Kursperformance im Vergleich zum Gesamtmarkt aber auch im Vergleich mit dem S-Dax auf. Dies ist auf die bemerkenswert stabile Ergebnisentwicklung zurückzuführen. Obwohl sich Schaltbau in der aktuellen Situation durch eine deutlich stabilere Ergebnissituation im Vergleich mit den Peer-Group-Unternehmen auszeichnet, notiert die Aktie mit einem deutlichen Bewertungsabschlag. Wir führen dies auf die vergleichsweise schwächere Finanzierungssituation und die damit verbundenen Risiken zurück.

Der faire Wert der Schaltbau-Aktie liegt nach unserem DCF-Modell mit 50 € je Aktie weiterhin über dem aktuellen Börsenkurs. Der hohe Abschlag signalisiert die noch anhaltenden Marktunsicherheiten im Kontext der global rezessiven Konjunktur-Entwicklung. Diese Belastungen dürften sich erst mit wieder aufhellenden Konjunkturperspektiven reduzieren.

### Peer-Group-Vergleich

| Ticker                     | Kurs       | Währung     | KGV    | KGV    | KGV    | EV/EBITDA | EV/EBITDA | EV/EBIT | EV/EBIT | Ebit-Marge | Kurs/    | EV/Sales |
|----------------------------|------------|-------------|--------|--------|--------|-----------|-----------|---------|---------|------------|----------|----------|
|                            | 29.04.2009 |             | 2008   | 2009e  | 2010e  | 2009e     | 2010e     | 2009e   | 2010e   | 2009e      | Buchwert | 2009e    |
| SIEMENS AG                 | 51,55      | Euro        | 27,0   | 10,7   | 10,7   | 6,7       | 6,5       | 9,8     | 9,7     | 7,8%       | 1,5      | 0,8      |
| VOSSLOH AG                 | 78,63      | Euro        | 8,3    | 12,5   | 11,7   | 7,1       | 6,4       | 8,6     | 7,8     | 10,8%      | 2,1      | 0,9      |
| MAN AG                     | 45,75      | Euro        | 5,5    | 15,4   | 14,4   | 8,1       | 7,7       | 12,4    | 11,6    | 5,7%       | 1,2      | 0,7      |
| BOMBARDIER INC             | 2,88       | U.S. Dollar | 5,1    | 6,9    | 7,1    | 2,7       | 2,8       | 3,6     | 3,8     | 6,8%       | 1,8      | 0,2      |
| Durchschnitt (ungewichtet) |            |             | 11,5   | 11,4   | 11,0   | 6,2       | 5,9       | 8,6     | 8,2     | 7,77%      | 1,6      | 0,7      |
| MEDIAN                     |            |             | 6,9    | 11,6   | 11,2   | 6,9       | 6,5       | 9,2     | 8,8     | 7,30%      | 1,6      | 0,7      |
| SCHALTBAU HOLDING AG       | 34,19      | Euro        | 5,4    | 5,4    | 5,0    | 4,6       | 4,2       | 5,9     | 5,4     | 7,80%      | 3,3      | 0,5      |
| Abweichung vom Median      |            |             | -21,4% | -53,4% | -55,5% | -33,3%    | -35,5%    | -36,1%  | -38,3%  | 6,9%       | 105,3%   | -37,5%   |

Quelle: Thomson Financial, Solventis Schätzung

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass vor dem Hintergrund der stabilen Ergebnissituation Spielraum für eine höhere Bewertung der Schaltbau-Aktie gegeben ist. Neue Impulse erwarten wir vor allem bei einer Wiederbelebung der Konjunktur und einem damit verbundenen positiven Ergebnismomentum.

Unsere Empfehlung für die Schaltbau-Aktie lautet unverändert Kaufen mit Kursziel 50 €.

**Schaltbau-Konzern: GuV**

|   | 2007          | yoy           | 2008          | yoy           | 2009e         | yoy           | 2010e         | yoy            |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|
| <b>Umsatz</b>                             | <b>232,06</b> | <b>9,1%</b>   | <b>280,20</b> | <b>20,7%</b>  | <b>280,00</b> | <b>-0,1%</b>  | <b>290,00</b> | <b>3,6%</b>    |
| Erh./Verm. un/fertige Erzeugnisse         | 2,90          | -6,0%         | 1,28          | -55,8%        | 1,28          | -0,1%         | 1,32          | 3,6%           |
| andere aktivierte Eigenleistungen         | 1,20          | n.m.          | 0,88          | -26,4%        | 0,52          | -41,0%        | 0,52          | 0,0%           |
| sonstige betriebliche Erträge             | 3,23          | 21,5%         | 4,19          | 29,6%         | 4,09          | -2,4%         | 4,38          | 7,2%           |
| Materialaufwand                           | 123,54        | 12,0%         | 150,94        | 22,2%         | 150,84        | -0,1%         | 156,22        | 3,6%           |
| <b>Rohergebnis nach GKV</b>               | <b>115,85</b> | <b>7,1%</b>   | <b>135,61</b> | <b>17,1%</b>  | <b>135,05</b> | <b>-0,4%</b>  | <b>140,01</b> | <b>3,7%</b>    |
| Personalaufwand                           | 74,77         | 4,0%          | 79,36         | 6,1%          | 79,30         | -0,1%         | 82,13         | 3,6%           |
| Abschreibungen (ohne Finanzanlagen)       | 5,26          | 4,4%          | 5,97          | 13,6%         | 6,18          | 3,5%          | 6,38          | 3,3%           |
| sonstige betriebliche Aufwendungen        | 21,72         | 11,6%         | 28,43         | 30,9%         | 27,73         | -2,4%         | 29,74         | 7,2%           |
| Ebit (vor Struktur Aufwand)               | 14,10         | 19,5%         | 21,85         | 55,0%         | 21,84         | -0,1%         | 21,75         | -0,4%          |
| EBIT-Marge (vor Struktur Aufwand)         | 6,07%         | 0,5 pp        | 7,80%         | 1,7 pp        | 7,80%         | 0,0 pp        | 7,50%         | -0,3 pp        |
| EBITDA                                    | 19,35         | 15,0%         | 27,82         | 43,8%         | 28,02         | 0,7%          | 28,13         | 0,4%           |
| EBITDA-Marge                              | 8,34%         | 0,4 pp        | 9,93%         | 1,6 pp        | 10,01%        | 0,1 pp        | 9,70%         | -0,3 pp        |
| <b>EBIT</b>                               | <b>14,10</b>  | <b>19,5%</b>  | <b>21,85</b>  | <b>55,0%</b>  | <b>21,84</b>  | <b>-0,1%</b>  | <b>21,75</b>  | <b>-0,4%</b>   |
| <b>EBIT-Marge</b>                         | <b>6,07%</b>  | <b>0,5 pp</b> | <b>7,80%</b>  | <b>1,7 pp</b> | <b>7,80%</b>  | <b>0,0 pp</b> | <b>7,50%</b>  | <b>-0,3 pp</b> |
| Erträge aus Beteiligungen                 | 1,52          | 39,5%         | 0,33          | -78,6%        | 0,33          | 0,0%          | 0,33          | 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%        | 0,21          | -15,1%        | 0,22          | 5,2%          | 0,24          | 5,8%           |
| Zinsaufwand                               | 5,84          | 33,6%         | 6,59          | 12,9%         | 6,50          | -1,3%         | 4,60          | -29,2%         |
| Finanzergebnis                            | -4,06         | 27,0%         | -6,05         | 48,9%         | -5,95         | -1,6%         | -4,04         | -32,1%         |
| 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>15,80</b>  | <b>57,5%</b>  | <b>15,89</b>  | <b>0,5%</b>   | <b>17,71</b>  | <b>11,5%</b>   |
| EBT-Marge                                 | 4,32%         | 0,3 pp        | 5,64%         | 1,3 pp        | 5,67%         | 0,0 pp        | 6,11%         | 0,4 pp         |
| Steuern                                   | 1,87          | -27,2%        | 2,73          | 46,2%         | 2,86          | 4,7%          | 3,54          | 23,9%          |
| Steuerquote                               | 18,63%        | -11,2 pp      | 17,29%        | -1,3 pp       | 18,00%        | 0,7 pp        | 20,00%        | 2,0 pp         |
| <b>Ergebnis n. Steuern</b>                | <b>8,17</b>   | <b>35,4%</b>  | <b>13,07</b>  | <b>60,1%</b>  | <b>13,03</b>  | <b>-0,3%</b>  | <b>14,17</b>  | <b>8,8%</b>    |
| Anteile Dritter                           | 0,97          | -8,1%         | 1,23          | 27,1%         | 1,25          | 1,7%          | 1,36          | 8,8%           |
| <b>Konzernjahresüberschuss</b>            | <b>7,20</b>   | <b>44,6%</b>  | <b>11,84</b>  | <b>64,5%</b>  | <b>11,78</b>  | <b>-0,5%</b>  | <b>12,81</b>  | <b>8,8%</b>    |
| Anzahl Aktien zum 27.04.09 (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>6,35</b>   | <b>64,5%</b>  | <b>6,30</b>   | <b>-0,5%</b>  | <b>6,85</b>   | <b>8,8%</b>    |

Quelle: Schaltbau, Solventis Schätzung

**Schaltbau-Konzern: Bilanz**

|   | 2007          | yoy           | 2008          | yoy            | 2009e         | yoy           | 2010e         | yoy          |
|---|---------------|---------------|---------------|----------------|---------------|---------------|---------------|--------------|
| <b>Aktiva</b>                                   |               |               |               |                |               |               |               |              |
| Kassenbestand                                   | 7,88          | 71,0%         | 5,33          | -32,4%         | 6,73          | 26,2%         | 6,97          | 3,6%         |
| Forderungen Lieferungen und Leistungen          | 33,78         | 19,5%         | 33,24         | -1,6%          | 33,22         | -0,1%         | 34,40         | 3,6%         |
| Vorräte   | 46,41         | 9,7%          | 53,34         | 14,9%          | 53,31         | -0,1%         | 55,21         | 3,6%         |
| Sonstige kurzfristige Vermögenswerte            | 7,55          | 38,6%         | 6,69          | -11,4%         | 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                               | 0,22          | 363,8%        | 0,04          | -81,7%         | 0,04          | 0,0%          | 0,04          | 0,0%         |
| <b>Summe Umlaufvermögen</b>                     | <b>95,84</b>  | <b>18,8%</b>  | <b>98,64</b>  | <b>2,9%</b>    | <b>99,98</b>  | <b>1,4%</b>   | <b>103,31</b> | <b>3,3%</b>  |
| Sachanlagen                                     | 40,35         | 8,7%          | 40,27         | -0,2%          | 40,09         | -0,4%         | 40,71         | 1,5%         |
| Immaterielle Vermögenswerte                     | 11,41         | 85,7%         | 12,22         | 7,1%           | 12,22         | 0,0%          | 12,22         | 0,0%         |
| Firmenwerte                                     | 0,00          | 0,0%          | 0,00          | 0,0%           | 0,00          | 0,0%          | 0,00          | 0,0%         |
| Finanzanlagen                                   | 8,40          | 58,4%         | 7,99          | -4,9%          | 7,99          | 0,0%          | 7,99          | 0,0%         |
| Latente Steuern                                 | 8,73          | -13,9%        | 9,00          | 3,2%           | 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          | -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>69,48</b>  | <b>0,9%</b>    | <b>69,30</b>  | <b>-0,3%</b>  | <b>69,92</b>  | <b>0,9%</b>  |
| <b>Summe Aktiva</b>                             | <b>164,73</b> | <b>17,7%</b>  | <b>168,12</b> | <b>2,1%</b>    | <b>169,28</b> | <b>0,7%</b>   | <b>173,23</b> | <b>2,3%</b>  |
| <b>Bilanzsumme</b>                              | <b>164,73</b> | <b>17,7%</b>  | <b>168,12</b> | <b>2,1%</b>    | <b>169,28</b> | <b>0,7%</b>   | <b>173,23</b> | <b>2,3%</b>  |
| <b>Passiva</b>                                  |               |               |               |                |               |               |               |              |
| Gezeichnetes Kapital                            | 6,84          | 0,0%          | 6,85          | 0,1%           | 6,85          | 0,0%          | 6,85          | 0,0%         |
| Kapitalrücklage                                 | 8,34          | 7,7%          | 8,44          | 1,3%           | 8,44          | 0,0%          | 8,44          | 0,0%         |
| Gewinnrücklagen                                 | -29,60        | -14,2%        | -23,91        | -19,2%         | -13,16        | -45,0%        | -1,47         | -88,8%       |
| Kumuliertes übriges comprehensive income        | 10,24         | 33,8%         | 14,83         | 44,8%          | 14,83         | 0,0%          | 14,83         | 0,0%         |
| <b>Eigenkapital ohne Anteile Fremdbesitz</b>    | <b>-4,19</b>  | <b>-65,9%</b> | <b>6,21</b>   | <b>-248,3%</b> | <b>16,97</b>  | <b>173,0%</b> | <b>28,65</b>  | <b>68,9%</b> |
| Anteile in Fremdbesitz                          | 2,08          | -6,6%         | 2,40          | 15,2%          | 2,40          | 0,0%          | 2,40          | 0,0%         |
| <b>Eigenkapital mit Anteilen in Fremdbesitz</b> | <b>-2,11</b>  | <b>-79,0%</b> | <b>8,61</b>   | <b>-508,0%</b> | <b>19,36</b>  | <b>124,9%</b> | <b>31,05</b>  | <b>60,4%</b> |
|   |               |               |               |                |               |               | 25,20         |              |
| <b>Langfristige Schulden</b>                    |               |               |               |                |               |               |               |              |
| Pensionsrückstellungen                          | 19,14         | -0,9%         | 18,99         | -0,8%          | 18,97         | -0,1%         | 19,65         | 3,6%         |
| Übrige Rückstellungen                           | 5,80          | -23,8%        | 5,09          | -12,4%         | 5,08          | -0,1%         | 5,26          | 3,6%         |
| Anleihe   | 0,00          | 0,0%          | 0,00          | 0,0%           | 0,00          | 0,0%          | 0,00          | 0,0%         |
| Finanzverbindlichkeiten                         | 52,65         | 18,3%         | 48,52         | -7,9%          | 48,52         | 0,0%          | 41,19         | -15,1%       |
| 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%        | 6,28          | 4,2%           | 6,28          | -0,1%         | 6,50          | 3,6%         |
| Passive Rechnungsabgrenzungsposten              | 0,00          | 0,0%          | 0,00          | 0,0%           | 0,00          | 0,0%          | 0,00          | 0,0%         |
| Sonstige Verbindlichkeiten                      | 1,13          | 42,5%         | 0,00          | -100,0%        | 0,00          | 0,0%          | 0,00          | 0,0%         |
| <b>Summe langfristige Schulden</b>              | <b>84,76</b>  | <b>6,4%</b>   | <b>78,87</b>  | <b>-6,9%</b>   | <b>78,85</b>  | <b>-0,0%</b>  | <b>72,60</b>  | <b>-7,9%</b> |
| <b>Kurzfristige Schulden</b>                    |               |               |               |                |               |               |               |              |
| Übrige Rückstellungen                           | 17,37         | 18,6%         | 19,49         | 12,2%          | 19,47         | -0,1%         | 20,17         | 3,6%         |
| Verbindlichkeiten Lieferungen und Leistungen    | 21,73         | 25,6%         | 19,83         | -8,7%          | 19,82         | -0,1%         | 20,52         | 3,6%         |
| Finanzverbindlichkeiten                         | 15,73         | 2,6%          | 13,42         | -14,7%         | 3,89          | -71,0%        | 0,00          | -100,0%      |
| Steuerverbindlichkeiten                         | 0,07          | 43,5%         | 0,15          | 130,3%         | 0,15          | -0,1%         | 0,16          | 3,6%         |
| Sonstige Verbindlichkeiten                      | 9,59          | 25,6%         | 13,16         | 37,2%          | 13,15         | -0,1%         | 13,62         | 3,6%         |
| Passive Rechnungsabgrenzungsposten              | 0,00          | 0,0%          | 0,00          | 0,0%           | 0,00          | 0,0%          | 0,00          | 0,0%         |
| Erhaltene Anzahlungen                           | 17,59         | 14,2%         | 14,59         | -17,0%         | 14,58         | -0,1%         | 15,10         | 3,6%         |
| <b>Summe Kurzfristige Schulden</b>              | <b>82,07</b>  | <b>16,6%</b>  | <b>80,63</b>  | <b>-1,7%</b>   | <b>71,06</b>  | <b>-11,9%</b> | <b>69,57</b>  | <b>-2,1%</b> |
| <b>Summe Passiva</b>                            | <b>164,72</b> | <b>17,7%</b>  | <b>168,11</b> | <b>2,1%</b>    | <b>169,27</b> | <b>0,7%</b>   | <b>173,22</b> | <b>2,3%</b>  |
| Schulden nicht fortgeführte Aktivitäten         | 0,00          | 0,0%          | 0,00          | 0,0%           | 0,00          | 0,0%          | 0,00          | 0,0%         |
| <b>Bilanzsumme</b>                              | <b>164,72</b> | <b>17,7%</b>  | <b>168,11</b> | <b>2,1%</b>    | <b>169,27</b> | <b>0,7%</b>   | <b>173,22</b> | <b>2,3%</b>  |

Quelle: Schaltbau, Solventis Schätzung

**DCF-Modell Schaltbau**

| (in Mio. €)                        | 2008         | 2009e   | 2010e   | 2011e   | 2012e   | Terminal Value |
|------------------------------------|--------------|---------|---------|---------|---------|----------------|
| <b>Umsatz</b>                      | 280,2        | 280,0   | 290,0   | 293,0   | 302,0   |                |
| <b>Veränderung in %</b>            | 20,7%        | -0,1%   | 3,6%    | 1,0%    | 3,1%    |                |
| <b>EBITDA</b>                      | 27,8         | 28,0    | 28,1    | 28,6    | 29,4    |                |
| <b>EBITDA-Marge</b>                | 9,9%         | 10,0%   | 9,7%    | 9,7%    | 9,7%    |                |
| <b>EBIT</b>                        | 21,9         | 21,8    | 21,8    | 22,0    | 22,7    |                |
| <b>EBIT-Marge</b>                  | 7,8%         | 7,8%    | 7,5%    | 7,5%    | 7,5%    |                |
| <b>NOPLAT</b>                      | 18,1         | 17,9    | 17,4    | 17,6    | 18,1    | 16,5           |
| <b>Reinvestment Rate</b>           | 58,6%        | -1,2%   | 17,2%   | 12,1%   | 18,5%   | 27,8%          |
| <b>FCFF</b>                        | 7,5          | 18,1    | 14,4    | 15,5    | 14,8    | 158,1          |
| <b>WACC</b>                        | 6,57%        | 6,87%   | 7,15%   | 7,54%   | 7,96%   | 7,80%          |
| <b>Kumuliertes WACC</b>            |              | 106,87% | 114,51% | 123,15% | 132,95% | 143,32%        |
| <b>Barwerte der FCFF</b>           |              | 17,0    | 12,6    | 12,5    | 11,1    | 110,3          |
| <b>Summe Barwerte FCFF</b>         | <b>53,2</b>  |         |         |         |         |                |
| <b>Barwert Terminal Value</b>      | <b>110,3</b> |         |         |         |         |                |
| <b>in % des Unternehmenswertes</b> | 67,5%        |         |         |         |         |                |
| <b>Wert des Unternehmens</b>       | <b>163,5</b> |         |         |         |         |                |
| <b>Netto-Finanzschulden</b>        | 75,6         |         |         |         |         |                |
| <b>Wert Verlustvortrag</b>         | 0,0          |         |         |         |         |                |
| <b>Minderheiten</b>                | 10,0         |         |         |         |         |                |
| <b>Beteiligungen</b>               | 15,0         |         |         |         |         |                |
| <b>Wert des Eigenkapitals</b>      | <b>92,9</b>  |         |         |         |         |                |
| <b>Wert pro Aktie</b>              | <b>49,73</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: **30. April 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 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 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.**