

**Empfehlung:** Halten

**Kursziel:** 30,00 Euro

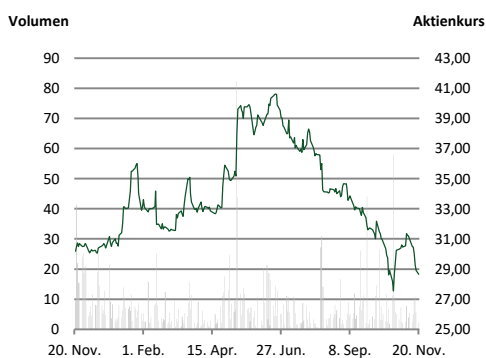
**Kurspotenzial:** +5 Prozent

**Aktiendaten**

Kurs (Schlusskurs Vortag)	28,64 Euro (XETRA)
Aktienanzahl (in Mio.)	6,61
Marktkap. (in Mio. Euro)	189,3
Enterprise Value (in Mio. Euro)	410,9
Ticker	SLT
ISIN	DE0007170300

**Kursperformance**

52 Wochen-Hoch (in Euro)	40,87
52 Wochen-Tief (in Euro)	27,05
3 M relativ zum SDAX	-19,5%
6 M relativ zum SDAX	-33,8%



Quelle: Capital IQ

**Aktionärsstruktur**

Streubesitz	57,0%
Frau A. Cammann (SATORA und privat)	11,2%
Herr Hans J. Zimmermann	7,8%
Monolith N.V.	7,0%
Luxempart	6,8%
BNY Mellon	5,2%

**Termine**

Eigenkapitalforum 27. November 2017

**Prognoseanpassung**

	2017e	2018e	2019e
Umsatz (alt)	520,0	536,1	551,1
Δ in %	-	-	-
EBIT (alt)	2,3	22,1	26,7
Δ in %	n.m.	-8,1%	-6,4%
EPS (alt)	0,03	1,43	1,90
Δ in %	n.m.	-33,6%	-18,4%

**Analyst**

Frank Laser  
+49 40 41111 37 68  
f.laser@montega.de

**Publikation**

Comment 21. November 2017

**Signifikantes Quartalsdefizit durch Wertberichtigungen auf Schaltbau Sepsa**

Schaltbau hat heute Zahlen zu Q3 2017 veröffentlicht, die auf operativer Ebene weitgehend unseren Erwartungen entsprachen. Die Ziele für Umsatz und EBIT (exklusive negativer Einmaleffekte) wurden bestätigt.

Schaltbau Holding AG - Q3 2017	Q3/17	Q3/17e	Q3/16	yoy
Umsatz	128,1	126,0	118,2	8,3%
EBIT (operativ)	-0,7	1,0	2,5	n.m.
EBIT-Marge	-0,5%	0,8%	2,1%	

Quelle: Unternehmen, Montega Angaben in Mio. Euro

Der **Konzernumsatz** stieg um 8,3% auf 128,1 Mio. Euro, wobei der Anstieg in erster Linie durch positive Konsolidierungseffekte von Schaltbau Sepsa (8,2 Mio. Euro) bedingt war. Das organische Umsatzwachstum i.H.v. 1,4% wurde getrieben durch die Segmente **Mobile Verkehrstechnik** (organischer Umsatzanstieg: +13,7%) und **Komponenten** (+5,2%). Der Geschäftsbereich **Stationäre Verkehrstechnik** (organisch: -12,5%) lag aufgrund der anhaltend schwachen Nachfrage sowohl bei der Bahninfrastruktur als auch bei den Bremssystemen erneut unter dem Vorjahreswert.

Trotz der leicht gestiegenen Erlöse verbuchte Schaltbau ein **negatives (operatives) EBIT i.H.v. -0,7 Mio. Euro** (Q3 2016: +2,5 Mio. Euro). Auf berichteter Ebene war **das Defizit mit -12,7 Mio. Euro** deutlich höher. Mitte letzter Woche hatte Schaltbau bekanntgegeben, dass das Unternehmen seine spanische Tochtergesellschaft Albatros (Schaltbau Sepsa) zum Verkauf stellt und in diesem Zusammenhang eine nicht-cashwirksame **Wertminderung i.H.v. 28 Mio. Euro** zu verbuchen hat. Schaltbau hatte im April 2014 erste Anteile des Unternehmens für Passagiersicherheits- und -informationssysteme erworben und erst Ende Dezember 2015 die Beteiligung von 40% auf 92% ausgebaut. Seitdem lag die Entwicklung von Albatros kontinuierlich unter den Unternehmenserwartungen. Rund 12 Mio. Euro der avisierten Wertminderung wurden in Q3 gebucht.

Schaltbaus **Auftragseingang** lag mit 148,4 Mio. Euro in Q3 mehr als 40% (organisch: +35%) über dem sehr schwachen Vorjahresquartal, der **Auftragsbestand** per Ende September erreichte 441 Mio. Euro (+4,6%, organisch: -0,8%). **Für 2017 erwartet das Unternehmen unverändert einen Umsatz von 520 bis 540 Mio. Euro sowie ein operatives EBIT zwischen 2,0 und 5,0 Mio. Euro** (exklusive Sepsa-Wertberichtigung), wobei jeweils das untere Ende der Bandbreiten erreicht werden sollte. Wir haben die Wertberichtigung von Sepsa nun in unserem Model berücksichtigt. Darüber hinaus haben wir unsere Annahmen für die Profitabilität und das Finanzergebnis in den folgenden Jahren überarbeitet.

**Fazit:** Trotz gestiegener Erlöse ist Schaltbau operativ weiterhin defizitär und inmitten eines Restrukturierungsprozesses. Wir erwarten kurzfristig ein Anhalten des negativen Newsflows (Marktbedingungen bleiben schwierig, Q4 wird defizitär) und bestätigen unsere Halten-Empfehlung mit einem neuen Kursziel von 30,00 Euro (zuvor: 32,00 Euro).

Geschäftsjahresende: 31.12.	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Umsatz	502,3	509,1	520,0	536,1	551,1
Veränderung yoy	16,9%	1,4%	2,1%	3,1%	2,8%
EBITDA	46,5	16,4	14,7	31,0	36,3
EBIT	33,4	-14,5	-26,3	20,3	25,0
Jahresüberschuss	16,8	-15,8	-49,1	6,3	10,2
Rohrertragsmarge	50,6%	49,6%	51,3%	49,5%	49,8%
EBITDA-Marge	9,3%	3,2%	2,8%	5,8%	6,6%
EBIT-Marge	6,7%	-2,8%	-5,1%	3,8%	4,5%
Net Debt	167,0	188,2	208,7	206,4	202,7
Net Debt/EBITDA	3,6	11,5	14,2	6,7	5,6
ROCE	12,7%	-4,9%	-9,2%	7,1%	8,3%
EPS	2,80	-2,61	-7,43	0,95	1,55
FCF je Aktie	1,22	1,08	-3,62	0,71	1,19
Dividende	1,00	0,00	0,00	0,20	0,30
Dividendenrendite	3,5%	0,0%	0,0%	0,7%	1,0%
EV/Umsatz	0,8	0,8	0,8	0,8	0,7
EV/EBITDA	8,8	25,1	28,0	13,2	11,3
EV/EBIT	12,3	n.m.	n.m.	20,2	16,4
KGV	10,2	n.m.	n.m.	30,1	18,5
P/B	2,1	2,6	5,3	3,6	2,7

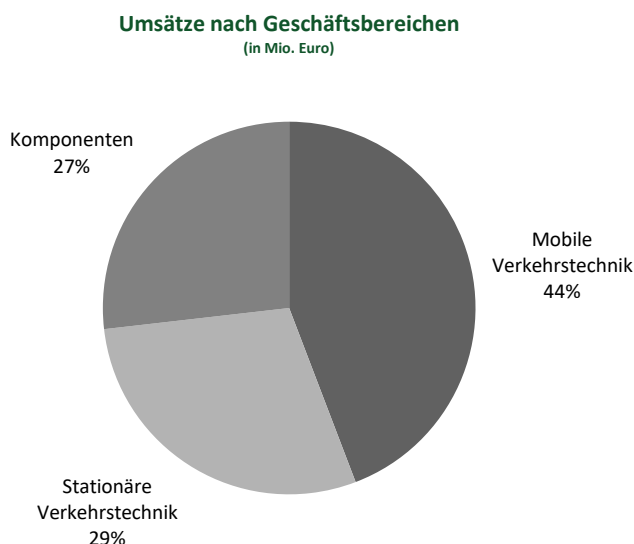
Quelle: Unternehmen, Montega, CapitalIQ Angaben in Mio. EUR, EPS in EUR Kurs: 28,64

## UNTERNEHMENSHINTERGRUND

Die Schaltbau Holding AG mit Sitz in München zählt zu den führenden Herstellern von Systemen und Komponenten für die Verkehrstechnik und die Industrie. Das Unternehmen verfügt über ein breites Portfolio an Produkten, die unter anderem in der Bahnindustrie, bei Transportfahrzeugen, bei industriellen Beförderungslösungen sowie erneuerbarer Energie Anwendung finden. Im Jahr 2016 beschäftigte Schaltbau 2.924 Mitarbeiter und erwirtschaftete einen Umsatz von rund 500 Mio. Euro.

### Segmentbetrachtung

Die Schaltbau Gruppe operiert mit drei Segmenten. Die Umsatzanteile der jeweiligen Segmente für das Geschäftsjahr 2016 sind der folgenden Grafik zu entnehmen.



Quelle: Schaltbau AG

Im Segment **Mobile Verkehrstechnik** operiert das Unternehmen unter dem Firmennamen Bode. Zu diesem Segment zählen unter anderem Türsysteme für Busse, wo man in Deutschland und in Europa zu den Marktführern zählt. Ein weiterer wichtiger Bereich sind Türsysteme für die Schiene (Bahn, U-Bahn, Straßenbahn). Kürzlich konnte Schaltbau das Produktportfolio im Segment Mobile Verkehrstechnik durch die Übernahme bzw. Aufstockung der Firmen ALTE Technologies (Sanitätssysteme u. Klimaanlage), Albatros (on-board-Kommunikationssysteme) und RAWAG (Innenausstattung für Schienenfahrzeuge) deutlich ausbauen. Mit der Mobilien Verkehrstechnik beliefert man die größten und wichtigsten Systemhersteller und operiert deswegen auf globaler Ebene. Im Bereich Türsysteme für Schienenfahrzeuge steht Schaltbau im direkten Wettbewerb mit Faiveley (Frankreich). Mit einer Marktkapitalisierung von rund 800 Mio. Euro und einem jährlichen Umsatz von knapp einer Milliarde ist Faiveley deutlich größer als Schaltbau. Ein weiterer Wettbewerber ist IFE Automatic Door Systems, ein Tochterunternehmen der Knorr-Bremse AG, für welches keine gesonderten Umsatzangaben zur Verfügung stehen. Das Segment wies im Geschäftsjahr 2016 einen Umsatz von 222 Mio. Euro auf.

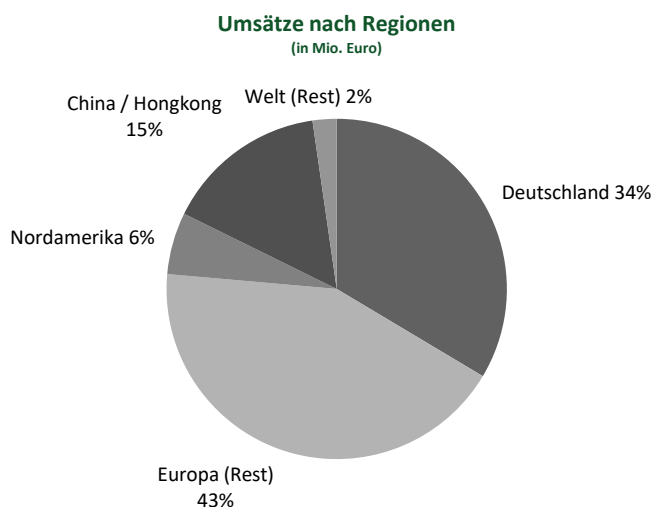
Das Segment **Stationäre Verkehrstechnik** ist in zwei Geschäftsfelder unterteilt: in das Geschäftsfeld "Infrastrukturtechnik" über die Pintsch Gruppe und in das Geschäftsfeld "Bremsysteme" über die Pintsch Bubenzer Gruppe. Im Gegensatz zur Mobilien Verkehrstechnik ist der Bereich **Infrastrukturtechnik** (hauptsächlich Bahnübergänge) stark von nationaler Gesetzgebung geprägt, weswegen die Geschäftstätigkeit auf Deutschland und einige Nachbarländer mit ähnlichen gesetzlichen Bestimmungen begrenzt ist. In diesem Geschäftsbereich trifft Schaltbau vor allem auf Siemens als konkurrierenden Bahnübergangslieferant. Der Bereich **Bremsysteme** umfasst Kran- und Industriebremsen

sowie Bremsvorrichtungen für Windkraftvorrichtungen. Neben japanischen und chinesischen Wettbewerbern ist hier die Stromag auf dem Heimatmarkt zu nennen.

Das Segment **Komponenten** unter der Schaltbau GmbH Gruppe fertigt Steckverbinder zur Übertragung von Energie und Informationen, Schnappschalter sowie Vorrichtungen zur Löschung von Lichtbögen durch spezielle Magnetfelder (Schütze). Wenngleich Schaltbau sich durch eine besonders hohe Qualität von Wettbewerbern abzuheben versucht, konkurriert man hier mit zahlreichen Unternehmen weltweit.

### Märkte und Umsatz

Ein beträchtlicher Umsatzanteil der Schaltbau Gruppe wird nach wie vor in Deutschland erzielt (34%). Maßgeblich richten sich die im Inland erzielten Umsatzerlöse dabei nach den Ausgaben der Bahngesellschaften. Insgesamt ergibt sich mit einem Umsatzanteil von 77% eine starke geografische Abhängigkeit von Europa. Der in anderen Regionen erzielte Umsatz konnte in den vergangenen Jahren aber teils signifikant ausgebaut werden. Seit 2010 konnte beispielsweise der Umsatz in Nordamerika mit einem jährlichen durchschnittlichen Wachstum von 60% und jener in den restlichen Staaten mit 34% gesteigert werden. Relativierend hierzu muss angemerkt werden, dass Schaltbau häufig als Zulieferer an Systemhersteller auftritt, die die gefertigten Produkte wiederum oft im Ausland absetzen. Aus diesem Grunde ist die Ermittlung der tatsächlichen Endbestimmungsländer schwierig.



Quelle: Schaltbau AG

### Management

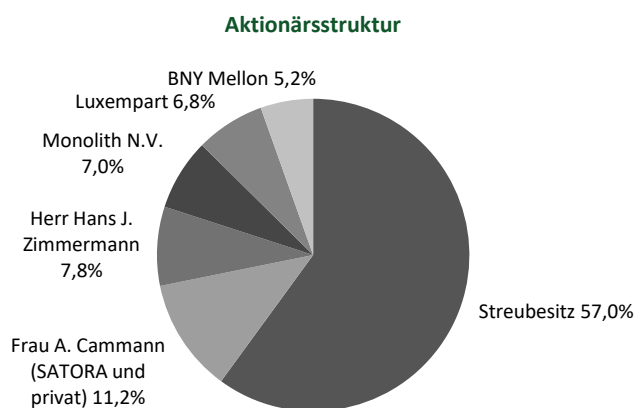
**Dr. Bertram Stausberg** ist seit dem 01. April 2017 CEO und Sprecher des Vorstandes und war davor in zahlreichen Führungspositionen in der Druckindustrie tätig.

**Thomas Dippold** gehört seit Anfang 2017 dem Vorstand der Schaltbau Holding AG an und bekleidet die Funktion als Chief Financial Officer (CFO).

**Dr. Martin Kleinschmitt** fungiert seit Anfang August 2017 als Chief Restructuring Officer (CRO).

**Aktionärsstruktur**

Das Eigenkapital der Schaltbau AG teilt sich in 6.609.770 Stückaktien. Zu den Investoren, die einen meldepflichtigen Anteil halten, zählen Frau A. Cammann (11,2%), Herr Hans J. Zimmermann (7,8%) sowie Monolith N.V. (7,0%), Luxempart (6,8%) und BNY Mellon (5,2%). Darüber hinaus hält die Kreissparkasse Biberach 5,0%. Die Schaltbau AG selbst hält noch 0,1% des Unternehmens, rund 57% der Aktien sind dem Streubesitz zuzurechnen.



Quelle: Schaltbau AG

ANHANG

DCF Modell

Angaben in Mio. Euro	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	Terminal Value
<b>Umsatz</b>	<b>520,0</b>	<b>536,1</b>	<b>551,1</b>	<b>564,9</b>	<b>581,9</b>	<b>596,4</b>	<b>609,8</b>	<b>622,0</b>
<i>Veränderung</i>	2,1%	3,1%	2,8%	2,5%	3,0%	2,5%	2,3%	2,0%
<b>EBIT</b>	<b>-26,3</b>	<b>20,3</b>	<b>25,0</b>	<b>35,4</b>	<b>40,7</b>	<b>40,6</b>	<b>39,6</b>	<b>39,5</b>
<i>EBIT-Marge</i>	-5,1%	3,8%	4,5%	6,3%	7,0%	6,8%	6,5%	6,4%
<b>NOPAT</b>	<b>-33,4</b>	<b>14,2</b>	<b>17,5</b>	<b>24,8</b>	<b>28,5</b>	<b>28,4</b>	<b>27,7</b>	<b>27,6</b>
<b>Abschreibungen</b>	<b>41,0</b>	<b>10,7</b>	<b>11,3</b>	<b>11,9</b>	<b>13,4</b>	<b>14,9</b>	<b>15,2</b>	<b>15,6</b>
<i>in % vom Umsatz</i>	7,9%	2,0%	2,1%	2,1%	2,3%	2,5%	2,5%	2,5%
<b>Liquiditätsveränderung</b>								
- Working Capital	-1,9	-2,2	-2,5	-3,5	-2,7	-1,4	2,1	-0,4
- Investitionen	-21,8	-22,1	-22,3	-23,1	-20,4	-14,9	-15,2	-15,6
<i>Investitionsquote</i>	4,2%	4,1%	4,0%	4,1%	3,5%	2,5%	2,5%	2,5%
<b>Übriges</b>	<b>-3,8</b>	<b>-2,0</b>	<b>-3,1</b>	<b>-3,3</b>	<b>-3,0</b>	<b>-3,0</b>	<b>-3,0</b>	<b>-3,0</b>
<b>Free Cash Flow (WACC-Modell)</b>	<b>-19,1</b>	<b>-0,5</b>	<b>1,8</b>	<b>7,7</b>	<b>17,2</b>	<b>25,7</b>	<b>28,5</b>	<b>25,6</b>
<b>WACC</b>	<b>6,4%</b>	<b>6,4%</b>	<b>6,4%</b>	<b>6,4%</b>	<b>6,4%</b>	<b>6,4%</b>	<b>6,4%</b>	<b>6,4%</b>
Present Value	-19,0	-0,4	1,6	6,4	13,4	18,8	19,6	379,9
<b>Kumuliert</b>	<b>-19,0</b>	<b>-19,5</b>	<b>-17,9</b>	<b>-11,5</b>	<b>1,8</b>	<b>20,6</b>	<b>40,3</b>	<b>420,1</b>

Wertermittlung (Mio. Euro)

Total present value (Tpv)	420,1
Terminal Value	379,9
Anteil vom Tpv-Wert	90%
Verbindlichkeiten	251,6
Liquide Mittel	30,0
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>198,6</b>

Annahmen: Umsatzwachstumsraten und Margenerwartungen

Kurzfristiges Umsatzwachstum	2017-2020	2,8%
Mittelfristiges Umsatzwachstum	2017-2023	2,3%
Langfristiges Umsatzwachstum	ab 2024	2,0%
EBIT-Marge	2017-2020	2,4%
EBIT-Marge	2017-2023	4,3%
Langfristige EBIT-Marge	ab 2024	6,4%

Aktienzahl (Mio.) 6,61

**Wert je Aktie (Euro) 30,04**

+Upside / -Downside 5%

Aktienkurs (Euro) 28,64

Modellparameter

Fremdkapitalquote	60,0%
Fremdkapitalzins	5,0%
Marktrendite	9,0%
risikofreie Rendite	2,50%

Beta 1,25

WACC 6,4%

ewiges Wachstum 2,0%

Sensitivität Wert je Aktie (Euro)

ewiges Wachstum

WACC	1,25%	1,75%	<b>2,00%</b>	2,25%	2,75%
6,85%	15,55	19,78	22,23	24,94	31,35
6,60%	18,42	23,16	25,92	28,99	36,33
<b>6,35%</b>	21,59	26,92	<b>30,04</b>	33,54	42,01
6,10%	25,09	31,11	34,67	38,70	48,55
5,85%	28,97	35,82	39,92	44,58	56,16

Sensitivität Wert je Aktie (Euro)

EBIT-Marge ab 2024e

WACC	5,85%	6,10%	<b>6,35%</b>	6,60%	6,85%
6,85%	17,98	20,10	22,23	24,35	26,47
6,60%	21,36	23,64	25,92	28,19	30,47
<b>6,35%</b>	25,14	27,59	<b>30,04</b>	32,49	34,94
6,10%	29,39	32,03	34,67	37,31	39,95
5,85%	34,20	37,06	39,92	42,78	45,64

Quelle: Montega

G&V (in Mio. Euro) Schaltbau Holding AG	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
<b>Umsatz</b>	<b>429,6</b>	<b>502,3</b>	<b>509,1</b>	<b>520,0</b>	<b>536,1</b>	<b>551,1</b>
Bestandsveränderungen	3,8	-1,6	-9,4	10,0	0,0	0,0
Aktivierete Eigenleistungen	7,0	5,8	6,7	4,0	0,0	0,0
<b>Gesamtleistung</b>	<b>440,3</b>	<b>506,4</b>	<b>506,4</b>	<b>534,0</b>	<b>536,1</b>	<b>551,1</b>
Materialaufwand	222,4	252,1	253,9	267,0	270,7	276,7
<b>Rohrertrag</b>	<b>218,0</b>	<b>254,3</b>	<b>252,5</b>	<b>267,0</b>	<b>265,4</b>	<b>274,5</b>
Personalaufwendungen	138,2	159,3	171,3	188,0	179,1	183,5
Sonstige betriebliche Aufwendungen	47,4	55,7	72,9	73,3	60,6	60,6
Sonstige betriebliche Erträge	5,9	7,1	8,0	9,0	5,3	6,0
<b>EBITDA</b>	<b>38,3</b>	<b>46,5</b>	<b>16,4</b>	<b>14,7</b>	<b>31,0</b>	<b>36,3</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	7,4	8,7	9,6	41,0	10,7	11,3
<b>EBITA</b>	<b>30,8</b>	<b>37,8</b>	<b>6,7</b>	<b>-26,3</b>	<b>20,3</b>	<b>25,0</b>
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	3,5	4,4	19,6	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>27,3</b>	<b>33,4</b>	<b>-14,5</b>	<b>-26,3</b>	<b>20,3</b>	<b>25,0</b>
Finanzergebnis	8,0	-3,3	-1,4	-10,8	-6,9	-5,7
<b>Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit</b>	<b>35,2</b>	<b>30,1</b>	<b>-15,9</b>	<b>-37,1</b>	<b>13,4</b>	<b>19,3</b>
<b>EBT</b>	<b>35,2</b>	<b>30,1</b>	<b>-15,9</b>	<b>-37,1</b>	<b>13,4</b>	<b>19,3</b>
EE-Steuern	6,1	7,7	-3,8	10,0	4,0	5,8
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>29,1</b>	<b>22,5</b>	<b>-12,0</b>	<b>-47,1</b>	<b>9,4</b>	<b>13,5</b>
Anteile Dritter	4,3	5,6	3,8	2,0	3,1	3,3
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>24,8</b>	<b>16,8</b>	<b>-15,8</b>	<b>-49,1</b>	<b>6,3</b>	<b>10,2</b>

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

G&V (in % vom Umsatz) Schaltbau Holding AG	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
<b>Umsatz</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
Bestandsveränderungen	0,9%	-0,3%	-1,8%	1,9%	0,0%	0,0%
Aktivierete Eigenleistungen	1,6%	1,2%	1,3%	0,8%	0,0%	0,0%
<b>Gesamtleistung</b>	<b>102,5%</b>	<b>100,8%</b>	<b>99,5%</b>	<b>102,7%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
Materialaufwand	51,8%	50,2%	49,9%	51,3%	50,5%	50,2%
<b>Rohrertrag</b>	<b>50,7%</b>	<b>50,6%</b>	<b>49,6%</b>	<b>51,3%</b>	<b>49,5%</b>	<b>49,8%</b>
Personalaufwendungen	32,2%	31,7%	33,6%	36,2%	33,4%	33,3%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	11,0%	11,1%	14,3%	14,1%	11,3%	11,0%
Sonstige betriebliche Erträge	1,4%	1,4%	1,6%	1,7%	1,0%	1,1%
<b>EBITDA</b>	<b>8,9%</b>	<b>9,3%</b>	<b>3,2%</b>	<b>2,8%</b>	<b>5,8%</b>	<b>6,6%</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	1,7%	1,7%	1,9%	7,9%	2,0%	2,1%
<b>EBITA</b>	<b>7,2%</b>	<b>7,5%</b>	<b>1,3%</b>	<b>-5,1%</b>	<b>3,8%</b>	<b>4,5%</b>
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,8%	0,9%	3,8%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>EBIT</b>	<b>6,4%</b>	<b>6,7%</b>	<b>-2,8%</b>	<b>-5,1%</b>	<b>3,8%</b>	<b>4,5%</b>
Finanzergebnis	1,9%	-0,7%	-0,3%	-2,1%	-1,3%	-1,0%
<b>EBT</b>	<b>8,2%</b>	<b>6,0%</b>	<b>-3,1%</b>	<b>-7,1%</b>	<b>2,5%</b>	<b>3,5%</b>
EE-Steuern	1,4%	1,5%	-0,8%	1,9%	0,7%	1,0%
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>6,8%</b>	<b>4,5%</b>	<b>-2,4%</b>	<b>-9,1%</b>	<b>1,7%</b>	<b>2,4%</b>
Anteile Dritter	1,0%	1,1%	0,7%	0,4%	0,6%	0,6%
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>5,8%</b>	<b>3,3%</b>	<b>-3,1%</b>	<b>-9,4%</b>	<b>1,2%</b>	<b>1,9%</b>

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

Bilanz (in Mio. Euro) Schaltbau Holding AG	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
<b>AKTIVA</b>						
Immaterielle Vermögensgegenstände	52,5	83,0	83,7	93,2	102,2	110,7
Sachanlagen	68,7	77,3	88,4	59,7	62,0	64,5
Finanzanlagen	13,0	24,5	7,2	8,2	9,7	11,7
<b>Anlagevermögen</b>	<b>134,1</b>	<b>184,8</b>	<b>179,2</b>	<b>161,0</b>	<b>173,8</b>	<b>186,8</b>
Vorräte	85,7	91,2	101,4	103,9	104,1	106,4
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	80,3	111,2	115,2	117,5	120,4	122,3
Liquide Mittel	25,7	32,4	30,0	10,0	10,9	14,0
Sonstige Vermögensgegenstände	35,6	26,1	33,3	33,8	34,3	34,8
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>227,2</b>	<b>261,0</b>	<b>279,9</b>	<b>265,1</b>	<b>269,7</b>	<b>277,5</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>361,2</b>	<b>445,8</b>	<b>459,1</b>	<b>426,1</b>	<b>443,5</b>	<b>464,3</b>
<b>PASSIVA</b>						
<b>Eigenkapital</b>	<b>93,3</b>	<b>91,4</b>	<b>73,6</b>	<b>35,9</b>	<b>52,5</b>	<b>70,8</b>
<b>Anteile Dritter</b>	<b>19,2</b>	<b>33,4</b>	<b>33,4</b>	<b>33,4</b>	<b>33,4</b>	<b>33,4</b>
Rückstellungen	73,6	67,5	88,8	90,3	91,9	93,5
Zinstragende Verbindlichkeiten	105,4	162,1	178,0	177,8	175,5	174,1
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	31,5	38,8	42,0	44,6	45,2	46,6
Sonstige Verbindlichkeiten	38,3	52,6	43,2	44,1	45,0	45,9
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>248,7</b>	<b>321,0</b>	<b>352,0</b>	<b>356,7</b>	<b>357,6</b>	<b>360,1</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>361,2</b>	<b>445,8</b>	<b>459,1</b>	<b>426,1</b>	<b>443,5</b>	<b>464,3</b>

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

Bilanz (in % der Bilanzsumme) Schaltbau Holding AG	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
<b>AKTIVA</b>						
<b>Immaterielle Vermögensgegenstände</b>	<b>14,5%</b>	<b>18,6%</b>	<b>18,2%</b>	<b>21,9%</b>	<b>23,0%</b>	<b>23,8%</b>
Sachanlagen	19,0%	17,3%	19,2%	14,0%	14,0%	13,9%
Finanzanlagen	3,6%	5,5%	1,6%	1,9%	2,2%	2,5%
<b>Anlagevermögen</b>	<b>37,1%</b>	<b>41,4%</b>	<b>39,0%</b>	<b>37,8%</b>	<b>39,2%</b>	<b>40,2%</b>
Vorräte	23,7%	20,5%	22,1%	24,4%	23,5%	22,9%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	22,2%	25,0%	25,1%	27,6%	27,1%	26,3%
Liquide Mittel	7,1%	7,3%	6,5%	2,3%	2,5%	3,0%
Sonstige Vermögensgegenstände	9,9%	5,9%	7,2%	7,9%	7,7%	7,5%
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>62,9%</b>	<b>58,6%</b>	<b>61,0%</b>	<b>62,2%</b>	<b>60,8%</b>	<b>59,8%</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
<b>PASSIVA</b>						
<b>Eigenkapital</b>	<b>25,8%</b>	<b>20,5%</b>	<b>16,0%</b>	<b>8,4%</b>	<b>11,8%</b>	<b>15,3%</b>
<b>Anteile Dritter</b>	<b>5,3%</b>	<b>7,5%</b>	<b>7,3%</b>	<b>7,8%</b>	<b>7,5%</b>	<b>7,2%</b>
Rückstellungen	20,4%	15,1%	19,3%	21,2%	20,7%	20,1%
Zinstragende Verbindlichkeiten	29,2%	36,4%	38,8%	41,7%	39,6%	37,5%
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	8,7%	8,7%	9,2%	10,5%	10,2%	10,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	10,6%	11,8%	9,4%	10,3%	10,1%	9,9%
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>68,9%</b>	<b>72,0%</b>	<b>76,7%</b>	<b>83,7%</b>	<b>80,6%</b>	<b>77,5%</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

Kapitalflussrechnung (in Mio. Euro) Schaltbau Holding AG	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	29,1	22,5	-12,0	-47,1	9,4	13,5
Abschreibung Anlagevermögen	11,0	13,1	30,8	41,0	10,7	11,3
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	3,5	4,4	21,2	0,0	0,0	0,0
Veränderung langfristige Rückstellungen	-1,1	-6,2	2,8	0,8	0,8	0,8
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-8,2	23,2	0,0	4,0	4,0	3,0
<b>Cash Flow</b>	<b>34,4</b>	<b>56,9</b>	<b>42,8</b>	<b>-1,3</b>	<b>24,9</b>	<b>28,6</b>
Veränderung Working Capital	-7,9	-27,5	-17,0	-0,8	1,8	1,5
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit</b>	<b>26,5</b>	<b>29,4</b>	<b>25,8</b>	<b>-2,1</b>	<b>26,7</b>	<b>30,2</b>
CAPEX	-23,5	-22,1	-19,3	-21,8	-22,1	-22,3
Sonstiges	-14,9	-26,8	1,1	-11,0	-1,5	-2,0
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-38,4</b>	<b>-49,0</b>	<b>-18,2</b>	<b>-32,8</b>	<b>-23,6</b>	<b>-24,3</b>
Dividendenzahlung	-5,9	-6,0	-6,0	0,0	0,0	-1,3
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	38,2	43,3	1,8	-0,3	-2,2	-1,5
Sonstiges	-8,2	-12,1	-4,4	15,1	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>24,1</b>	<b>25,2</b>	<b>-8,7</b>	<b>14,9</b>	<b>-2,2</b>	<b>-2,8</b>
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,9	0,6	-0,4	0,0	0,0	0,0
<b>Veränderung liquide Mittel</b>	<b>12,1</b>	<b>5,7</b>	<b>-1,1</b>	<b>-20,1</b>	<b>1,0</b>	<b>3,1</b>
<b>Endbestand liquide Mittel</b>	<b>27,4</b>	<b>31,9</b>	<b>31,2</b>	<b>10,0</b>	<b>10,9</b>	<b>14,0</b>

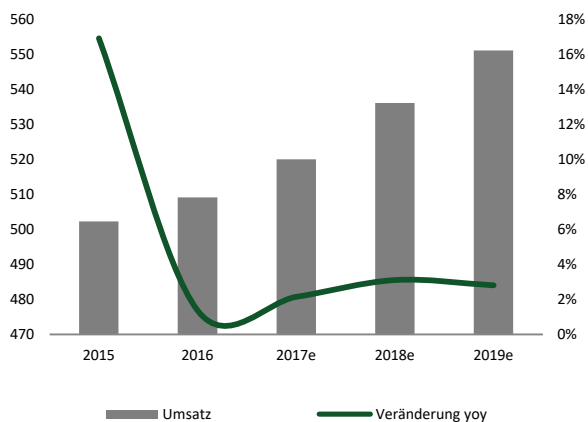
Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

Kennzahlen Schaltbau Holding AG	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
<b>Ertragsmargen</b>						
Rohrertragsmarge (%)	50,7%	50,6%	49,6%	51,3%	49,5%	49,8%
EBITDA-Marge (%)	8,9%	9,3%	3,2%	2,8%	5,8%	6,6%
EBIT-Marge (%)	6,4%	6,7%	-2,8%	-5,1%	3,8%	4,5%
EBT-Marge (%)	8,2%	6,0%	-3,1%	-7,1%	2,5%	3,5%
Netto-Umsatzrendite (%)	6,8%	4,5%	-2,4%	-9,1%	1,7%	2,4%
<b>Kapitalverzinsung</b>						
ROCE (%)	13,5%	12,7%	-4,9%	-9,2%	7,1%	8,3%
ROE (%)	31,3%	18,0%	-17,3%	-66,7%	17,5%	19,5%
ROA (%)	6,9%	3,8%	-3,4%	-11,5%	1,4%	2,2%
<b>Solvenz</b>						
Net Debt zum Jahresende (Mio. Euro)	123,2	167,0	188,2	208,7	206,4	202,7
Net Debt / EBITDA	3,2	3,6	11,5	14,2	6,7	5,6
Net Gearing (Net Debt/EK)	1,1	1,3	1,8	3,0	2,4	1,9
<b>Kapitalfluss</b>						
Free Cash Flow (Mio. EUR)	3,0	7,3	6,5	-23,9	4,7	7,9
Capex / Umsatz (%)	7%	7%	4%	4%	4%	4%
Working Capital / Umsatz (%)	27%	27%	31%	31%	31%	30%
<b>Bewertung</b>						
EV/Umsatz	1,0	0,8	0,8	0,8	0,8	0,7
EV/EBITDA	10,7	8,8	25,1	28,0	13,2	11,3
EV/EBIT	15,1	12,3	-	-	20,2	16,4
EV/FCF	139,2	56,0	62,8	-	87,6	52,3
KGV	7,1	10,2	-	-	30,1	18,5
P/B	2,0	2,1	2,6	5,3	3,6	2,7
Dividendenrendite	3,5%	3,5%	0,0%	0,0%	0,7%	1,0%

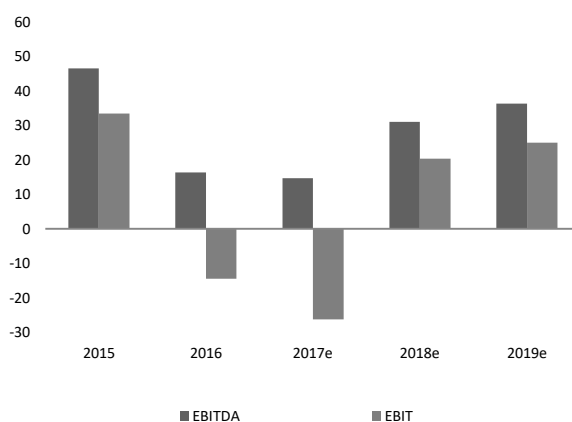
Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)



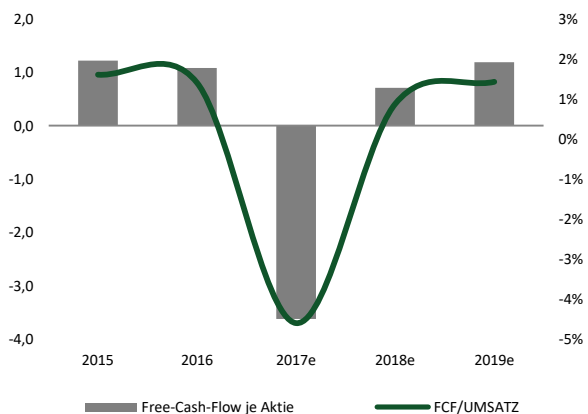
Umsatzentwicklung



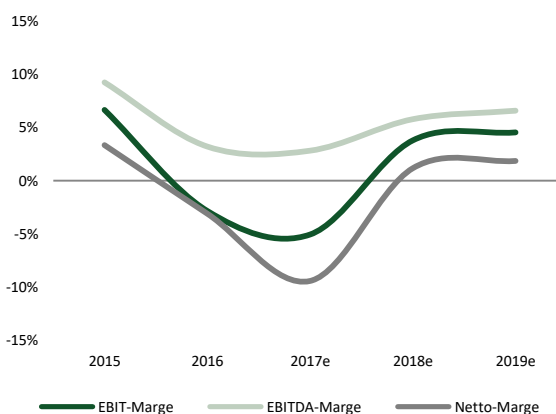
Ergebnisentwicklung



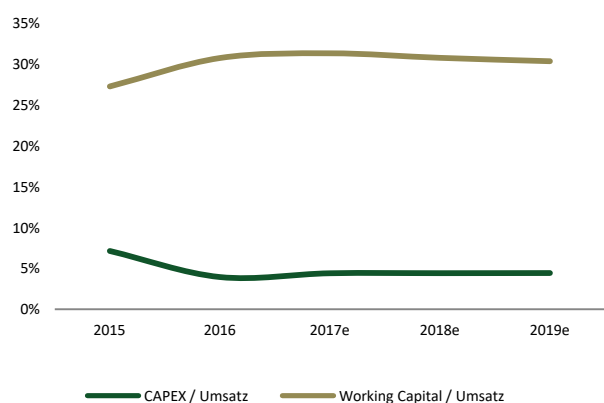
Free-Cash-Flow Entwicklung



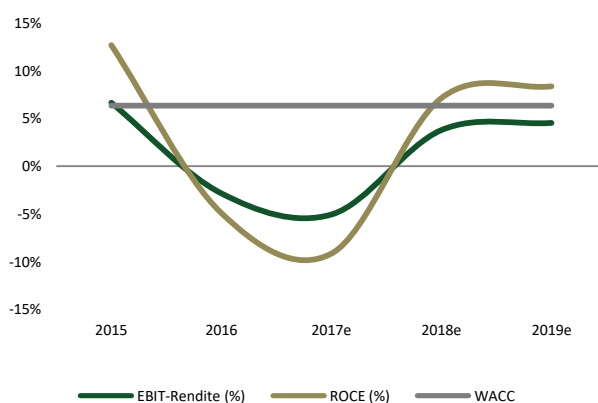
Margenentwicklung



Investitionen / Working Capital



EBIT-Rendite / ROCE



## DISCLAIMER

Dieses Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zu einem Kauf oder einem Verkauf irgendwelches Wertpapiers dar. Es dient ausschließlich zu Informationszwecken. Dieses Dokument enthält lediglich eine unverbindliche Meinungsäußerung zu den angesprochenen Anlageinstrumenten und den Marktverhältnissen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung des Dokuments. Aufgrund des Inhalts, der der allgemeinen Information dient, ersetzt dieses Dokument bei Anlageentscheidungen nicht die persönliche anleger- und objektgerechte Beratung und vermittelt nicht die für eine Anlageentscheidung grundlegenden Informationen, die in anderen Quellen, insbesondere in ordnungsgemäß genehmigten Prospekten, formuliert sind.

Alle in diesem Dokument verwendeten Daten und die getroffenen Aussagen basieren auf Quellen, die wir für zuverlässig halten. Wir übernehmen jedoch keine Gewähr für deren Richtigkeit oder für deren Vollständigkeit. Enthaltene Meinungsäußerungen geben die persönliche Einschätzung des Autors zu einem bestimmten Zeitpunkt wieder. Diese Meinungen können jederzeit und ohne Ankündigung geändert werden. Eine Haftung des Analysten oder der ihn beauftragenden Institutionen sowohl für direkte als auch für indirekte Schäden ist ausgeschlossen. Dieser vertrauliche Bericht wird nur einem begrenzten Empfängerkreis zugänglich gemacht. Eine Weitergabe oder Verteilung an Dritte ist nur mit Genehmigung durch Montega zulässig. Alle gültigen Kapitalmarktregeln, die Erstellung, Inhalt und Vertrieb von Research in den verschiedenen nationalen Rechtsgebieten betreffen, sind anzuwenden und sowohl vom Lieferanten als auch vom Empfänger einzuhalten.

Verbreitung im Vereinigten Königreich: Das Dokument ist nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die berechnigte Personen oder freigestellte Personen im Sinne des Financial Services Act 1986 oder eines auf seiner Grundlage erfolgten Beschlusses sind, oder an Personen, die in Artikel 11 (3) des Financial Act 1986 (Investments Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (in der jeweils geltenden Fassung) beschrieben sind, und es ist nicht beabsichtigt, dass sie direkt oder indirekt an einen anderen Kreis von Personen weitergeleitet werden. Weder das Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika, Kanada, Japan oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden.

### **Erklärung gemäß § 34b WpHG und FinAnV über mögliche Interessenkonflikte (Stand: 21.11.2017):**

Ein mit Montega AG verbundenes Unternehmen kann am Grundkapital des Emittenten beteiligt sein.

### **Erklärung gemäß § 34b WpHG und FinAnV über zusätzliche Angaben (Stand: 21.11.2017):**

Die Aktualisierung der vorliegenden Publikation erfolgt bei Anlässen, die nach Einschätzung von Montega kursrelevant sein können. Auf das Einstellen der regelmäßigen Kommentierung von Anlässen im Zusammenhang mit dem Emittenten (Coverage) wird vorab hingewiesen.

### **Wesentliche Grundlagen und Maßstäbe der im Dokument enthaltenen Werturteile:**

Die Bewertungen, die den Anlageurteilen der Montega AG zugrunde liegen, stützen sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie das DCF-Modell, Peer-Group-Vergleiche, gegebenenfalls auf ein Sum-of-the-parts-Modell.

### **Bedeutung des Anlageurteils:**

**Kaufen:** Nach Auffassung des Analysten der Montega AG steigt der Aktienkurs innerhalb der kommenden zwölf Monate, sofern textlich nicht ein anderer Zeithorizont explizit genannt wird.

**Halten:** Nach Auffassung des Analysten der Montega AG bleibt der Aktienkurs innerhalb der kommenden zwölf Monate stabil, sofern textlich nicht ein anderer Zeithorizont explizit genannt wird.

**Verkaufen:** Nach Auffassung des Analysten der Montega AG fällt der Aktienkurs innerhalb der kommenden zwölf Monate, sofern textlich nicht ein anderer Zeithorizont explizit genannt wird.

### **Zuständige Aufsichtsbehörde:**

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht  
Graurheindorfer Str. 108      und      Marie-Curie-Str. 24-28  
53117 Bonn                      60439 Frankfurt

### **Kontakt Montega AG:**

Schauenburgerstraße 10  
20095 Hamburg  
www.montega.de  
Tel: +49 40 4 1111 37 80

## Kurs- und Empfehlungs-Historie

Empfehlung	Datum	Kurs	Kursziel	Potenzial
Halten (Ersteinschätzung)	18.12.2014	40,42	43,00	+6%
Halten	19.01.2015	43,45	43,00	-1%
Halten	12.03.2015	45,80	47,00	+3%
Halten	27.04.2015	53,40	55,00	+3%
Kaufen	20.07.2015	49,38	57,00	+15%
Kaufen	26.10.2015	48,52	57,00	+17%
Kaufen	20.01.2016	48,48	57,00	+18%
Kaufen	27.04.2016	47,00	59,00	+26%
Kaufen	13.05.2016	45,72	59,00	+29%
Kaufen	12.08.2016	41,51	56,00	+35%
Kaufen	13.09.2016	31,80	37,00	+16%
Halten	10.11.2016	26,50	29,00	+9%
Halten	14.11.2016	26,75	29,00	+8%
Halten	23.11.2016	30,50	29,00	-5%
Verkaufen	15.02.2017	34,18	26,00	-24%
Halten	27.04.2017	34,54	33,00	-4%
Halten	18.05.2017	39,44	33,00	-16%
Halten	08.08.2017	36,50	32,00	-12%
Halten	21.11.2017	28,64	30,00	+5%