

# Schaltbau Holding AG

Maschinenbau  
Deutschland

## HALTEN

(von Kaufen seit 28/04/2008)

€30,20

13. Dezember 2016

### Erwartungen wieder reduziert

- EBIT fiel um 51,3%**

■ **In Q3`16 reduzierte sich der Umsatz um 5,8% auf €117,5Mio.** und das operative Ergebnis fiel um 51,3% auf €3,9Mio. Die EBIT-Marge ging von 6,4% auf 3,3% zurück. Das EBITDA fiel um 33,9% auf €7,7Mio und die EBITDA-Marge von 9,3% auf 6,5%. Das Nettoergebnis entwickelte sich mit €8,2Mio. positiv. Dies ist allerdings im Wesentlichen auf die Neubewertung von Albatros S.L. mit einem Volumen von €7Mio. zurückzuführen.
- **Die Prognose für das Geschäftsjahr 2016 wurde daraufhin nach unten revidiert.** Der Umsatz wird bei ca. €500Mio. liegen und das EBIT wird von €21Mio. auf €10,2Mio. fallen. Anfang des Jahres rechnete das Management noch mit einem EBIT von €41,5Mio. Das Nettoergebnis wird bei €5,4Mio. liegen nach erwarteten €11Mio. Aufgrund der schwachen operativen Entwicklung ist für das Gesamtjahr keine Dividende vorgesehen.
- **Turbulenzen auf Managementebene.** Der Vorstandsvorsitzende Dr. Cammann ist mit Wirkung zum 30.11. aufgrund unterschiedlicher strategischer Auffassungen zurückgetreten. Dr. Cammann, der seit 2001 das Unternehmen führte, hält einen Anteil von 11,62% an dem Unternehmen. Nach seinem Rücktritt wurde Helmut Meyer (67) zum neuen Interimsvorstandssprecher ernannt.
- **Die zweite Gewinnwarnung in kürzester Zeit und der Rücktritt** von Dr. Cammann lassen Zweifel aufkommen, in welche Richtung sich das Unternehmen entwickeln wird. Wir haben unser Kursziel daher von €45 auf €30 reduziert und unsere Empfehlung von KAUFEN auf HALTEN zurückgestuft.

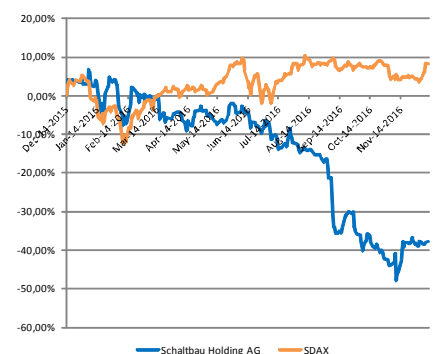
### Q3`16 Ergebnis

<b>Nächstes Ereignis</b>	Q4`16-März 17
<b>ISIN</b>	DE0007170300
<b>Kursziel</b>	€30(€45)
<b>Marktkap.</b>	€185,3Mio.
<b>Nettoverschuld. 16E</b>	€220,5Mio.
<b>Buchwert p.Aktie 16E</b>	€12,95
<b>Range (12M.)</b>	€25,75-€52,90
<b>D.Tagesvolumen</b>	1.191
<b>Streubesitz</b>	59,83%
<b>CG Scorecard</b>	94%
<b>fairpoints:</b>	FFFFF

<b>Performance (%)</b>	1m	3m	12m
<b>Relativ</b>	9,8	-6,5	-46,1
<b>Absolut</b>	13,4	-5,1	-38,9

**Kurs (Uhrzeit):** 14:03

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



Quelle: Capital IQ

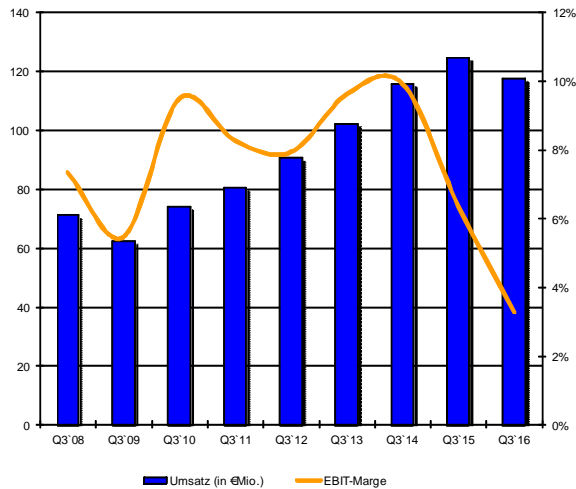
### Kennzahlen

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	2,84	1,00	16,9	10,2	2,1%
2016E	497,1	26,0	1,8	0,29	0,00	105,2	15,6	0,0%
2017E	519,7	39,5	10,6	1,73	0,40	17,5	10,1	1,3%
2018E	540,4	50,9	19,3	3,15	0,80	9,6	7,8	2,6%

Quelle: fairesearch

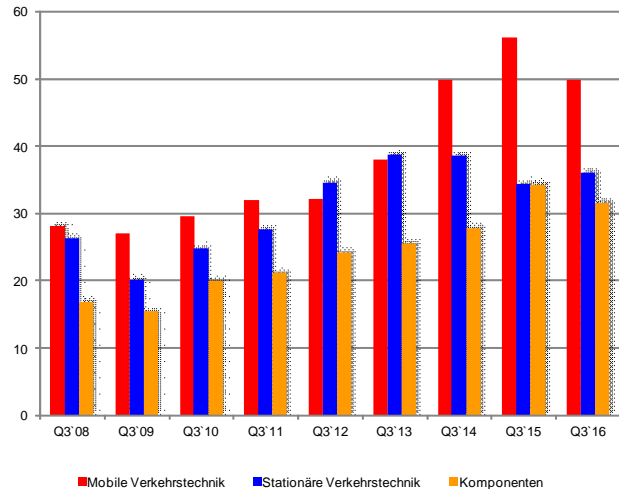
## Zusammenfassung

### Umsatz und EBIT-Marge Q3'08-Q3'16



Quelle: fairesearch

### Umsatz nach Bereichen Q3'08-Q3'16



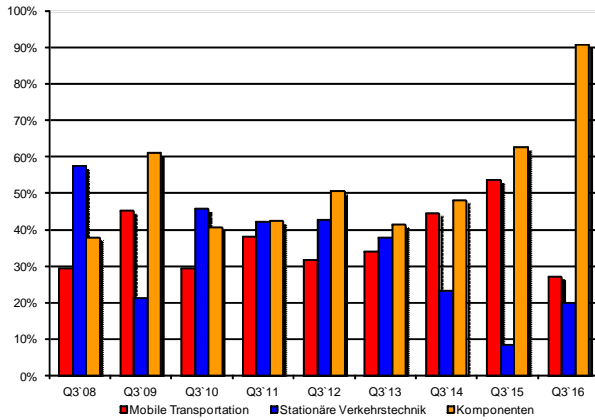
Quelle: fairesearch

Im dritten Quartal des laufenden Geschäftsjahres hat sich die schwache Ergebnisentwicklung des Unternehmens fortgesetzt. Der Umsatz ging um 5,8% auf €117,5 Mio. zurück. Das EBITDA fiel um 33,9% auf €7,7Mio. und die EBITDA-Marge von 9,3% auf 6,5%. Das operative Ergebnis (EBIT) stürzte um 51,3% auf €3,9Mio. ab. Die EBIT-Marge fiel dabei von 6,4% auf 3,3%. Das Nettoergebnis hat sich allerdings nahezu verdoppelt und stieg von €4,46Mio. auf €8,95Mio. an. Dieser Anstieg ist allerdings im Wesentlichen auf eine Neubewertung der spanischen Tochtergesellschaft Albatros S.L. zurückzuführen, die erstmalig in den Konzernabschluss mit einem Anteil von 94,8% einbezogen wurde. Insgesamt belief sich der einmalige positive Effekt aus der Neubewertung auf €7Mio. Der Auftragseingang fiel um 21,6% auf €104,4Mio. während sich der Auftragsbestand um 87,5% auf €49,3Mio. im dritten Quartal erhöhte.

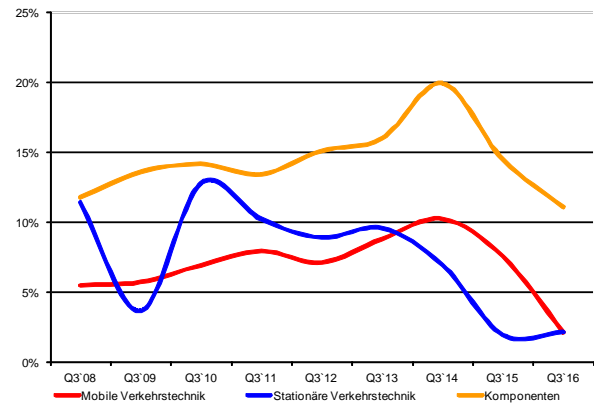
### Auftragsbestand deutlich gestiegen

In den ersten neun Monaten ist der Auftragsbestand um 28,8% von €345,4Mio. auf €444,8 Mio. angestiegen. Der Auftragseingang verbesserte sich im gleichen Zeitraum um 13,9% auf €192Mio. Das Unternehmen profitierte vor allem von dem starken Auftragseingang im ersten Halbjahr. Die Umsätze gingen um 7,5% auf €152,8Mio. zurück. Dies war auf geringere Umsätze der polnischen Tochtergesellschaft RAWAG zurückzuführen. Das EBIT fiel um 40,7% auf €16,3Mio., und die EBIT-Marge von 7,6% auf 4,5%. Das Nettoergebnis ging um 35,8% auf €8,96Mio. zurück.

Für diese schwache Ergebnisentwicklung waren vor allem die hohen strukturellen Kosten, Integrationskosten, Zertifizierungskosten und Kosten für das PSD-Geschäft in Brasilien verantwortlich. Zusätzlich zu der schwachen Ergebnisentwicklung hat der Geschäftsbereich Mobile Verkehrstechnik und das rückläufige China-Geschäft beigetragen.

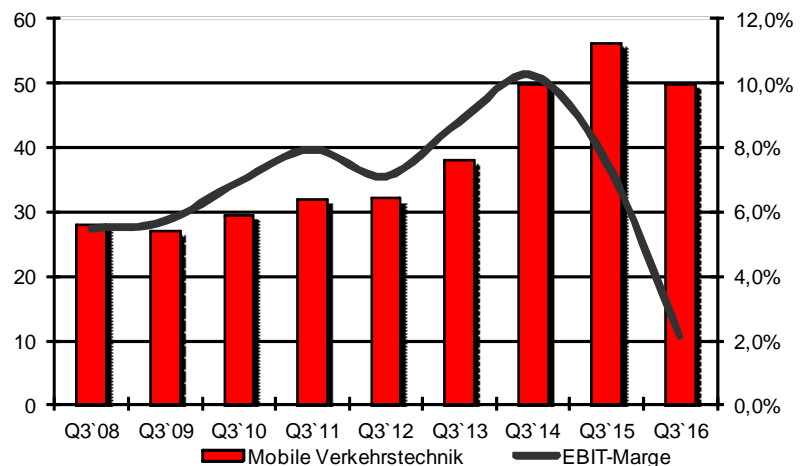
**EBIT-Beitrag nach Bereichen Q3`08-Q3`16**


Quelle: fairesearch

**EBIT-Marge nach Bereichen Q3`08-Q3`16**


Quelle: fairesearch

Obwohl die Materialkosten gemessen an der Gesamtleistung unverändert bei 49,7% lagen, erhöhte sich der Anteil der Personalkosten von 31,2% auf 33,4%. Falls das Umsatzwachstum im Geschäftsjahr 2017 nicht anziehen wird, rechnen wir mit der Einführung eines Restrukturierungsprogramms. Dieses Programm wird der neue Vorstandsvorsitzende, der für eine längerfristige Amtszeit gewählt wurde, initiieren. Die negative Ertragsentwicklung wird auch zu einem Ausbleiben der Dividendenzahlung führen. Dies hat das Management bereits vorsorglich angedeutet.

**Mobile Verkehrstechnik**
**Umsatz- und Ergebnisentwicklung Q3`08-Q3`16**


Quelle: fairesearch

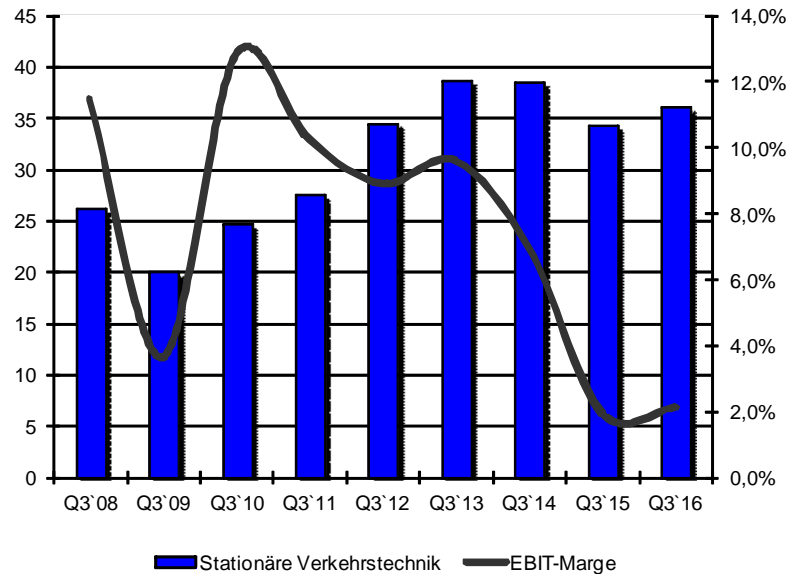
**Margen unverändert unter Druck**

Der Geschäftsbereich Mobile Verkehrstechnik verzeichnete in Q3`16 einen Umsatzrückgang von 11,1% auf €49,9Mio. Im gleichen Zeitraum fiel der Auftragseingang um 28% auf €40,4Mio. Das operative Ergebnis stürzte um 76,2% auf €1Mio. ab. In den ersten neun Monaten stieg der Auftragseingang allerdings um 13,9% bedingt durch größere Aufträge für den Bereich Sanitärsysteme und Schienenfahrzeugtüren an. Der Umsatz ging nur um 7,5% auf €152,8Mio. zurück, während das EBIT um 60,4% auf €6,3Mio. fiel. Die Profitabilität wurde in der Vergangenheit primär von der polnischen

Tochtergesellschaft RAWAG getrieben. Niedrigere Umsätze bei RAWAG haben sofort eine negative Ergebnisentwicklung des Geschäftsbereiches zur Folge.

## Stationäre Verkehrstechnik

### Umsatz- und Ergebnisentwicklung Q3`08-Q3`16



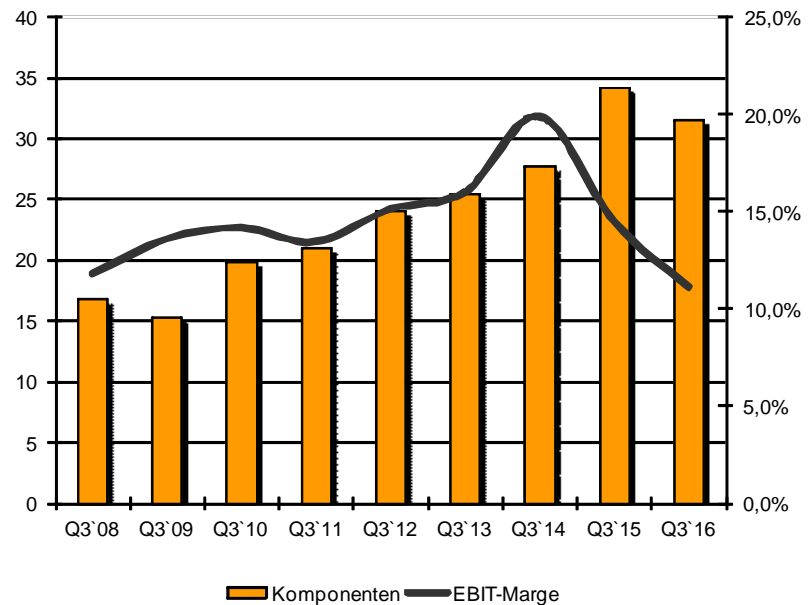
Quelle: fairesearch

Im dritten Quartal 2016 ging der Auftragseingang um 15,2% auf €36,2 Mio. zurück. Besonders schwach verlief die Nachfrage nach Bremssystemen. Obwohl das Unternehmen im ersten Halbjahr eine starke Nachfrage verzeichnete, ging die Nachfrage aus China besonders im dritten Quartal deutlich zurück. Das Management hat außerdem darauf hingewiesen, dass die Nachfrage von der Deutschen Bahn AG schleppend verlief. Die Deutsche Bahn hat vor allem in den Bau von Brücken und Tunneln investiert. In den ersten sechs Monaten stieg der Umsatz in der deutschen Bahnindustrie um 5,8% auf €5,5Mrd. an. Das Infrastrukturgeschäft verharrte allerdings auf dem seit Jahren niedrigen Niveau von €1,4Mrd.

Die Umsätze der Stationären Verkehrstechnik erhöhten sich allerdings um 5% auf €36Mio. aufgrund der starken Umsatzentwicklung bei den Bremssystemen. Das operative Ergebnis konnte sich ebenfalls leicht verbessern und stieg von €0,7Mio. auf €0,8Mio. an. In den ersten neun Monaten lag der Auftragseingang mit €124,9Mio. auf stabilem Niveau. Dies ist vor allem auf die Nachfrage nach der Signaltechnik zurückzuführen. Der Umsatz stieg um 8,5% auf €103,7Mio. Die operativen Verluste verdoppelten sich allerdings von €0,9Mio. auf €1,8Mio. Die Ergebnisentwicklung war weiterhin negativ beeinträchtigt von Verzögerungen im PSD-Projekt in Brasilien. Das Management hat bereits das Geschäftsmodell für diesen Bereich umgestellt.

## Komponenten

### Umsatz- und Ergebnisentwicklung Q3`08-Q3`16



Quelle: fairesearch

### EBIT-Marge weiterhin zweistellig, wie lange noch?

Die operative Ergebnisentwicklung im Geschäftsbereich Komponenten hat ebenfalls im dritten Quartal gelitten. Der Auftragseingang ging um 19% auf €27,8Mio. und die Umsätze um 7,6% auf €31,6Mio. zurück. Das operative Ergebnis fiel dagegen überproportional um 28,6% auf €3,5Mio. In den ersten neun Monaten stieg der Auftragseingang um 7% auf €106,6Mio. Die italienische Tochtergesellschaft SPII hat allein €18 Mio. (Vorjahr €5,8Mio.) zu dem Anstieg des Auftragseingangs beigetragen. Der Umsatz erhöhte sich um 9,4% auf €108,6Mio. und das operative Ergebnis um 1,7% auf €18,1Mio. SPII hat allein einen Ergebnisbeitrag von €2,8Mio. geleistet.

Die chinesische Tochtergesellschaft Xian verzeichnete dagegen eine geringere Nachfrage. So hat die chinesische Regierung die Nachfrage und damit die Investitionen in Lokomotiven und Waggons (rolling stock) deutlich reduziert. Das Management hat angedeutet, dass die Umsatzentwicklung in China nicht nur im dritten Quartal schwach ausgefallen ist, sondern dies sich auch im vierten Quartal weiter fortsetzen wird.

In der Vergangenheit hat der Geschäftsbereich Komponenten wesentlich zum Ergebnis wie auch jetzt beigetragen. Die EBIT-Marge reduzierte sich allerdings in den letzten zwei Jahren deutlich. Der Geschäftsbereich hat sehr stark vom China-Geschäft profitiert. Es könnte durchaus sein, dass sich ein Ende dieser positiven Entwicklung abzeichnet.

### Der Weltmarkt der Bahnindustrie

#### Einige asiatische Märkte noch immer nicht frei zugänglich

Nach einer Studie (aus 2016) von UNIFE und Roland Berger wuchs der Weltmarkt der Bahnindustrie in den letzten zwei Jahren (2013/2015) um durchschnittlich 3% pro Jahr und damit stärker als

ursprünglich erwartet (2,7%). Im laufenden Jahr wird mit einem Marktvolumen von €160Mrd. gerechnet, das bis in das Jahr 2021 auf €185Mrd. mit einer jährlichen Wachstumsrate von 2,6% ansteigen soll. Der innerstädtische Nahverkehr wird dabei die höchsten Wachstumsraten erzielen, besonders der asiatische Markt wird wesentlich zum Wachstum beitragen. Die Megatrends Wachstum der Stadtbevölkerung sowie niedrigere CO<sub>2</sub>-Emissionswerte in den Städten werden bleiben und das Wachstum fördern. Die Industrieorganisation UNIFE ist jedoch über den nicht immer freien Zugang zu den Märkten vor allem in China und Japan besorgt.

### CRRC in Übernahmeverhandlungen mit Skoda Transportation

Andererseits bauen chinesische Unternehmen ihre Standorte außerhalb Chinas weiter aus. Aktuell steht das chinesische Unternehmen CRRC (China Railway Rolling Stock Corp.) in Übernahmeverhandlungen mit Skoda Transportation. Skoda Transportation hat sich auf die Produktion von Fahrzeugen für den öffentlichen Nahverkehr und die Bahnindustrie fokussiert. Das Unternehmen mit Sitz in der Tschechischen Republik beschäftigt zur Zeit über 5.000 Mitarbeiter. Falls die Verkaufsverhandlungen erfolgreich abgeschlossen werden, wäre es das erste Mal, dass ein chinesisches Unternehmen einen Komplettanbieter der Bahnindustrie übernommen hätte. CRRC's erklärtes strategisches Ziel ist es, ins Ausland zu expandieren. CRRC hat dabei bereits die Unternehmen Dynex (UK) und Boge Elastmetall GmbH in Deutschland übernommen.

### Unabhängigkeit ist in Gefahr

#### Eine Gewinnwarnung zu viel

Nach der Veröffentlichung der Halbjahreszahlen hat das Management die Prognose für das Gesamtjahr aufrechterhalten. Am 5. September folgte dann die Gewinnwarnung. Bereits am 9. November wurde eine weitere Gewinnwarnung innerhalb kürzester Zeit veröffentlicht. Die zweite Gewinnwarnung hat die Marktteilnehmer nicht wirklich überrascht, aber es war eine Gewinnwarnung zu viel. Der Vorstandssprecher Dr. Cammann hat daraufhin seinen Rücktritt zum 30. November angekündigt.

in €Mio.	Prognose 2016	5.Sept.	9. Nov.
Umsatz	550,0	530,0	500,0
EBIT	41,5	21,0	10,2
EBIT margin	7,5%	4,0%	2,0%
Nettoergebnis	27,3	11,0	5,4
Nettomarge	5,0%	2,1%	1,1%
Ergebnis je Aktie in €	3,50	0,80	0,28

Quelle: Schaltbau Holding AG, [fairesearch](#)

#### Der Rücktritt

Der Rücktritt von Dr. Cammann hat die Marktteilnehmer überrascht. Nach der zweiten Gewinnwarnung war der Rücktritt unvermeidbar geworden. Dies mag auf den ersten Blick recht konsequent und logisch aussehen, jedoch hat u.E. der Rücktritt andere Gründe. Am

22. November wurde Thomas Dippold zum neuen Finanzvorstand ernannt. Gerade mal zwei Tage vor dem Rücktritt. Die Ursachen für diese Entwicklung liegen u.E. weiter zurück und hatten ihren Höhepunkt auf der Hauptversammlung im Juni. Kurz vor der Hauptversammlung hat die Finanzvorständin Elisabeth Prigge ihren Rücktritt eingereicht, nachdem der drittgrößte Aktionär Monolith Duitsland in der Öffentlichkeit Frau Prigge demonstrierte. Frau Prigge hat ihre Tätigkeit als Finanzvorständin im September 2012 aufgenommen, nachdem Ihr Vorgänger zurückgetreten war.

In 2011 trat die langjährige Finanzvorständin Waltraud Hertreiter aus familiären Gründen zurück. Im Mai 2011 wurde Dr. Gisbert Ulmke, früherer Vorstandsvorsitzender von der weniger erfolgreichen Arques Industries AG, als Finanzvorstand bestätigt. Er verließ das Unternehmen bereits nach noch nicht mal einem Jahr.

### **Aufsichtsrat unter Druck**

Die Hauptversammlung im Juni verlief recht turbulent, da die zwei Großaktionäre SATORA Beteiligungs GmbH und die Familie Zimmermann intensiv über die Zukunft des Unternehmens diskutierten. Am Ende der Hauptversammlung war keiner so richtig erfolgreich. Dr. Cammann und seine Familie sind die einzigen Aktionäre der SATORA Beteiligungs GmbH mit einem Anteil von 11,62%. Der Aufsichtsratsvorsitzende Zimmermann hält mit seiner Familie einen Anteil von 11,21% an dem Unternehmen.

### **Ein neuer Finanzvorstand wurde gefunden**

Auf den ersten Blick sah es daher so dass, als wäre der Konflikt gelöst. Der Rücktritt von Dr. Cammann zeigt u. E., dass er nicht in den Entscheidungs- und Auswahlprozeß der Ernennung des neuen Finanzvorstandes Thomas Dippold involviert wurde. Herr Dippold war vorher bei Faber Castell AG als Finanzvorstand tätig und davor bei Semikron International GmbH als kaufmännischer Geschäftsführer. Er wird seine Tätigkeit am 1. Januar 2017 aufnehmen.

Am 24. November hat der Aufsichtsrat mit sofortiger Wirkung Helmut Meyer (67) zum neuen Vorstandsmitglied für eine Amtszeit von sechs Monaten bestellt. Herr Meyer wird auch die Rolle des Vorstandssprechers von Dr. Cammann übernehmen. Helmut Meyer war als Unternehmensberater von 2009 bis 2016 tätig und in zahlreichen mittelständischen Unternehmen im Aufsichts- oder Beirat vertreten. Von 2003 bis 2009 war Herr Meyer Finanzvorstand und Direktor Personal bei der Deutz AG.

### **Vom designierten Sprecher des Aufsichtsrates zum Vorstandssprecher**

Auf der Hauptversammlung hatte der Aktionär Monolith Duitsland Helmut Meyer als Vorsitzender des Aufsichtsrates vorgeschlagen. Er sollte den bisherigen Vorsitzenden Hans J. Zimmermann ablösen. Meyer sollte dabei den Finanzvorstand unterstützen, da er der einzige im Aufsichtsrat war, der über ausreichend Finanzerfahrung verfügte. Die Hauptversammlung wählte Helmut Meyer als normales Mitglied in den Aufsichtsrat. Nach seiner Ernennung zum Vorstandssprecher des Unternehmens musste er seinen Posten im Aufsichtsrat wieder verlassen. Die Entwicklung zeigt deutlich, dass der Aufsichtsrat vom Rücktritt von Dr. Cammann mehr als überrascht war.

Von „Kaufen“ auf „Halten“  
herabgestuft; Kursziel von €45  
auf €30 reduziert

## Fazit

Nach der zweiten Gewinnwarnung und dem Rücktritt von Dr. Cammann haben wir unsere Empfehlung von „Kaufen“ auf „Halten“ herabgestuft. Das Kursziel der Aktie wurde von €45 auf €30 reduziert.

Der starke Auftragseingang bildet u.E. eine gute Basis für eine verbesserte operative Ergebnisentwicklung im Geschäftsjahr 2017. Ein neuer Vorstand, der die Funktion von Helmut Meyer übernehmen wird, hat jedoch ein großes Interesse daran, eine für ihn optimale Ausgangsbasis zu schaffen. Wir erwarten daher, dass weitere Impairments und Restrukturierungsaufwendungen im Geschäftsjahr 2017 anfallen werden.

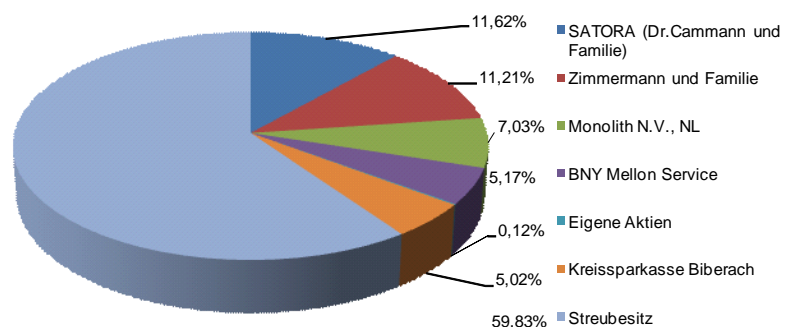
### Consensus und fairesearch Schätzungen 2016E-2018E

	2016E	2017E	2018E
<b>fairesearch EpA</b>	<b>0,29</b>	<b>1,73</b>	<b>3,15</b>
Consensus EpA	0,27	1,99	2,72
<b>fairesearch KGV</b>	<b>105,2</b>	<b>17,5</b>	<b>9,6</b>
Consensus KGV	111,9	15,2	11,1

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

Der Aktienkurs wird sich um die €30 bewegen. Das Hauptaugenmerk der Investoren wird auf die Ernennung des neuen Vorstandssprechers liegen sowie auf den Start des Restrukturierungsprogramms. Die Höhe der anfallenden Restrukturierungsaufwendungen könnte sich dabei negativ auf die Aktienkursentwicklung auswirken. In der Phase der fundamentalen Schwäche und der unsicheren Aktionärsstruktur ist das Unternehmen anfällig für Übernahmeveruche. Wir rechnen nicht damit, dass Dr. Cammann über seine SATORA Beteiligungs GmbH längerfristig Großaktionär des Unternehmens bleiben wird. Es hängt im Wesentlichen von der Höhe des Kaufpreisangebotes ab. Folglich ist das Kursrisiko der Aktie begrenzt.

### Aktionärsstruktur (Dezember 2016)



Quelle: Schaltbau Holding AG, fairesearch



## Quartalszahlen – 3. Quartal

Drittes Quartal Q3`10 – Q3`16										
in €Mio.	Q3`10	Q3`11	Q3`12	Q3`13	Q3`14	Q3`15	Q3`16	% +/-	Q1-Q3`16	% +/-
Umsatz (in €Mio.)	74,1	80,6	90,7	102,2	115,8	124,7	117,5	-5,8%	365,2	1,4%
Mobile Verkehrstechnik	29,5	32,0	32,1	38,0	49,9	56,1	49,9	-11,1%	152,8	-7,5%
Stationäre Verkehrstechnik	24,7	27,6	34,5	38,7	38,5	34,3	36,0	5,1%	103,7	8,4%
Komponenten	19,9	21,1	24,1	25,5	27,7	34,2	31,6	-7,8%	108,6	9,4%
<b>Adjustierungen</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>		<b>0,1</b>	
Bestandsveränderungen	2,1	4,0	2,6	-1,9	5,6	1,2	1,6		3,6	
Kapitalisierte Eigenleistungen	0,2	0,2	0,1	0,8	0,7	1,1	1,0		2,6	
<b>Gesamtleistung</b>	<b>76,5</b>	<b>84,7</b>	<b>93,4</b>	<b>101,1</b>	<b>122,1</b>	<b>126,9</b>	<b>120,1</b>	<b>-5,4%</b>	<b>371,4</b>	<b>-0,1%</b>
Materialkosten	40,1	45,4	51,1	49,7	62,1	63,9	59,8	-6,4%	184,4	-0,8%
Personalkosten	21,2	23,4	25,7	29,9	35,4	40,2	40,7	1,2%	124,0	6,9%
Abschreibungen	1,6	2,2	1,8	2,2	2,5	3,7	3,8	3,4%	11,3	24,1%
Sonstige Erträge	0,5	0,7	0,8	0,6	1,2	1,1	0,5		3,9	
Sonstige Aufwendungen	7,0	7,9	8,4	10,1	11,8	12,2	12,4	1,6%	39,2	5,0%
<b>Summe Aufwendungen</b>	<b>69,4</b>	<b>78,1</b>	<b>86,2</b>	<b>91,3</b>	<b>110,6</b>	<b>119,0</b>	<b>116,3</b>	<b>-2,3%</b>	<b>355,1</b>	<b>3,2%</b>
<b>EBITDA</b>	<b>8,6</b>	<b>8,9</b>	<b>9,0</b>	<b>12,0</b>	<b>14,0</b>	<b>11,6</b>	<b>7,7</b>	<b>-33,9%</b>	<b>27,6</b>	<b>-24,5%</b>
<b>EBITDA-Marge</b>	<b>11,6%</b>	<b>11,0%</b>	<b>9,9%</b>	<b>11,8%</b>	<b>12,1%</b>	<b>9,3%</b>	<b>6,5%</b>		<b>7,6%</b>	
EBITA	7,0	6,7	7,2	9,8	11,5	7,9	3,9	-51,3%	16,3	-40,7%
EBITA-Marge	9,5%	8,3%	7,9%	9,6%	9,9%	6,4%	3,3%		4,5%	
Amortisation	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		0,0	
<b>EBIT</b>	<b>7,0</b>	<b>6,7</b>	<b>7,2</b>	<b>9,8</b>	<b>11,5</b>	<b>7,9</b>	<b>3,9</b>	<b>-51,3%</b>	<b>16,3</b>	<b>-40,7%</b>
<b>EBIT-Marge</b>	<b>9,5%</b>	<b>8,3%</b>	<b>7,9%</b>	<b>9,6%</b>	<b>9,9%</b>	<b>6,4%</b>	<b>3,3%</b>		<b>4,5%</b>	
At-equity Ergebnis	0,2	0,6	0,5	0,3	0,3	0,1	-0,4		-3,6	
Beteiligungsergebnis	0,0	0,7	-0,2	0,0	0,0	0,0	7,3		7,3	
Sonstiges Finanzergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		0,0	
<b>Finanzergebnis</b>	<b>0,25</b>	<b>1,33</b>	<b>0,30</b>	<b>0,25</b>	<b>0,30</b>	<b>0,08</b>	<b>6,96</b>		<b>3,73</b>	<b>208,9%</b>
Zinserträge	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,6		1,0	
Zinsaufwendungen	-1,6	-1,2	-1,1	-1,1	-1,1	-1,7	-1,6	-4,9%	-4,4	13,9%
<b>Zinsergebnis</b>	<b>-1,5</b>	<b>-1,2</b>	<b>-1,1</b>	<b>-1,1</b>	<b>-1,1</b>	<b>-1,6</b>	<b>-1,0</b>	<b>-37,7%</b>	<b>-3,5</b>	<b>-7,3%</b>
<b>Ergebnis vor Steuern</b>	<b>5,7</b>	<b>6,8</b>	<b>6,4</b>	<b>9,0</b>	<b>10,7</b>	<b>6,3</b>	<b>9,8</b>	<b>54,2%</b>	<b>16,6</b>	<b>-33,6%</b>
Steuern	0,7	1,0	0,9	2,285	2,9	1,9	0,8	-55,5%	4,0	-38,5%
Steuerquote	12,8%	14,6%	14,1%	25,5%	27,1%	29,7%	8,6%		24,4%	
<b>Nettoergebnis</b>	<b>5,01</b>	<b>5,77</b>	<b>5,50</b>	<b>6,68</b>	<b>7,81</b>	<b>4,46</b>	<b>8,95</b>	<b>100,5%</b>	<b>12,53</b>	<b>-31,8%</b>
Anteile Dritter	-0,51	-0,51	-0,80	-0,8	-1,6	-1,4	-0,8	-45,4%	-3,6	-19,4%
<b>Nettoergebnis Ergebnis je Aktie (verwässert)</b>	<b>4,50</b>	<b>5,26</b>	<b>4,70</b>	<b>5,91</b>	<b>6,25</b>	<b>3,07</b>	<b>8,19</b>	<b>166,6%</b>	<b>8,96</b>	<b>-35,8%</b>
<b>(verwässert)</b>	<b>0,73</b>	<b>0,86</b>	<b>0,77</b>	<b>0,96</b>	<b>1,02</b>	<b>0,50</b>	<b>1,33</b>	<b>166,6%</b>	<b>1,46</b>	<b>-35,8%</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	497,1	519,7	540,4
EBITDA (€Mio.)	30,1	34,7	37,0	45,1	38,3	49,5	26,0	39,5	50,9
EBIT (€Mio.)	23,8	27,5	29,5	36,0	27,3	36,6	12,2	25,3	36,6
Nettoergebnis (€Mio.)	12,1	18,7	19,0	21,4	24,8	17,4	1,8	10,6	19,3
<b>Margen</b>									
EBITDA-Marge	10,8%	10,9%	10,2%	11,5%	8,9%	10,0%	5,2%	7,6%	9,4%
EBITA-Marge	8,5%	8,6%	8,1%	9,2%	6,4%	7,4%	2,5%	4,9%	6,8%
EBIT-Marge	8,5%	8,6%	8,1%	9,2%	6,4%	7,4%	2,5%	4,9%	6,8%
Eigenkapitalrentabilität	42,5%	35,7%	28,0%	27,0%	26,6%	18,2%	2,2%	12,0%	19,9%
ROCE (inkl. Goodwill)	26,3%	28,0%	23,6%	18,6%	17,3%	12,9%	6,3%	10,2%	12,9%
<b>Bilanz</b>									
Enterprise Value (EV)	161,9	202,4	256,9	330,6	428,3	503,9	405,7	400,7	395,8
Nettoverschuldung/(-vermögen) (€Mio.)	73,3	63,7	91,0	92,2	138,0	209,3	220,4	215,4	210,5
Capital Employed (durchschnittl.)	99,9	106,5	127,9	151,3	174,6	207,7	219,6	220,1	224,1
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	116,0	127,9	140,1
Eigenkapital/Gesamtvermögen (%)	17,5%	27,9%	29,9%	33,4%	31,2%	28,5%	25,6%	26,8%	27,7%
Nettoverschuldung/EK (%)	43,7%	29,0%	33,2%	25,5%	29,0%	37,3%	49,9%	48,8%	47,6%
<b>Kapitaleffizienz/Solvabilität</b>									
Umsatz/CE (inkl. Goodwill) (x)	2,7	2,8	2,6	2,4	2,2	2,0	1,8	1,9	2,0
Umsatz/Sachanlagen (x)	6,7	7,2	7,8	7,4	6,3	6,6	6,9	6,8	6,8
Umsatz/Net working capital (x)	4,5	5,0	3,6	3,8	3,4	3,4	3,4	3,6	3,7
Vorräte/Umsatz (Tage)	65,8	68,8	74,4	63,1	71,8	64,2	64,2	61,4	59,0
Forderungen LL/Umsatz	59,2	54,1	65,9	61,0	67,3	79,3	82,5	82,0	81,7
Verbindlichkeiten LL/Umsatz	23,6	22,6	21,0	19,3	26,4	27,7	29,9	30,7	31,7
CAPEX/Abschreibungen (%)	1,7	1,8	1,2	1,9	1,6	1,4	1,3	1,3	1,3
Zinsdeckung (x)	3,8	4,2	5,7	7,4	6,1	6,6	2,4	4,9	7,2
Dividendenausschüttungsquote	16,9%	19,2%	25,0%	27,6%	24,8%	35,2%	0,0%	23,1%	25,4%
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	2,84	0,29	1,73	3,15
EpA (€) voll verwässert	2,03	3,13	3,09	3,48	4,04	2,84	0,29	1,73	3,15
CFpA (€)	3,01	4,33	4,31	4,96	5,83	4,93	2,54	4,04	5,50
Dividende (€)	0,37	0,60	0,77	0,96	1,00	1,00	0,00	0,40	0,80
Buchwert (€)	5,09	8,75	11,06	12,89	15,21	15,59	12,95	14,39	15,81
Adjustierter Buchwert (€)	4,19	7,02	9,18	11,04	10,03	7,09	4,44	5,88	7,31
KGV	7,8	7,4	8,7	11,2	11,7	16,9	105,2	17,5	9,6
KCF	4,8	5,4	6,3	7,8	8,1	9,7	11,9	7,5	5,5
Kurs/Buchwert	3,1	2,6	2,4	3,0	3,1	3,1	2,3	2,1	1,9
Dividendenrendite (%)	2,3%	2,6%	2,8%	2,5%	2,1%	2,1%	0,0%	1,3%	2,6%
EV/Umsatz (x)	0,58	0,64	0,71	0,85	1,00	1,01	0,82	0,77	0,73
EV/EBITDA (x)	5,37	5,84	6,94	7,34	11,20	10,19	15,60	10,15	7,77
EV/EBIT (x)	6,82	7,36	8,71	9,18	15,69	13,75	33,26	15,82	10,83
EV/Capital Employed (x)	1,62	1,90	2,01	2,19	2,45	2,43	1,85	1,82	1,77
EV/CE (inkl. Goodwill) (x)	1,54	1,77	1,85	2,03	2,18	2,02	1,49	1,47	1,43

Quelle: [fairesearch](#), 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>