

Schweizer Electronic AG

Stärken und Chancen

- **Starke Marktposition:** Als Nummer 4 auf dem deutschen und Nummer 7 auf dem europäischen Markt verfügt die SEAG über eine gute Ausgangsposition, um mit der dynamischen und kompetitiven Entwicklung im Leiterplattenmarkt Schritt zu halten.
- **Schlüssige Strategie:** Durch die Konzentration auf innovative, kundenspezifische Produkte, insbesondere im Bereich komplexer Multilayer- und HDI-Schaltungen, will die SEAG dem latenten Preisdruck bei Standardprodukten entgegen wirken. In den letzten Jahren wurde das Geschäftsvolumen mit margenstarken High-Tech-Platinen deutlich erhöht.
- **Spekulatives Kurspotenzial:** Unser Bewertungsmodell der Ertragsdiskontierung liefert unter realistischen Annahmen einen fairen Wert von 10,26 Euro, was einem Aufwärtspotenzial von 52 Prozent für die SEAG-Aktie entspricht.

Schwächen und Risiken

- **Hoher Wettbewerbsdruck:** Durch die hohe Anbieterdichte und den Kostensenkungsdruck, der von den Abnehmern wie der Automobilindustrie durchgereicht wird, herrscht ein permanenter Preiswettbewerb im Leiterplattenmarkt. Dieser führt zu einer fortwährenden Produktionsverlagerung in Niedriglohnländer und zu einem latenten Margendruck.
- **Branchenzyklizität:** Als Zulieferer hauptsächlich zyklischer Abnehmerbranchen ist auch die Leiterplattenbranche einer hohen Marktzyklik unterworfen. Auch wenn die robuste Weltkonjunktur zunächst auf eine positive Branchenentwicklung hindeutet, wird sich das Geschäft von SEAG von der nächsten Schwächephase nicht gänzlich abkoppeln können.

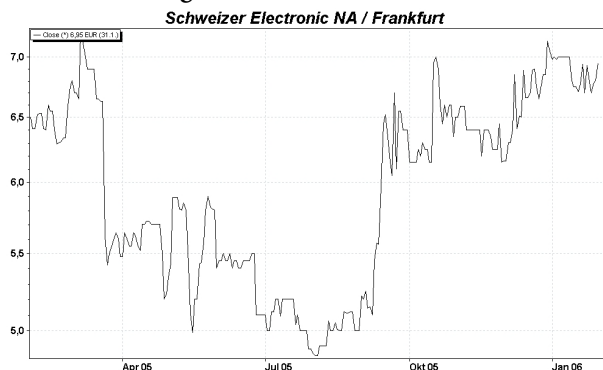
Spekulativ kaufen (Ersteinschätzung)

Aktueller Kurs 6,75 Euro

Stammdaten

ISIN	DE0005156236
Branche	Elektrotechnik
Sitz der Gesellschaft	Schramberg
Internet	www.seag.de
Ausstehende Aktien	3,6 Mio. Stück
Marktsegment	General Standard
Marktkapitalisierung	24,3 Mio. Euro
Free Float	31,7 %

Kursentwicklung



Quelle: Market Maker

Hoch / Tief (12 Monate)	7,22 Euro / 4,85 Euro
Performance (12 Monate)	10,1 %
Ø-Umsatz (30 Tage)	ca. 22 Tsd. Euro

Kennzahlen

Geschäftsjahr (bis 31.12.)	2004	2005(e)	2006(e)	2007(e)
Umsatzerlöse (Mio. EUR)	87,8	61,0	67,1	73,8
EpS (EUR)	-0,58	-0,01	0,04	0,21
Dividende je Aktie (EUR)	0,35*	-	-	-
KUV	0,28	0,40	0,36	0,33
KGV	-	-	181,1	32,9
Dividendenrendite	-	-	-	-

* Sonderausschüttung aufgrund einer Beteiligungsveräußerung

Unternehmensprofil

Führender Hersteller von Leiterplatten

Die im schwäbischen Schramberg ansässige Schweizer Electronic AG (SEAG) ist ein Traditionsunternehmen mit über 150-jähriger Historie. In den letzten 50 Jahren hat sich die SEAG zu einem führenden deutschen Hersteller von Leiterplatten entwickelt. Die Umwandlung in eine Aktiengesellschaft und der Börsengang erfolgten im Jahr 1989. Mit einem Aktienanteil von 68,3 Prozent ist die Familie Schweizer immer noch Mehrheitseigner des Unternehmens, die übrigen 31,7 Prozent befinden sich im Free Float. Derzeit beschäftigt die SEAG 797 Mitarbeiter, davon 656 im Stammwerk in Schramberg und 141 am zweiten Standort Dunningen.

Automobilindustrie wichtigster Abnehmer

Zu den Standardprodukten der SEAG zählen mit einem Umsatzanteil von 60 Prozent vor allem Multilayer-Platinen, das sind mehrlagig-durchkontaktierte Leiterplatten mit hoher Packungsdichte. Weitere 35 Prozent Umsatzanteil entfallen auf Zweilagenschaltungen, die restlichen 5 Prozent auf nicht-durchkontaktierte, einlagige Platinen. Nahezu drei Viertel seiner Umsätze erwirtschaftet die SEAG im Inland, das restliche Viertel entfällt hauptsächlich auf den Export in die Europäische Union sowie in geringerem Umfang nach Asien und Amerika. Die wichtigste Abnehmerbranche ist mit 45 Prozent die Automobilelektronik, gefolgt von Konsumgütern und Industrieelektronik.

Der Geschäftsverlauf der SEAG war in den Jahren 2000 bis 2003 stark vom Platzen der New-Economy-Blase geprägt, im Zuge derer auch das europäische Marktvolumen im Bereich Leiterplatten um rd. 30 Prozent einbrach. Erst im Jahr 2004 kam es wieder zu einem merklichen Nachfrageschub, von dem auch SEAG profitierte. So erhöhte sich der Bruttoumsatz (vor Erlösschmälerungen) in 2004 um 5 Prozent auf 87,8 Mio. Euro und der Auftragseingang sogar um 24 Prozent auf 103 Mio. Euro. Ertragsseitig konnte das Unternehmen daraus nur bedingt Kapital schlagen. So wurde zwar ein EBIT von 6 Mio. Euro und ein Nettogewinn von 4,4 Mio. Euro ausgewiesen. Dafür verantwortlich war jedoch im Wesentlichen der Verkauf der Minderheitsbeteiligung am Joint-Venture Pentex-Schweitzer-Circuits in Singapur. Das Betriebsergebnis ohne diesen Einmal-Ertrag lag auch in 2004 mit -0,7 Mio. Euro (Vorjahr -0,2 Mio. Euro) leicht im negativen Bereich.

Im ersten Halbjahr 2005 kam es abermals zu einer Abschwächung der Marktdynamik, die auch die SEAG erfasste und zu einem geringfügigen Umsatzrückgang führte. Überschattet wurde die Berichtsperiode allerdings von einem Großbrand in einem SEAG-Werk in Schramberg am 1. Juni 2005, bei dem weite Teile der dortigen Fertigungskapazitäten zerstört wurden. Zwar sind die Sachschäden und der Produktionsausfall über Versicherungen abgedeckt, die Lieferfähigkeit und die Kundenbeziehungen waren jedoch zunächst stark beeinträchtigt. Durch

entschlossenes Handeln des Managements war aber bereits bis November 2005 knapp die Hälfte der entfallenen Kapazitäten provisorisch wieder hergestellt. Parallel dazu wird mit Hochdruck am Wiederaufbau des zerstörten Werkes gearbeitet, der Mitte 2007 abgeschlossen sein soll.

Markt und Strategie

Markt für Leiterplatten wächst, aber ist kompetitiv

Die SEAG agiert in einem wachsenden, aber auch wettbewerbsintensiven Markt. In den letzten zwei Jahrzehnten hat sich das deutsche Marktvolumen für Leiterplatten mehr als vervierfacht, seit Anfang 2004 hat es um 6 Prozent auf nunmehr rd. 1,46 Mrd. Euro zugelegt (Quelle: ZVEI Fachverband Electronic Components, Marktzahlen 2005). Gleichzeitig besteht durch die hohe Anbieterdichte und den Kostensenkungsdruck, der von den Abnehmerbranchen wie der Automobilindustrie durchgereicht wird, ein permanenter Preiswettbewerb. Dieser führt zu einem fortwährenden Trend der Produktionsverlagerung in die Niedriglohnländer Südostasiens, die mittlerweile einen Anteil am Weltmarkt von über 30 Prozent (ohne Japan) aufweisen. Erschwerend kommen für die europäischen Anbieter noch der seit Jahren schwache Dollar-Wechselkurs sowie die zuletzt stark anziehenden Rohstoff- und Energiepreise hinzu.

Nummer 4 in Deutschland, Nummer 7 in Europa

Als Nummer 4 auf dem deutschen und Nummer 7 auf dem europäischen Markt (gemessen am Umsatz, vor dem Brand) verfügt die SEAG über eine gute Ausgangsposition, um mit der dynamischen und kompetitiven Marktentwicklung Schritt zu halten. So verfügt das Unternehmen über umfangreiche, moderne Fertigungskapazitäten, um Standardprodukte zu wettbewerbsfähigen Preisen produzieren zu können. Um dem zunehmenden Preisdruck insbesondere aus den Billiglohnländern zu begegnen, verschiebt die SEAG jedoch ihre strategische Ausrichtung zunehmend hin zu einem dienstleistungsorientierten Geschäftsmodell, das durch innovative, komplexe Produkte und kundenspezifische Problemlösungen wachstums- und margenstarke Nischenmärkte besetzt. In diesem Kontext ist auch die Veräußerung des Minderheitsanteils am Joint-Venture Pentex-Schweitzer-Circuits, Singapur, zu sehen. Damit verabschiedet sich das Management von der Zielvorstellung, dem anhaltenden Preiswettbewerb in der Großserienproduktion ebenfalls durch Standortverlagerung begegnen zu müssen.

Statt dessen konzentriert sich das schwäbische Unternehmen auf drei Wachstumsschwerpunkte. Zum einen werden Lösungen zur Umsetzung der EU-Richtlinie zur „Beschränkung der Verwendung bestimmter gefährlicher Stoffe in Elektro- und Elektronikgeräten“ erarbeitet. Hierzu gehört die Forschung an Alternativmaterialien, die Erprobung und Bereitstellung alternativer Platinenoberflächen sowie die Beratung der Kunden zu der Umsetzung der gesetzlichen Anforderungen. Zum anderen forciert die SEAG die Entwicklung und Produkti-

on komplexer Multilayer- und HDI-Schaltungen (High Density Interconnection), letzteres sind High-Tech-Platinen mit extrem hoher Integrationsdichte. Diese gewinnen stark an Bedeutung für das Geschäft der SEAG. So konnte im Jahr 2004 der Umsatz mit diesen Platinen um 119 Prozent gesteigert werden, womit ihr Anteil am Gesamtumsatz bereits auf 15 Prozent zulegte. Der Auftragseingang vervierfachte sich sogar auf 24,4 Mio. Euro. Zwar sind durch den Großbrand die Fertigungskapazitäten in diesem Bereich zwischenzeitlich eingeschränkt worden. Durch den Wiederaufbau mit völlig neuen Anlagen wird jedoch bis Mitte 2007 eine der modernsten Fertigungsanlagen für derartige Platinen in Europa entstehen.

Als dritten Schwerpunkt treibt die SEAG die Entwicklung von Produktinnovationen zur Lösung kundenspezifischer Probleme voran. Als Beispiele seien hier jüngste Neuentwicklungen wie das „Flex Board“, eine biegsame Leiterplatte, das „Power Board“, eine Leiterplatte mit integriertem Akku sowie das „Water Board“, eine Leiterplatte mit Wasserkühlung zur intensiven Wärmeableitung, genannt.

Bewertung

Einfaches Ertragswertmodell

Das faire Bewertungsniveau der SEAG ermitteln wir anhand eines einfachen Modells der Ertragsdiskontierung, das auf der Schätzung der wesentlichen Werttreiber Umsatz, Nettorendite und Eigenkapitalkosten beruht. Auf die zusätzlichen Parameter und Annahmen des Discounted-Free-Cashflow-Modells verzichten wir, da diese die Genauigkeit unserer Bewertungstaxe nicht erhöhen würden.

Diskontierungszins nach CAPM 10,1 %

Den Diskontierungszins als Maß für die Eigenkapitalkosten bestimmen wir nach dem Capital Asset Pricing Model, wobei wir einen risikolosen Zinssatz von 3,25 Prozent (Umlaufrendite festverzinslicher deutscher Wertpapiere) und eine langfristige Risikoprämie für Aktieninvestitionen von 5,3 Prozent ansetzen. Ein statistisch ermittelter Beta-Faktor ist aufgrund der geringen Korrelation der SEAG-Aktie von 0,02 zum den Gesamtmarkt repräsentierenden DAX nicht aussagekräftig. Daher orientieren wir uns zur Abschätzung des systematischen Unternehmensrisikos an fundamentalen Faktoren und halten mit Blick auf die hohe Wettbewerbsintensität und Zyklizität der Leiterplattenbranche einen Beta-Faktor von 1,3 für angemessen. Auf Basis dieser Annahmen erhalten wir einen Eigenkapitalkostensatz von 10,1 Prozent. Das „ewige Wachstum“ am Ende des Detailprognosezeitraums legen wir auf 2 Prozent fest.

Modellhafter Geschäftsverlauf

Die Abschätzung des künftigen Geschäftsverlaufs ist bei der SEAG durch den Großbrand naturgemäß mit hohen Unsicherheiten behaftet. Ausgehend von der kürzlich herausgegebenen Meldung, dass das Umsatzziel für 2005 von 61 Mio.

Euro leicht übertroffen wurde, gehen wir im Detailplanungszeitraum von 2006 bis 2013 von moderaten und abnehmenden Wachstumsraten im Umsatz zwischen 10 und 5 Prozent aus. Das ist insofern konservativ, als die SEAG vor dem Großbrand bereits ein Umsatzniveau von rd. 90 Mio. Euro erreicht hatte. Sollte sich die vom Unternehmen berichtete Tendenz bestätigen, dass die allermeisten Kunden, insbesondere die Key Accounts, gehalten werden können, ist in den nächsten Jahren auch ein deutlich höheres Umsatzwachstum als das hier angesetzte vorstellbar. Andererseits kann die hohe Zyklizität der Branche immer auch zu Jahren rückläufiger Geschäftsentwicklung führen, die im Modell ebenfalls nicht berücksichtigt werden. Die Nettoendite lassen wir modellhaft gegen einen Endwert von 4 Prozent laufen, womit wir eine weiterhin erfolgreiche Umorientierung der SEAG zu einem führenden Anbieter in margenstarken Marktsegmenten (insb. komplexer Multilayer- und HDI-Platinen) unterstellen.

Geschäftsjahr (endet 31.12.)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Umsatzerlöse (Mio. EUR)	67,1	73,8	81,2	87,3	93,8	98,5	103,4	108,6
Umsatzwachstum		10%	10%	8%	8%	5%	5%	5%
Nettoendite	0,2%	1,0%	2,0%	3,0%	3,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Gewinn (Mio. EUR)	0,13	0,74	1,62	2,62	2,81	3,94	4,14	4,34
Gewinnwachstum		450%	120%	61%	8%	40%	5%	5%

**Fairer Wert je Aktie
10,26 Euro**

Unter diesen Annahmen ergibt sich für die SEAG ein fairer Unternehmenswert von 36,9 Mio. Euro respektive 10,26 Euro je Aktie. Das entspricht einem Aufwärtspotenzial von 52 Prozent gegenüber dem aktuellen Kursniveau. Anzumerken ist, dass der hier prognostizierte Geschäftsverlauf weniger den Versuch einer punktgenauen Schätzung der tatsächlichen zukünftigen Entwicklung darstellt, sondern vielmehr über die Modellannahmen verdeutlicht, dass die SEAG nur recht moderate Wachstumsraten realisieren muss, um dem Börsenwert ein deutliches Aufwärtspotenzial zu erschließen. So erreicht der hier prognostizierte Geschäftsverlauf erst in 2011 ein Umsatzniveau, das die Gesellschaft schon vor dem Großbrand inne hatte.

Die Steigerung der Nettomarge auf 4 Prozent impliziert zwar einerseits eine nachhaltige Verbesserung der Profitabilität, die in den letzten Jahren unter dem starken Preiswettbewerb der Branche litt. Andererseits erwirtschaftet aber der auf Massenfertigung von Standardplatinen ausgerichtete Konkurrent und Branchenprimus AT&S im Schnitt eine deutlich höhere Marge, wenn auch durch Outsourcing der Produktion in Niedriglohnländer. Aufgrund der Spezialisierungsstrategie auf komplexe, kundenspezifische Platinen halten wir die hier angesetzte Margenverbesserung jedoch auch für ein Unternehmen am Standort Deutschland für realisierbar.

*Unser Anlageurteil:
„Spekulativ kaufen“*

Insgesamt verfügt die SEAG über eine schlüssige Strategie in einem wachsenden, aber auch wettbewerbsintensiven Markt. Der Großbrand im Juni 2005 zog zwar deutliche Geschäftseinbußen nach sich, wird jedoch vom Unternehmen zugleich als Initialzündung für eine noch konsequentere Ausrichtung zu einem innovativen, dienstleistungsorientierten Spezialanbieter verstanden. Unser Bewertungsmodell liefert unter realistischen Annahmen ein Aufwärtspotenzial von 52 Prozent für die Aktie. Dem stehen aber auch Risiken wie die Branchenzyklizität, der latente Preisdruck sowie etwaige Folgeschäden aus dem Brandunglück gegenüber. In Abwägung dieser Faktoren stufen wir die Aktie der SEAG derzeit als „spekulativen Kauf“ ein.

Über Performaxx

Die Performaxx Research GmbH betreibt unabhängige Wertpapier- und Finanzmarktanalyse. Unsere Leistungen umfassen das gesamte Spektrum unternehmens- und kapitalmarktbezogener Analyseprodukte, von maßgeschneiderten Research-Projekten für institutionelle Kunden bis zur regelmäßigen Coverage börsennotierter Unternehmen.

Wir betreuen ausschließlich professionelle Marktteilnehmer. Durch die projektbezogene Arbeit gehen wir konkret auf die individuelle Themenstellung des Kunden ein und garantieren eine schnelle, flexible und kostenbewusste Abwicklung. Unser Leistungskatalog umfasst:

- Pre-IPO-Research
- IPO-Research
- Follow-up-Research
- Markt-Research

Weiterführende Informationen geben wir Ihnen gerne in einem persönlichen Gespräch. Sie erreichen uns unter:

Performaxx Research GmbH
Innere Wiener Strasse 5b
81667 München

Tel.: + 49 (0) 89 / 44 77 16-0
Fax: + 49 (0) 89 / 44 77 16-20

Internet: <http://www.performaxx.de>
E-Mail: kontakt@performaxx.de

Disclaimer

Haftungsausschluss

Diese Finanzanalyse ist ausschließlich für Kapitalmarktteilnehmer in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt. Sie stellt weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Anlageinstrumenten oder zum Tätigen sonstiger Transaktionen dar. Ferner bilden weder diese Veröffentlichung noch die in ihr enthaltenen Informationen die Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendeiner Art. Jedes Investment in Aktien, Anleihen oder Optionen ist mit Risiken behaftet. Lassen Sie sich bei Ihren Anlageentscheidungen von einer qualifizierten Fachperson beraten.

Die Informationen und Daten in der vorliegenden Finanzanalyse stammen aus Quellen, die die Performaxx Research GmbH für zuverlässig hält. Bezüglich der Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten übernimmt die Performaxx Research GmbH jedoch keine Gewähr. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle Einschätzung der Ersteller wider. Diese Einschätzung kann sich ohne vorherige Ankündigung ändern. **Weder die Ersteller noch die Performaxx Research GmbH haften für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art, die im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Finanzanalyse oder deren Befolgung stehen.**

Angaben gemäß §34b WpHG i.V.m. FinAnV

Bei den in der vorliegenden Finanzanalyse verwendeten Kursen handelt es sich, sofern nicht anders angegeben, um Schlusskurse des vorletzten Börsentages vor dem Veröffentlichungsdatum. Als wesentliche Informationsquellen für die Finanzanalyse dienten die übergebenen Unterlagen und erteilten Auskünfte des Unternehmens sowie für glaubhaft und zuverlässig erachtete Informationen von Drittanbietern (z. B. Newsagenturen, Research-Häuser, Fachpublikationen), die ggf. im Studientext benannt werden.

Ersteller der Studie ist Dipl.-Kfm. Oliver Franz (Finanzanalyst). Das für die Erstellung verantwortliche Unternehmen ist die Performaxx Research GmbH. Die Performaxx Research GmbH erstellt und veröffentlicht zu dem hier analysierten Unternehmen pro Jahr voraussichtlich eine Studie und zwei Updates. **Die genauen Zeitpunkte der nächsten Veröffentlichungen stehen noch nicht fest.** In den vorausgegangenen zwölf Monaten hat die Performaxx Research GmbH folgende Studien zu dem hier analysierten Unternehmen veröffentlicht:

<u>Datum der Veröffentlichung</u>	<u>Kurs bei Veröffentlichung</u>	<u>Anlageurteil</u>
(keine, Erststudie)		

Sofern im Studientext nicht anders angegeben, bezieht sich das Anlageurteil in dieser Studie auf einen langfristigen Anlagezeitraum von mindestens zwölf Monaten. Innerhalb dieses Zeitraums bedeutet das Anlageurteil „Kaufen“ eine erwartete Wertsteigerung des Börsenwertes von über 25 Prozent, „Übergewichten“ eine erwartete Wertsteigerung zwischen 10 und 25 Prozent, „Halten“ eine erwartete Wertsteigerung bis zu 10 Prozent, „Untergewichten“ eine erwartete Wertminderung um bis zu 10 Prozent und „Verkaufen“ eine erwartete Wertminderung von über 10 Prozent. „Spekulativ kaufen“ bedeutet eine erwartete Wertsteigerung von über 25 Prozent bei überdurchschnittlichem Anlagerisiko.

Die Performaxx Research GmbH hat durch eine interne Betriebsrichtlinie zur Erstellung von Finanzanalysen, die für alle an der Studienerstellung mitwirkenden Personen bindend ist, die notwendigen organisatorischen und regulativen Vorkehrungen zur Prävention und Behandlung von Interessenkonflikten getroffen. Folgende Interessenkonflikte können bei der Performaxx Research GmbH im Zusammenhang mit der Erstellung von Finanzanalysen grundsätzlich auftreten:

- 1) Die Finanzanalyse ist im Auftrag des analysierten Unternehmens entgeltlich erstellt worden.
- 2) Die Finanzanalyse wurde dem analysierten Unternehmen vor Veröffentlichung vorgelegt und hinsichtlich berechtigter Einwände geändert.
- 3) Die Performaxx Research GmbH und/oder ein verbundenes Unternehmen halten Long- oder Shortpositionen an dem analysierten Unternehmen.
- 4) Der Ersteller und/oder an der Erstellung mitwirkende Personen/Unternehmen halten Long- oder Shortpositionen an dem analysierten Unternehmen.
- 5) Die Performaxx-Anlegermedien GmbH, ein verbundenes Unternehmen der Performaxx Research GmbH, führt Aktien des hier analysierten Unternehmens in einem (virtuellen) Musterdepot ihres Börsenbriefs „Performaxx-Anlegerbrief“.

In der vorliegenden Finanzanalyse sind folgende der o.g. möglichen Interessenkonflikte gegeben: 2)

Urheberrecht

Dieses Werk ist einschließlich aller seiner Teile urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung von Performaxx unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung sowie Verarbeitung in elektronischen Systemen.