

# Schaltbau Holding AG

Maschinenbau  
Deutschland

## KAUFEN

(von Kaufen seit 28/04/2008)

€30,15

10. Oktober 2016

### Enttäuschende Quartalszahlen

- Auftragseingang erhöhte sich um 23,8%**
- In Q2`16 erhöhte sich der Umsatz marginal um 1,6% auf €130,2Mio.** und der Auftragseingang stieg deutlich um 23,8% auf €163,6Mio. an. Der solide Auftragseingang wurde vor allem von dem Geschäftsbereich Mobile Verkehrstechnik erzielt. Das EBIT fiel allerdings in Q2`16 um 24,5% auf €8,4Mio. Die EBIT-Marge fiel von 8,7% auf 6,5% zurück. Die schwache Ergebnisentwicklung ist auf die Mobile und Stationäre Verkehrstechnik zurückzuführen.
- Im ersten Halbjahr stieg der Konzernumsatz um 5,1% auf €247,7 Mio.** Wachstumstreiber war der Geschäftsbereich Komponenten. Das operative Ergebnis fiel um 36,9% auf €12,4 Mio. und die EBIT-Marge von 8,4% auf 5%. Der Auftragseingang stieg um 23% auf €319,1 Mio. Der Auftragsbestand wuchs um 23,9% auf €395,5Mio. mit einer sehr soliden Book-to-Bill Ratio von 1,29.
- Das Management hat die Ziele für das Gesamtjahr noch nach den Q2-Zahlen bekräftigt.** Am 5.September folgte dann allerdings eine deutliche Gewinnwarnung. Das EBIT wird jetzt bei €21Mio. nach €41,5Mio. liegen und das Nettoergebnis bei €11Mio. (vorher €27,3Mio.). Das Ergebnis je Aktie soll auf €0,80 nach erwarteten €3,50 fallen. Wir rechnen außerdem damit, dass die Dividende von €1 auf €0,40 gekürzt wird.
- Das Timing und die Höhe der Gewinnwarnung haben den Markt überrascht.** Wir haben daher unser Kursziel von €65 auf €45 deutlich reduziert. Wir halten an unserer Kaufempfehlung aufgrund des soliden Auftragsbestandes und der niedrigen Bewertung auch nach der Rückstufung weiterhin fest.

Kennzahlen									
Jahr bis Dez.	Umsatz (€Mio.)	EBITDA (€Mio.)	Netto Gewinn (€Mio.)	Gewinn pro Aktie(€)	Netto-Div.(€)	KGV (x)	EV/ EBITDA (x)	Netto Rend. (%)	
2015	496,7	49,5	17,4	2,90	1,00	16,5	10,1	2,1%	
2016E	532,1	32,4	5,2	0,87	0,40	34,8	11,8	1,3%	
2017E	559,9	51,4	21,6	3,60	1,00	8,4	7,4	3,3%	
2018E	586,0	54,5	23,8	3,97	1,05	7,6	7,0	3,5%	

Quelle: fairesearch

### Q2`16 Ergebnis

Nächstes Ereignis Q3`16-26.10.16

ISIN DE0007170300

Kursziel €45 (€65)

Marktkap. €181,15 Mio.

Nettoverschuld. 16E €199,9 Mio.

Buchwert p.Aktie 16E €13,79

Range (12M.) €28,85-€52,31

D.Tagesvolumen 867

Streubesitz 67,89%

CG Scorecard 94%

fairpoints: FFFFF

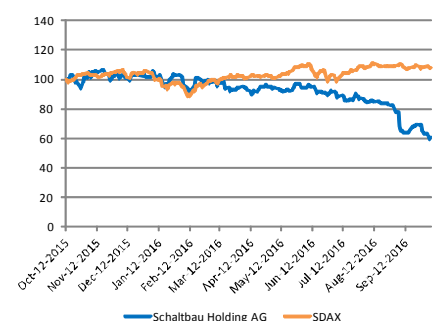
Performance (%) 1m 3m 12m

Relativ -5,3 -39,3 -47,4

Absolut -7,5 -31,4 -39,1

Kurs (Uhrzeit): 10:58

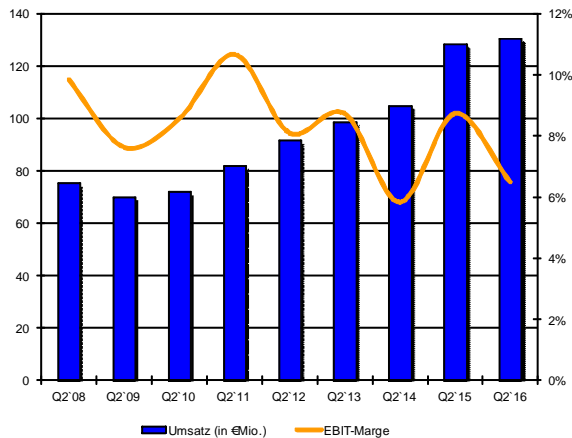
### Aktienkurs (blau) vs SDAX (1 J.)



Quelle: Capital IQ

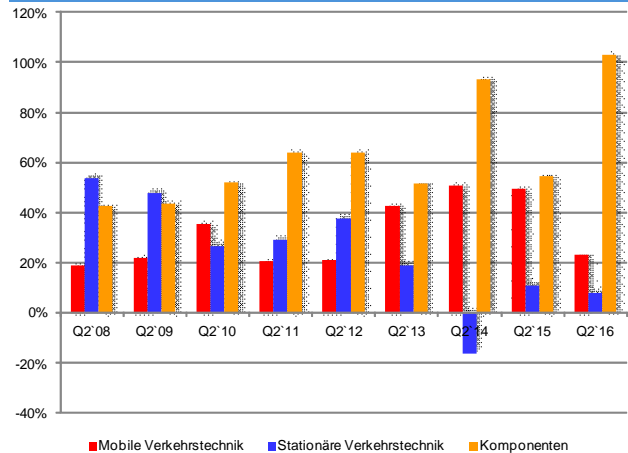
## Zusammenfassung

### Umsatz und EBIT-Marge Q2'06-Q2'16



Quelle: fairesearch

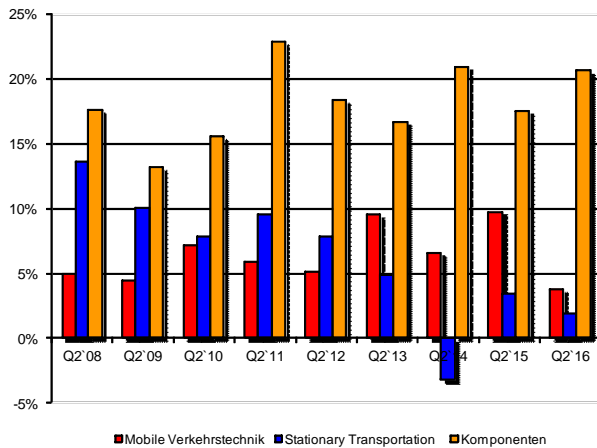
### Umsatz nach Bereichen Q2'08-Q2'16



Quelle: fairesearch

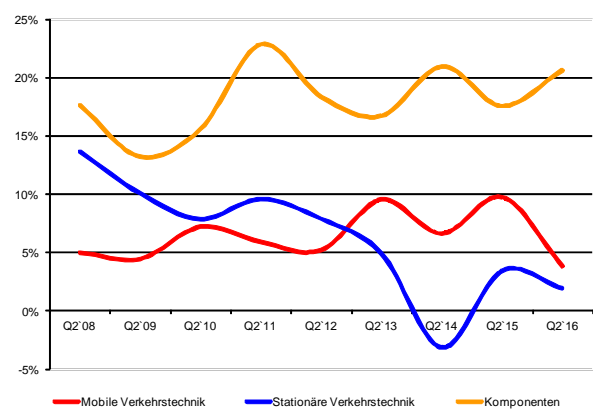
Im zweiten Quartal des laufenden Geschäftsjahres setzte sich die schwache Ergebnisentwicklung fort, obwohl das Unternehmen einen starken Auftragseingang und hohen Auftragsbestand verzeichnete. Der Auftragseingang stieg um 23,8% auf €163,6 Mio. und der Auftragsbestand wuchs 23,9% von €319,1 Mio. auf €395,5 Mio. Die Book-to-Bill Ratio lag bei sehr guten 1,26x. Der Umsatz konnte aber nur marginal um 1,6% auf €130,2 Mio. erhöht werden. Das operative Ergebnis fiel im gleichen Zeitraum um 24,5% von €11,2 Mio. auf €8,4 Mio. zurück. Die EBIT-Marge verschlechterte sich von 8,7% auf 6,5%.

### EBIT-Beitrag nach Bereichen Q2'08-Q2'16



Quelle: fairesearch

### EBIT-Marge nach Bereichen Q2'08-Q2'16



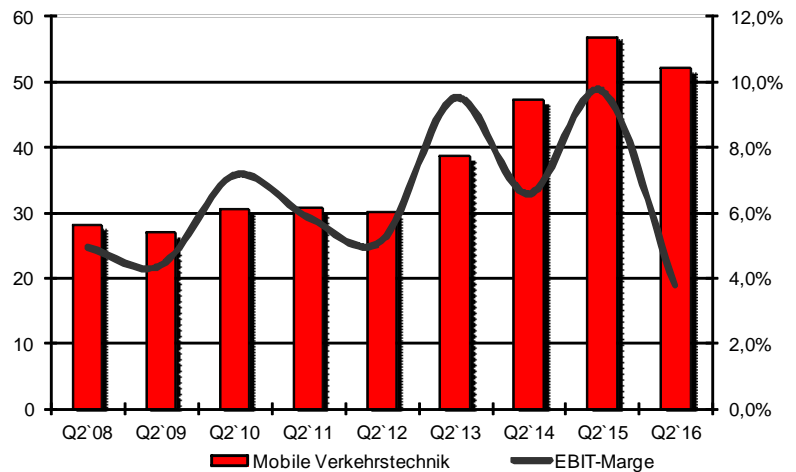
Quelle: fairesearch

Im ersten Halbjahr 2016 stieg der Auftragseingang um 23% auf €319,1 Mio. und der Umsatz legte 5,1% auf €247,7 Mio. zu. Der Geschäftsbereich Mobile Verkehrstechnik profitierte von zwei größeren Aufträgen für Türsysteme und Sanitärsysteme. Daneben profitierte der Geschäftsbereich Komponenten von der SPII Akquisition. Die operative Ergebnisentwicklung verlor weiter an Dynamik und fiel um 36,9% auf €12,4 Mio. zurück. Die EBIT-Marge reduzierte sich von 8,4% auf 5%. Nur der Geschäftsbereich

Komponenten konnte überzeugen und trug wesentlich zur Ergebnisentwicklung bei. Die Ergebnisbeiträge der zwei anderen Geschäftsbereiche Mobile und Stationäre Verkehrstechnik waren enttäuschend. Das operative Ergebnis der Mobilien Verkehrstechnik fiel um 55,1% auf €5,3 Mio. Die Stationäre Verkehrstechnik verzeichnete sogar einen operativen Verlust von €2,5 Mio.

## Mobile Verkehrstechnik

### Umsatz- und Ergebnisentwicklung Q2`08-Q2`16



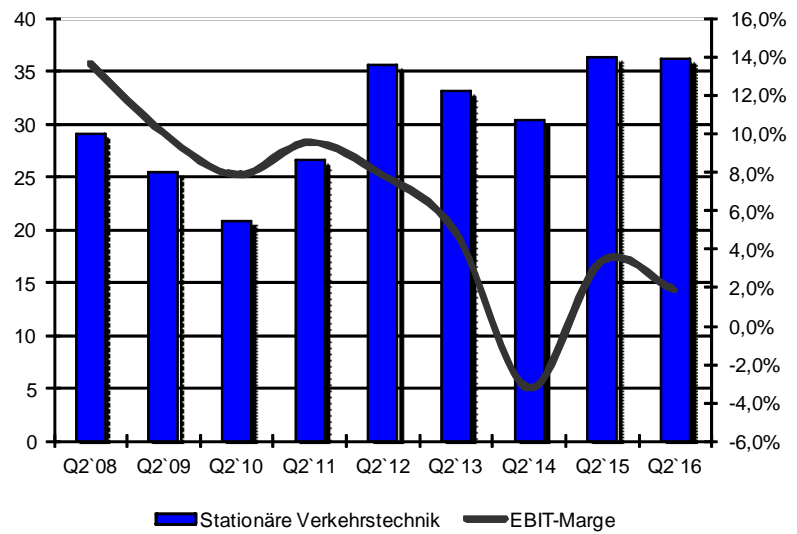
Quelle: fairesearch

### Margen weiterhin unter Druck

Der Geschäftsbereich Mobile Verkehrstechnik verzeichnete in Q2`16 einen Umsatzrückgang von 8,7% auf €51,9Mio., während sich der Auftragseingang um 54,6% auf €90,6 Mio. verbessern konnte. Im April erhielt die Tochtergesellschaft ALTE Technologies einen Großauftrag für Sanitärmodule und Bode für Türsysteme. Das operative Ergebnis gab allerdings deutlich nach und fiel um 64,6% auf €1,96 Mio. Zu dem Ergebnisrückgang hat im Wesentlichen der ungünstige Produktmix mit niedrigeren Margen bei den Bode-Türsystemen beigetragen. Das Ergebnis von ALTE Technologies war ebenfalls negativ, obwohl der Verlust reduziert werden konnte.

## Stationäre Verkehrstechnik

### Umsatz- und Ergebnisentwicklung Q2`08-Q2`16



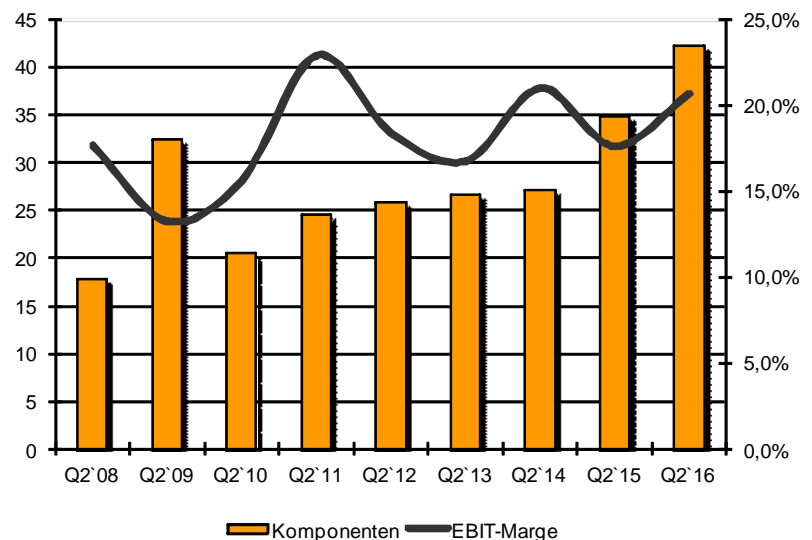
Quelle: fairesearch

### Infrastrukturgeschäft weiterhin schwach

Im zweiten Quartal 2016 ging der Auftragseingang um 5,8% auf €36,9 Mio. zurück, während der Umsatz auf dem Vorjahresniveau von €36,1 Mio. verharrte. Der Auftragsbestand stieg um 9,1% auf €104,5 Mio. Das operative Ergebnis dagegen fiel um 44,8% auf €0,67 Mio. Die EBIT-Marge entwickelte sich weiter rückläufig von 3,4% auf 1,9%. Der Geschäftsbereich profitiert weiterhin von der starken Nachfrage der Hafensbetreiber nach Bremssystemen für Containerkräne in Asien und dem Nahen Osten.

## Komponenten

### Umsatz- und Ergebnisentwicklung Q2`08-Q2`16



Quelle: fairesearch

### Nicht nur die Integration von SPII hat den Umsatz und das Ergebnis erhöht

Im Geschäftsbereich Komponenten konnte der Umsatz im zweiten Quartal 2016 um 21,1% auf €41,1 Mio. und der Auftragseingang um 4,9% auf €36,1 Mio. erhöht werden. Ohne SPII wäre der Umsatz leicht rückläufig gewesen aufgrund des schwächeren China-Geschäftes.

Das operative Ergebnis verbesserte sich dagegen um 42,3% auf €8,68 Mio. Die EBIT-Marge stieg von 17,5% auf 20,6% und liegt damit auf immer sehr hohen Niveau. SPII konnte bereits positiv zum operativen Ergebnis beitragen. Die Rückführung von Wertberichtigungen auf Forderungen haben ebenfalls zu dieser deutlichen Ergebnissteigerung beigetragen.

## Gewinnwarnung überrascht den Markt

### Ergebnis fällt um 50%

Die Ergebnisentwicklung im zweiten Quartal verlief enttäuschend. Das Management hat trotzdem seine Prognose für das Gesamtjahr bekräftigt bevor die Gewinnwarnung publiziert wurde. Der Umsatz soll weiterhin bei €530 Mio. liegen, was €20 Mio. unter der ersten Prognose lag. Die Konsolidierung von Albatros im zweiten Halbjahr ist im Wesentlichen für den Umsatzanstieg im Gesamtjahr verantwortlich. Das operative Ergebnis sollte bei ca. €41,5 Mio. und das Nettoergebnis bei €27,3 Mio. liegen auch bedingt durch die Vollkonsolidierung von Albatros.

Die Gewinnwarnung wurde am 5. September 2016 veröffentlicht und hat in ihrer Höhe die Investoren überrascht. Das Management rechnet nun damit, ein EBIT von €21Mio. nach erwarteten €41,5Mio. zu erreichen. Das Nettoergebnis wird von €27,3Mio. auf €11Mio. zurückfallen. Das Ergebnis je Aktie wird bei €0,80 liegen nach erwarteten €3,50. Das Umsatzziel dagegen bleibt unverändert.

Mehrere negative Faktoren haben zu dieser Neueinschätzung geführt. Die Purchase Price Allocation für die erstmalige Vollkonsolidierung von Albatros wurde falsch berechnet. Insgesamt werden daraus €4Mio. das operative Ergebnis negativ beeinflussen. Das Management hat außerdem das Geschäftsmodell bei Bahnsteigtüren geändert. Zukünftig werden nur noch Komponenten und Subsysteme geliefert. Das Unternehmen wird somit zum reinen Zulieferer und ist nicht mehr verantwortlich für das gesamte Projekt. Das veränderte Geschäftsmodell für PSD (Bahnsteigtüren) hat in Brasilien zu einer Wertberichtigung in Höhe von €9Mio. geführt.

Für Projektverzögerungen und –verschiebungen besonders in den zwei Geschäftsbereichen Mobile und Stationäre Transporttechnik wurden weitere Vorsorgemaßnahmen in Höhe von €10Mio. getroffen (Wertberichtigungen bei Beteiligungsgesellschaften).

in €Mio.	EBIT	Nettoergebnis
Prognose	41,5	27,3
Gewinnwarnung	21,0	11,0
Differenz	20,5	16,3
- PPA-Neuberechnung	4,0	
- PSD Brazil (direkter EBIT Einfluss)	6,5	
- Wertberichtigungen Beteiligungen	10,0	

Quelle: fairesearch, eigene Berechnungen

## Gesucht: Ein neuer CFO!

Im Juni 2016, kurz vor der Hauptversammlung, hat die Finanzvorständin Elisabeth Prigge ihren Rücktritt eingereicht, nachdem der drittgrößte Aktionär (Anteil 6,9%) Monolith Duitsland in der Öffentlichkeit Frau Prigge angegriffen hatte. Nach Aussagen von Monolith (Antrag zu Hauptversammlung) sei Frau Prigge nicht die richtige Kandidatin für den Job gewesen. Frau Prigge hat ihre Tätigkeit als Finanzvorständin im September 2012 aufgenommen, nachdem Ihr Vorgänger Dr. Ulmke zurückgetreten war.

## PPA falsch berechnet

In 2011 trat die langjährige Finanzvorständin Waltraud Hertreiter aus familiären Gründen zurück. Seit 1. Juli 2003 war sie zuständig für den Bereich Finanzen. Nach ihrem Rücktritt wurde im Mai 2011 Dr. Gisbert Ulmke, früherer Vorstandsvorsitzender der wenig erfolgreichen Arques Industries AG, als Finanzvorstand bestätigt. Er verließ das Unternehmen bereits nach noch nicht mal einem Jahr. Dies war u.E. vorhersehbar. Frau Prigge, die früher u.a. bei der mg technologies AG den Konzernabschluß und die Finanzbuchhaltung leitete, übernahm die Position und blieb fast vier Jahre lang in der CFO-Funktion tätig. Wir vermuten, dass die Falschberechnung bei der Purchase Price Allocation ein wesentlicher Grund für den Rücktritt gewesen sein könnte.

## Aufsichtsrat unter Druck

Die Hauptversammlung des Unternehmens verlief sehr ungewöhnlich, weil anscheinend die zwei Großaktionäre Satora Beteiligungs GmbH (11,62%) und die Familie Zimmermann (11,21%) sich mit einigen Mitgliedern des Aufsichtsrates intensiv über die zukünftige Strategie des Unternehmens auseinandergesetzt hatten. Der Vorstandsvorsitzende Dr. Cammann und seine Familie sind die Eigentümer der Satora Beteiligungs GmbH. Der Aufsichtsratsvorsitzende Hans Jakob Zimmermann (73) und seine Familie haben einen Anteil von 11,21% an dem Unternehmen.

Am Ende der zum Teil öffentlich ausgetragenen Auseinandersetzung über die HV-Anträge hat das Aufsichtsratsmitglied Schmittmann, Risikovorstand der Commerzbank AG und im Personalausschuß zuständig für die Auswahl der Vorstände, seinen Rücktritt mit sofortiger Wirkung eingereicht. Dr. Ralph Heck, Senior Direktor McKinsey, wurde in den Aufsichtsrat gewählt. Peter Wick wurde von der Satora Beteiligungs GmbH vorgeschlagen sowie Helmut Meyer von dem dritten Großaktionär Monolith Duitsland als Gegenkandidat für den Aufsichtsratsvorsitzenden Hans Jakob Zimmermann. Dr. Ralph Heck wurde im Gegenzug von dem Großaktionär Familie Zimmermann vorgeschlagen. Während Dr. Ralph Heck und Helmut Meyer gewählt wurden, konnte sich Peter Wick bei den Wahlen zum Aufsichtsrat nicht durchsetzen.

Auf den ersten Blick sieht es so aus, als wäre der Konflikt gelöst. Wir sind uns aber nicht sicher, welcher Schritt als nächstes folgen wird. Nach unserer Einschätzung sollte Hans Jakob Zimmermann, der mittlerweile über 73 Jahre alt ist, sein Aufsichtsratsmandat abgeben. Der Übergang mit Dr. Cammann als neuen Aufsichtsratsvorsitzenden

hätte nach einer angemessenen Wartezeit („Abkühlungsperiode“) problemlos erfolgen können. Ein weiterer Grund für die Veränderungen im Aufsichtsrat könnte auch gewesen sein, dass es Auseinandersetzungen über die strategische Ausrichtung des Unternehmens gegeben hat. Wir vermuten, dass Dr. Cammann das Wachstum mit gezielten Akquisitionen beschleunigen wollte. Mögliche Kapitalmaßnahmen bzw. Verwässerung der Anteile an dem Unternehmen waren jedoch nicht im Interesse von Hans Jakob Zimmermann.

Die Hauptversammlung hat gezeigt, dass das Unternehmen an einem Wendepunkt angelangt ist. Die Richtung ist allerdings noch nicht ganz eindeutig. Die Differenzen zwischen den zwei Großaktionären könnten auch der Auslöser für eine mögliche Übernahme werden.

### Fazit

**Kaufempfehlung unverändert;  
Kursziel von €65 auf €45  
reduziert**

Trotz der unveränderten Prognose für das Jahr 2016 nach den Q2-Zahlen waren wir von der operativen Performance des Unternehmens nicht überzeugt. Die Gewinnwarnung hat unsere Annahme bestätigt. Wir haben daher das Kursziel je Aktie von €65 auf €45 reduziert. Der starke Auftragseingang sowie der hohe Auftragsbestand werden allerdings im Geschäftsjahr 2017 zu einer deutlichen Gewinnverbesserung führen. Die niedrige Bewertung und eine mögliche Übernahme reduzieren das Risiko der Investoren besonders nach dem starken Kursrückgang.

Consensus (vor Revision) und fairesearch Schätzungen			
	2016E	2017E	2018E
<b>fairesearch EpA</b>	<b>0,87</b>	<b>3,60</b>	<b>3,97</b>
Consensus EpA	0,80	2,71	3,28
<b>fairesearch KGV</b>	<b>34,8</b>	<b>8,4</b>	<b>7,6</b>
Consensus KGV	37,7	11,1	9,2

Quelle: fairesearch, I/B/E/S-Schätzungen

Wir rechnen damit, dass der Aktienkurs sich um die €30 bewegen wird. Die Investoren sind enttäuscht über die Gewinnwarnung, die nicht von der operativen Ergebnisentwicklung, sondern von Aufräumarbeiten bei den Akquisitionen, den Beteiligungsgesellschaften und dem Projekt in Brasilien (neues Geschäftsmodell) geprägt wurde. Die Geschäftsjahre 2017 und 2018 stehen jetzt im Fokus. Hier wird erwartet, dass das Unternehmen gemessen an der operativen Performance wieder deutlich an Fahrt aufnimmt.

## Quartalszahlen – 2. Quartal

Zweites Quartal Q2`10 – Q2`16										
in €Mio.	Q2`10	Q2`11	Q2`12	Q2`13	Q2`14	Q2`15	Q2`16	% +/-	Q1-Q2`16	% +/-
Umsatz (in €Mio.)	71,8	81,7	91,4	98,4	104,707	128,1	130,2	1,6%	247,7	5,1%
Mobile Verkehrstechnik	30,5	30,6	30,0	38,6	47,1	56,9	51,9	-8,7%	102,9	-5,6%
Stationäre Verkehrstechnik	20,8	26,6	35,5	33,1	30,4	36,3	36,1	-0,4%	67,6	10,2%
Komponenten	20,5	24,5	25,8	26,6	27,1	34,8	42,1	21,1%	77,0	18,3%
<b>Adjustierungen</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,2</b>	<b>0,0</b>		<b>0,1</b>	
Bestandsveränderungen	-0,1	1,1	-1,7	-0,8	1,3	2,5	-0,1		2,0	
Kapitalisierte Eigenleistungen	0,4	0,1	0,1	0,6	0,9	0,9	0,9	2,1%	1,6	-1,5%
<b>Gesamtleistung</b>	<b>72,2</b>	<b>82,9</b>	<b>89,9</b>	<b>98,1</b>	<b>106,9</b>	<b>131,5</b>	<b>131,0</b>	<b>-0,4%</b>	<b>251,3</b>	<b>2,6%</b>
Materialkosten	36,1	41,3	45,5	48,9	53,9	65,7	64,9	-1,1%	124,7	2,2%
Personalkosten	21,9	23,6	27,4	29,8	33,9	39,0	42,2	8,0%	83,3	9,9%
Abschreibungen	1,6	1,6	1,8	2,3	2,3	2,8	3,8	37,0%	7,5	38,2%
Sonstige Erträge	1,7	0,7	0,9	0,9	0,7	1,2	2,2		3,4	7,3%
Sonstige Aufwendungen	8,1	8,4	8,7	9,5	11,4	14,1	13,9	-1,2%	26,8	6,7%
<b>Summe Aufwendungen</b>	<b>66,0</b>	<b>74,2</b>	<b>82,5</b>	<b>89,6</b>	<b>100,8</b>	<b>120,4</b>	<b>122,6</b>	<b>1,9%</b>	<b>238,8</b>	<b>6,1%</b>
<b>EBITDA</b>	<b>7,8</b>	<b>10,3</b>	<b>9,2</b>	<b>10,9</b>	<b>8,4</b>	<b>13,9</b>	<b>12,2</b>	<b>-12,3%</b>	<b>19,9</b>	<b>-20,7%</b>
<b>EBITDA-Marge</b>	<b>10,8%</b>	<b>12,7%</b>	<b>10,0%</b>	<b>11,1%</b>	<b>8,0%</b>	<b>10,9%</b>	<b>9,4%</b>		<b>8,1%</b>	
EBITA	6,1	8,7	7,4	8,6	6,1	11,2	8,4	-24,5%	12,4	-36,9%
EBITA-Marge	8,5%	10,7%	8,1%	8,7%	5,8%	8,7%	6,5%		5,0%	
Amortisation	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		0,0	
<b>EBIT</b>	<b>6,1</b>	<b>8,7</b>	<b>7,4</b>	<b>8,6</b>	<b>6,1</b>	<b>11,2</b>	<b>8,4</b>	<b>-24,5%</b>	<b>12,4</b>	<b>-36,9%</b>
<b>EBIT-Marge</b>	<b>8,5%</b>	<b>10,7%</b>	<b>8,1%</b>	<b>8,7%</b>	<b>5,8%</b>	<b>8,7%</b>	<b>6,5%</b>		<b>5,0%</b>	
At-equity Ergebnis	0,4	0,5	0,4	1,0	0,5	-0,2	-0,6		-3,2	141,7%
Beteiligungsergebnis	0,0	0,0	0,0	-0,1	10,6	2,5	0,0		0,0	
Sonstiges Finanzergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		0,0	
<b>Finanzergebnis</b>	<b>0,41</b>	<b>0,54</b>	<b>0,40</b>	<b>0,86</b>	<b>11,09</b>	<b>2,25</b>	<b>-0,57</b>	<b>-125,2%</b>	<b>-3,22</b>	
Zinserträge	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2		0,4	
Zinsaufwendungen	-1,6	-2,4	-1,2	-1,2	-1,0	-1,1	-1,4	24,8%	-2,8	28,5%
<b>Zinsergebnis</b>	<b>-1,6</b>	<b>-2,4</b>	<b>-1,2</b>	<b>-1,2</b>	<b>-1,0</b>	<b>-1,1</b>	<b>-1,2</b>	<b>10,7%</b>	<b>-2,4</b>	<b>16,8%</b>
<b>Ergebnis vor Steuern</b>	<b>5,0</b>	<b>6,8</b>	<b>6,5</b>	<b>8,2</b>	<b>16,2</b>	<b>12,3</b>	<b>6,7</b>	<b>-46,0%</b>	<b>6,8</b>	<b>-63,8%</b>
Steuern	0,9	1,2	1,3	2,0	1,2	2,2	1,8	-21,2%	3,2	-31,6%
Steuerquote	18,0%	17,6%	19,2%	24,6%	7,6%	18,1%	26,4%		47,4%	
<b>Nettoergebnis</b>	<b>4,07</b>	<b>5,63</b>	<b>5,29</b>	<b>6,20</b>	<b>14,95</b>	<b>10,10</b>	<b>4,9</b>	<b>-51,5%</b>	<b>3,57</b>	<b>-74,6%</b>
Anteile Dritter	-0,61	-0,94	-1,0	-0,7	-1,3	-1,6	-1,7	6,1%	-2,8	-7,4%
<b>Nettoergebnis Ergebnis je Aktie (verwässert)</b>	<b>3,46</b>	<b>4,69</b>	<b>4,27</b>	<b>5,53</b>	<b>13,69</b>	<b>8,48</b>	<b>3,18</b>	<b>-62,5%</b>	<b>0,76</b>	<b>-93,1%</b>
	<b>0,56</b>	<b>0,79</b>	<b>0,69</b>	<b>0,90</b>	<b>2,22</b>	<b>1,38</b>	<b>0,53</b>	<b>-61,7%</b>	<b>0,13</b>	<b>-93,0%</b>

Quelle: fairresearch



## Kennzahlen

Kennzahlen 2010-2018E									
Schaltbau Holding AG	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Umsatz (€Mio.)	280,4	318,4	362,8	390,7	429,6	496,7	532,1	559,9	586,0
EBITDA (€Mio.)	30,1	34,7	37,0	45,1	38,3	49,5	32,4	51,4	54,5
EBIT (€Mio.)	23,8	27,5	29,5	36,0	27,3	36,6	18,4	37,0	39,4
Nettoergebnis (€Mio.)	12,1	18,7	19,0	21,4	24,8	17,4	5,2	21,6	23,8
<b>Margen</b>									
EBITDA-Marge	10,8%	10,9%	10,2%	11,5%	8,9%	10,0%	6,1%	9,2%	9,3%
EBITA-Marge	8,5%	8,6%	8,1%	9,2%	6,4%	7,4%	3,5%	6,6%	6,7%
EBIT-Marge	8,5%	8,6%	8,1%	9,2%	6,4%	7,4%	3,5%	6,6%	6,7%
Eigenkapitalrentabilität	42,5%	35,7%	28,0%	27,0%	26,6%	18,2%	6,3%	21,8%	23,5%
ROCE (inkl. Goodwill)	26,3%	28,0%	23,6%	18,6%	17,3%	12,9%	8,1%	13,1%	13,5%
<b>Bilanz</b>									
Enterprise Value (EV)	161,9	202,4	256,9	330,6	428,3	497,8	381,0	381,5	381,6
Nettoverschuldung/(-vermögen) (€Mio.)	73,3	63,7	91,0	92,2	138,0	209,3	199,8	200,3	200,4
Capital Employed (durchschnittl.)	99,9	106,5	127,9	151,3	174,6	207,7	219,5	219,7	223,2
Net Working Capital (€Mio.)	62,77	64,14	101,06	101,90	125,69	145,50	145,89	146,13	146,25
Eigenkapital (€Mio.)	33,1	59,5	76,5	89,4	112,5	129,5	119,4	138,9	144,6
Eigenkapital/Gesamtvermögen (%)	17,5%	27,9%	29,9%	33,4%	31,2%	28,5%	26,2%	28,4%	28,3%
Nettoverschuldung/EK (%)	43,7%	29,0%	33,2%	25,5%	29,0%	37,3%	47,0%	46,6%	46,1%
<b>Kapitaleffizienz/Solvabilität</b>									
Umsatz/CE (inkl. Goodwill) (x)	2,7	2,8	2,6	2,4	2,2	2,0	2,0	2,1	2,1
Umsatz/Sachanlagen (x)	6,7	7,2	7,8	7,4	6,3	6,6	7,4	7,4	7,5
Umsatz/Net working capital (x)	4,5	5,0	3,6	3,8	3,4	3,4	3,6	3,8	4,0
Vorräte/Umsatz (Tage)	65,8	68,8	74,4	63,1	71,8	64,2	60,0	57,0	54,5
Forderungen LL/Umsatz	59,2	54,1	65,9	61,0	67,3	79,3	77,1	76,1	75,4
Verbindlichkeiten LL/Umsatz	23,6	22,6	21,0	19,3	26,4	27,7	27,9	28,5	29,2
CAPEX/Abschreibungen (%)	1,7	1,8	1,2	1,9	1,6	1,4	1,2	1,2	1,2
Zinsdeckung (x)	3,8	4,2	5,7	7,4	6,1	6,6	3,5	7,2	7,9
Dividendenausschüttungsquote	16,9%	19,2%	25,0%	27,6%	24,8%	34,4%	46,1%	27,8%	26,5%
Steuerquote	16,8%	13,2%	14,6%	26,6%	17,4%	24,7%	24,9%	25,1%	25,3%
<b>Bewertung</b>									
EpA (€)	2,16	3,13	3,09	3,48	4,04	2,90	0,87	3,60	3,97
EpA (€) voll verwässert	2,03	3,13	3,09	3,48	4,04	2,90	0,87	3,60	3,97
CFpA (€)	3,01	4,33	4,31	4,96	5,83	5,04	3,20	6,00	6,48
Dividende (€)	0,37	0,60	0,77	0,96	1,00	1,00	0,40	1,00	1,05
Buchwert (€)	5,09	8,75	11,06	12,89	15,21	15,92	13,79	16,52	16,89
Adjustierter Buchwert (€)	4,19	7,02	9,18	11,04	10,03	7,24	5,11	7,84	8,21
KGV	7,8	7,4	8,7	11,2	11,7	16,5	34,8	8,4	7,6
KCF	4,8	5,4	6,3	7,8	8,1	9,5	9,4	5,0	4,7
Kurs/Buchwert	3,1	2,6	2,4	3,0	3,1	3,0	2,2	1,8	1,8
Dividendenrendite (%)	2,3%	2,6%	2,8%	2,5%	2,1%	2,1%	1,3%	3,3%	3,5%
EV/Umsatz (x)	0,58	0,64	0,71	0,85	1,00	1,00	0,72	0,68	0,65
EV/EBITDA (x)	5,37	5,84	6,94	7,34	11,20	10,06	11,76	7,42	7,00
EV/EBIT (x)	6,82	7,36	8,71	9,18	15,69	13,59	20,71	10,32	9,68
EV/Capital Employed (x)	1,62	1,90	2,01	2,19	2,45	2,40	1,74	1,74	1,71
EV/CE (inkl. Goodwill) (x)	1,54	1,77	1,85	2,03	2,18	1,99	1,40	1,40	1,39

Quelle: fairresearch, Anmerkung: Die Enterprise Value – Kennzahlen enthalten auch die Pensionsrückstellungen

## Vertragsbedingungen

Diese Analyse wurde unabhängig vom analysierten Unternehmen von fairesearch GmbH & Co. KG und dem auf der Frontseite aufgeführten Analysten (beide werden hiernach gemeinsam oder einzeln als ‚Autor‘ bezeichnet) erstellt. Nur wenn es auf der Frontseite ausdrücklich erwähnt ist, hat das analysierte Unternehmen für diese Studie bezahlt. Der Autor wurde von der ICF Bank AG beauftragt, das Unternehmen zu analysieren.

Die in unseren Studien dargestellten Informationen und Meinungen basieren auf öffentlich bekannten Informationen, insbesondere Berichten, Veröffentlichungen und Präsentationen des analysierten Unternehmens, von deren Richtigkeit, Vollständigkeit und Glaubwürdigkeit der Autor ohne weitere Prüfung ausgegangen ist. Der Autor garantiert die Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen nicht. Die Studie wurde erstellt, um Anleger zu unterstützen; sie ist aber in keinem Fall als Ersatz für vom Leser selbst vorzunehmende Anlageentscheidungen zu verwenden. Der Autor behält sich das Recht vor, Aussagen und Meinungen im Rahmen der Analyse jederzeit und ohne zusätzliche Information zu ändern. Das heißt, die Meinungen in dieser Studie reflektieren die Entscheidung des Autors mit Datum dieser Analyse.

Grundsätzlich veröffentlicht der Autor seine Studien zunächst auf seiner Homepage. Es ist durchaus möglich, dass diese Analyse daher nicht zeitgleich beim Leser angekommen ist. Die angegebenen Aktienkurse sind die Schlusskurse vom Vortag, falls nicht anders gekennzeichnet.

Die Analyse ist nicht gedacht und sollte nicht als Angebot verwendet werden, um Wertpapiere zu kaufen oder zu verkaufen. Jeder Verweis auf die vergangene Entwicklung eines Wertpapiers darf nicht als Gewähr für die zukünftige Entwicklung eines Wertpapiers gewertet werden. Der Autor übernimmt somit keinerlei Gewähr und/oder Verpflichtung für die Übernahme von möglichen Verlusten, die einem Investor aus der Verwertung dieser Analyse entstehen oder entstehen könnten. Die Studie unterliegt dem Urheberrecht, und sie wird nur an ausgesuchte Leser verschickt bzw. der Leser kauft die Studie in elektronischer Form. Es ist untersagt, die Analyse (teilweise oder im Ganzen) ohne vorherige schriftliche Zustimmung des Autors an Dritte in duplizierter Form oder auf elektronischem Weg weiterzuleiten.

Der Autor hat keine und wird keine Aktien des in dieser Studie analysierten Unternehmens kaufen oder verkaufen. Der Autor hat nicht und wird nicht als Berater des in dieser Studie analysierten Unternehmens agieren. Es ist möglich, dass die Studie vor der Endfassung dem analysierten Unternehmen oder dessen Beratern zu Informationszwecken zur Verfügung gestellt worden ist. Der Autor ist aber auf keinen Fall an die Anmerkungen des Unternehmens bzw. dessen Berater gebunden.

Die englischen Analysen des Autors sind ausschließlich an professionelle Investoren (in den USA: ‚Major Institutional Investors‘) gerichtet. Der Autor ist weder in Großbritannien noch in den USA registriert.

Mit dem Kauf dieser Analyse akzeptieren Sie diese Bedingungen.

**Unser Bewertungssystem spiegelt die erwartete absolute Performance in nationaler Währung in einem 6-Monats-Zeitraum wider:**

<b>KAUFEN</b>	=	erwartete Performance über 10%
<b>HALTEN</b>	=	erwartete Performance zwischen 5% und 10%
<b>VERKAUFEN</b>	=	erwartete Performance schlechter als 5%

In Deutschland ist fairesearch GmbH & Co.KG bei der BaFin, Marie-Curie Straße 24-28 in 60439 Frankfurt/Main registriert. Der Autor arbeitet als zertifizierter DVFA-Analyst.

**FIRST ACTIVE INDEPENDENT RESEARCH**

fairesearch GmbH & Co. KG

Westerbachstraße 23C

D-61476 Kronberg

Tel, +49 (0)6173 / 995 95 - 12

Fax: +49 (0)6173 / 995 95 - 20

Internet: <http://www.fairesearch.de>