

Empfehlung: **Kaufen**

Kursziel: **28,00 Euro**

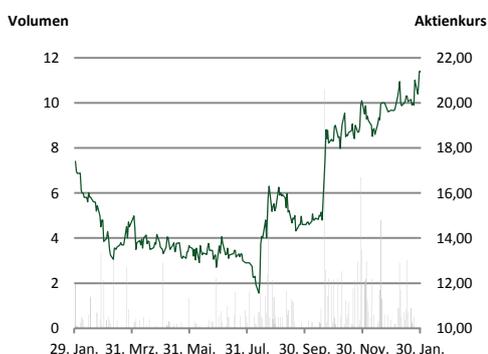
Kurspotenzial: **+31 Prozent**

Aktiendaten

Kurs (Schlusskurs Vortag)	21,30 Euro (XETRA)
Aktienanzahl (in Mio.)	3,78
Marktkap. (in Mio. Euro)	80,5
Enterprise Value (in Mio. Euro)	85,4
Ticker	SCE
ISIN	DE0005156236

Kursperformance

52 Wochen-Hoch (in Euro)	21,61
52 Wochen-Tief (in Euro)	11,55
3 M relativ zum CDAX	+8,6%
6 M relativ zum CDAX	+53,6%



Quelle: Capital IQ

Aktionärsstruktur

Streubesitz	15,4%
Familie Schweizer	65,7%
Eigene Anteile	0,2%
Meiko Electronics	4,8%
Institutionelle Anleger	14,0%

Termine

GB 2013	31. März 2014
Q1 Bericht	30. April 2014

Prognosen Anpassung

	2013e	2014e	2015e
Umsatz (alt)	100,8	105,9	110,1
Δ in %	0,4%	0,5%	5,6%
EBIT (alt)	7,7	8,4	8,8
Δ in %	26,3%	23,8%	26,5%
EPS (alt)	1,36	1,51	1,60
Δ in %	33,1%	23,2%	26,9%

Analyst

Robert-Jan van der Horst
+49 40 41111 37 82
r.vanderhorst@montega.de

Publikation

Studie 31. Januar 2014

Potenzial der Großserienfertigung wird deutlich unterschätzt

Schweizer Elektronik konnte im Verlauf des Jahres 2013 eine deutliche sequenzielle Verbesserung von Umsatz und Ergebnis zeigen und sowohl die Guidance als auch unsere Erwartungen deutlich übertreffen. Dabei profitierte das Unternehmen vor allem von der starken Nachfrage nach Fahrzeugelektronik im größten Kundensegment Automotive (>65% v. Umsatz), während sich die Segmente Industrie und Solar schwach entwickelten.

In den kommenden Jahren dürfte Schweizer weiter zu den großen Profiteuren der anhaltenden **Expansion im Bereich Fahrzeugelektronik** zählen. Das Unternehmen verfügt schon heute über eine hohe Wettbewerbsqualität. Diese zeigt sich in den innovativen Lösungen mit deutlichen Kostenvorteilen für den Kunden und der hohen Flexibilität in der Produktion von kleinen und mittelgroßen Serien.

Zudem errichtet das Unternehmen aktuell im Rahmen eines Joint Ventures eine Produktionslinie in Vietnam. Damit eröffnet sich weiteres Wachstumspotenzial, das bislang durch die bereits hohe Auslastung des Stammwerks begrenzt war. Die Produktion am Niedriglohn-Standort Vietnam ermöglicht dem Nischenplayer nun auch die **profitable Erschließung des Massenmarktes**. Das Unternehmen kann so zukünftig den gesamten Produktlebenszyklus der Leiterplatten vom Design bis zur Großserie abbilden. Insbesondere wachstumsstarke Anwendungen, die bei Schweizer zunächst als mittelgroße Serie gefertigt werden, gehen anschließend bei Dritten in Großserie. Daher ergeben sich aus dieser Verbreiterung der Wertschöpfung erhebliche Umsatzpotenziale, die vom Markt bisher noch nicht antizipiert werden.

Wir rechnen bereits Ende 2014 mit dem Ramp-Up der ersten Serien. Bis 2016 dürfte hier ein Umsatzbeitrag von zusätzlich rd. 25 Mio. Euro erzielt werden. So sollte es Schweizer Electronic gelingen, ein Umsatzwachstum von **7,7% (CAGR 2013-2016e)** zu erreichen. Durch die Fokussierung auf komplexe, margenstarke Anwendungen am Hochtechnologie-Standort Deutschland gehen wir zudem von einer nachhaltigen Steigerung der Profitabilität aus. So sollte das Unternehmen in 2016 eine **EBIT-Marge von über 10%** erreichen können.

Die Aktie von Schweizer Electronic notiert aktuell mit einem KGV 2015e von 10,5x unter dem historischen Durchschnitt von 14,9x und unter dem KGV der Peer-Group von 13,2x. Dabei sehen wir insbesondere das **signifikante Umsatz- und Ergebnispotenzial aus der neuen Produktionslinie in Vietnam** aktuell noch in keiner Weise vom Kurs reflektiert. Der Abschlag zur Peer ist angesichts der hohen Wettbewerbsqualität, der sehr guten Wachstumsperspektiven und der soliden Bilanz (EK-Quote > 50%, Net Debt/EBITDA 0,2) u.E. nicht gerechtfertigt. Im Rahmen eines Analystenwechsels haben wir unsere Prognosen überarbeitet und erhöhen unser Kursziel auf 28,00 Euro (alt: 21,00 Euro). Investoren sollten das aktuell noch attraktive Bewertungsniveau zum Einstieg in die Aktie nutzen.

Geschäftsjahresende: 31.12.	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Umsatz	105,4	100,2	101,2	106,5	116,2
Veränderung yoy	0,0%	-4,9%	1,1%	5,2%	9,1%
EBITDA	13,2	10,0	14,4	15,0	15,7
EBIT	8,3	5,2	9,8	10,4	11,2
Jahresüberschuss	6,5	0,7	6,8	7,0	7,7
Rohrertragsmarge	52,7%	52,6%	59,5%	57,5%	54,5%
EBITDA-Marge	12,6%	10,0%	14,2%	14,1%	13,5%
EBIT-Marge	7,9%	5,2%	9,6%	9,8%	9,6%
Net Debt	3,0	5,1	3,5	1,2	-1,6
Net Debt/EBITDA	0,2	0,5	0,2	0,1	-0,1
ROCE	18,5%	11,4%	20,4%	20,4%	20,8%
EPS	1,71	0,18	1,81	1,86	2,03
FCF je Aktie	2,00	1,10	1,81	2,47	2,33
Dividende	0,47	0,55	0,55	0,55	0,55
Dividendenrendite	2,2%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%
EV/Umsatz	0,8	0,9	0,8	0,8	0,7
EV/EBITDA	6,5	8,5	5,9	5,7	5,4
EV/EBIT	10,3	16,5	8,7	8,2	7,6
KGV	12,5	118,3	11,8	11,5	10,5
P/B	1,9	2,0	1,7	1,6	1,4

Quelle: Unternehmen, Montega, CapitalIQ

Angaben in Mio. EUR, EPS in EUR Kurs: 21,30

INHALTSVERZEICHNIS

Investment Case	3
Attraktive Nischen im Leiterplattenmarkt	3
Hohe Wettbewerbsqualität durch integriertes Geschäftsmodell	3
Signifikantes Umsatzpotenzial durch Joint Venture mit Meiko	4
Höhere Ergebnisqualität durch hohe Auslastung und stärkere Auftragsselektion	5
Newsflow sollte der Aktie weiter Auftrieb geben	6
Alle Bewertungsverfahren zeigen deutliches Upside	6
Deutliches Ergebniswachstum noch nicht eingepreist	7
Timing und Sentiment	8
Umsatz- und Ergebnispotenzial dürfte weiter an Visibilität gewinnen	8
Wir empfehlen den Einstieg auf dem aktuellen Niveau	9
SWOT	10
Stärken	10
Schwächen	10
Chancen	10
Risiken	10
Markt und Wettbewerb	11
PCB-Markt gewinnt an Dynamik	11
Hohe Marktfragmentierung mit zahlreichen technologischen Nischen	11
Sehr attraktives Marktsegment durch geringe Preissensitivität	12
Nachfrageentwicklung im Automotive-Bereich nimmt Fahrt auf	12
Positive Impulse aus der deutschen Industrieproduktion	13
Wettbewerbsqualität	14
Hohe Kompetenz vom Design bis zur Serienproduktion	14
Zugang zum Massenmarkt durch Kooperation mit Meiko	15
Hohe Expertise bei High-End-Anwendungen	15
Entwicklungsschwerpunkte mit klarem Value Add für den Kunden	16
Finanzen	17
Dynamische Umsatzentwicklung im Automotive-Bereich	17
Ergebnis übertrifft Guidance deutlich	17
Spürbares organisches Umsatz- und Ergebniswachstum in 2014	18
Dynamisches Umsatzwachstum durch Einstieg in den Massenmarkt ab 2015	18
Weiteres Wachstumspotenzial durch die Geschäftsfelder Energy und Systems	19
Kostenstruktur dürfte sich spürbar ändern	19
Solide Bilanz	20
Bewertung	21
DCF-Modell	21
Unternehmenshintergrund	23
Regionen und Märkte	24
Produkte	25
Erfahrenes Management	26
Aktionärsstruktur	26
Anhang	27
Disclaimer	31

INVESTMENT CASE

Schweizer Electronic verfügt als traditionsreiches Familienunternehmen über eine mehr als 160-jährige Historie und ist seit über 50 Jahren als **Hersteller von innovativen Leiterplatten** tätig. Die wichtigsten Einsatzgebiete sind der schnell wachsende Bereich Automobilelektronik (Umsatzanteil 2012: 65%), Industrie (21%) und das stark rückläufige Solarsegment (6%), das noch in 2010 18% des Konzernumsatzes ausgemacht hat.

Attraktive Nischen im Leiterplattenmarkt

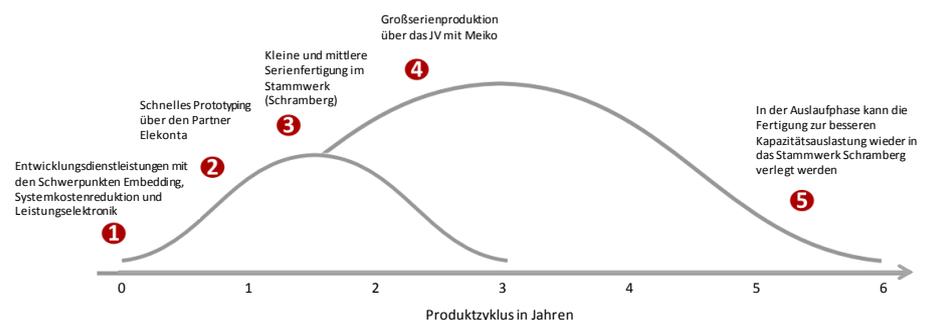
Der Leiterplatten- oder PCB-Markt (Printed Circuit Board) konnte nach einem Rücksetzer in 2012 (-2%) in 2013 bereits wieder um 3% auf 56 Mrd. USD wachsen. Im laufenden Jahr sollte die Dynamik noch deutlich zulegen. So rechnen führende Marktforschungsinstitute bis 2017 mit einem durchschnittlichen Wachstum von 5% p.a. Der Treiber ist neben der anhaltend dynamischen Nachfrage nach Smartphones und Tablets vor allem der steigende Anteil der Fahrzeugelektronik (E-Mobility, Kraftstoffeffizienz, Fahrerassistenzsysteme).

Auf den Automotive-Bereich entfallen etwa 9% der PCB-Nachfrage. Bis 2016 dürfte der Umsatz in diesem Marktsegment um durchschnittlich 6-7% p.a. und damit schneller als der Gesamtmarkt wachsen. Dabei wird die Fahrzeugelektronik, die heutzutage einen erheblichen Einfluss auf Kraftstoffverbrauch, Fahrzeugsicherheit und Fahrkomfort hat, immer mehr zu einem entscheidenden Leistungsmerkmal der Automobile. Viele Hersteller setzen daher insbesondere im Premium Bereich auf Anwendungen, die technisch hoch komplexe Leiterplatten (z.B. HDI) erfordern. Als Technologieführer und langjähriger Entwicklungs- und Produktionspartner der Automobilindustrie dürfte Schweizer von dieser Entwicklung besonders profitieren.

Eine weitere wesentliche Kundengruppe ist die Industrie. Im für Schweizer bedeutenden Heimatmarkt Deutschland dürfte 2014 eine deutliche Erholung einsetzen. Nach rückläufigen Umsätzen in 2012 (-1%), stabilisierte sich die Produktion im Verlauf des Jahres 2013 (+/-0%). Dabei verbesserte sich vor allem die Auftragslage spürbar. Zu den stärksten Branchen zählt hier die Elektroindustrie (2014e +6%), getrieben durch aktuelle Megatrends wie Energiewende, Ausbau des Breitbandnetzes und Cloud-Computing. Schweizer Electronic wird insbesondere bei High-End-Anwendungen am Markt als klarer Technologieführer wahrgenommen.

Hohe Wettbewerbsqualität durch integriertes Geschäftsmodell

Schweizer kann zukünftig den **kompletten Lebenszyklus der Leiterplatte aus einer Hand** anbieten, was ein entscheidendes Differenzierungsmerkmal sowohl gegenüber reinen Nischenplayern als auch gegenüber Massenproduzenten darstellt. Während Großserien durch das Joint Venture mit dem Kooperationspartner Meiko effizient aus Asien bedient werden, kann sich Schweizer mit der Fertigung in Deutschland auf Entwicklungsleistungen und High-End Produkte konzentrieren. Wir sehen die hieraus erwachsene flexible Positionierung als Kern der hohen Wettbewerbsqualität von Schweizer an. Die **hervorragende Fertigungslandschaft für Klein-, Mittel- und Großserien** ist im Folgenden dargestellt:



Quelle: Unternehmen

Rapide Prototyping: Im Bereich Prototyping arbeitet Schweizer seit Dezember 2013 mit dem Partner Elekonta Marek zusammen. Die enge Kooperation ermöglicht es Schweizer, innerhalb kürzester Zeit ein Muster der Leiterplatte zu erstellen. Das Layout des Kunden, das oft wettbewerbskritisches geistiges Eigentum beinhaltet, muss Dritten somit nicht zugänglich gemacht werden. Details, die für den Fertigungsprozess relevant sind, können gleichzeitig innerhalb der Kooperation effizient kommuniziert werden.

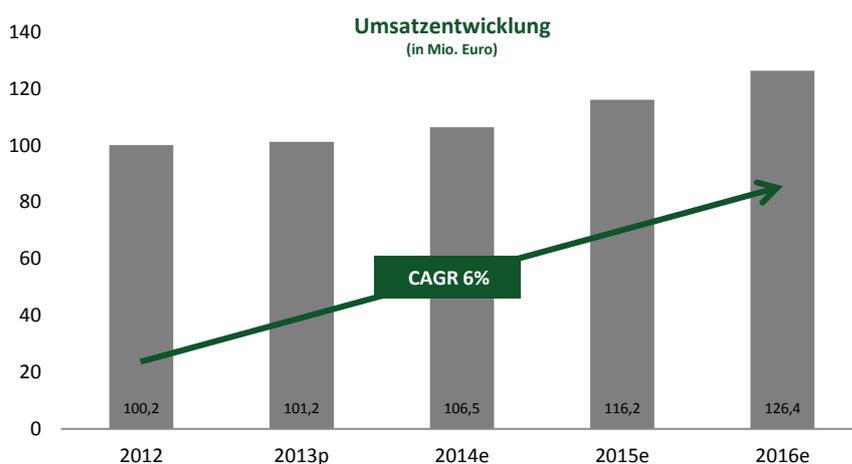
Knowhow-intensive kleine und mittelgroße Serien: Das Stammwerk in Schramberg entwickelt und fertigt hochmarginige kundenspezifische Leiterplatten und PCB-Systeme in kleinen und mittleren Losgrößen. Neben der hohen Expertise in Cutting-Edge Technologien grenzt sich das Unternehmen hier durch die hohe Flexibilität in der Produktion und die Nähe zu zahlreichen bedeutenden Unternehmen aus dem Automotive-Sektor und der Industrie ab. Zudem bieten die Lösungen des Unternehmens den Kunden die Möglichkeit, andere Bauteile (Kabel, Steckverbindungen) einzusparen und so die Kosten des Gesamtsystems um bis zu 30% zu reduzieren.

Profitable Großserienfertigung: Mit der Reifung der Technologien steigen regelmäßig auch die Losgrößen. In der Vergangenheit hat Schweizer aufgrund der begrenzten Kapazität und der höheren Lohnkosten am Hochtechnologiestandort Deutschland Produkte mit großem Absatzpotenzial nach etwa zwei Jahren an asiatische Massenhersteller verloren. Durch die kapitalunterlegte Partnerschaft mit Meiko, einem der Top 10 Leiterplattenhersteller weltweit (u.a. einer der Hauptlieferanten von Apple), hat Schweizer nun die Möglichkeit, den Massenmarkt profitabel zu erschließen. Hierzu errichten die Kooperationspartner aktuell eine gemeinsame Produktionslinie für europäische Kunden. Die Fertigstellung des Maschinenparks ist für Mitte 2014 geplant.

Signifikantes Umsatzpotenzial durch Joint Venture mit Meiko

Schweizer konnte im Verlauf des Jahres 2013, v.a. dank steigender Nachfrage aus der Automobilindustrie, eine sequenzielle Verbesserung der Topline zeigen. So lag der Umsatz laut den vorläufigen Zahlen in 2013 trotz des sehr schwachen Jahresauftaktes (Q1 -17%) bei 101,2 Mio. Euro und damit leicht über dem Vorjahreswert (100,2 Mio. Euro).

In den kommenden Jahren gehen wir von einer spürbaren Beschleunigung des Topline-Wachstums aus. Die folgende Grafik zeigt die erwartete Entwicklung:



Quelle: Schweizer Electronic, Montega

Dabei sollten es die folgenden Treiber ermöglichen, den Umsatz bis 2016 auf 126 Mio. Euro zu steigern:

Stabilisierung in den Endmärkten: Der jüngste Anstieg bei den PKW-Neuzulassungen deutet auf eine Stabilisierung des europäischen Automarktes hin. So rechnet IHS Automotive in 2014 wieder mit einem Wachstum von 2,6%. Auch die deutsche Industrie

sollte nach der temporären Stagnation in 2013 bereits im laufenden Jahr wieder an Fahrt gewinnen. Aus beiden Entwicklungen dürften sich positive Impulse für Schweizer ergeben.

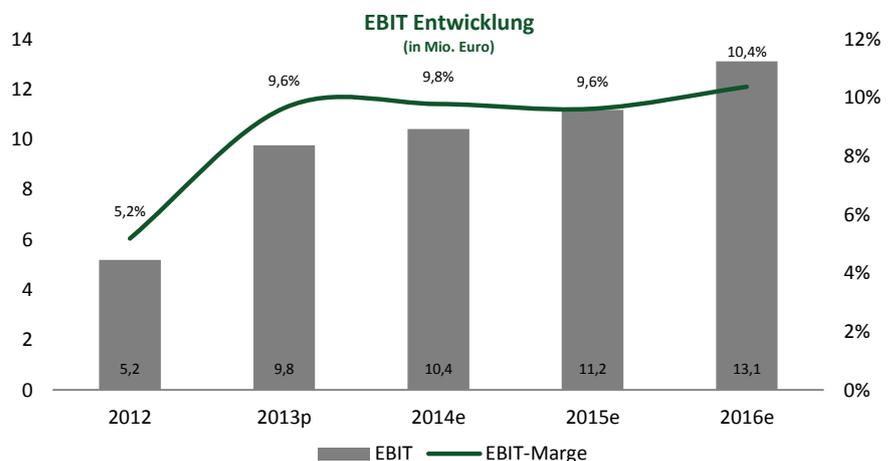
Steigende Nachfrage nach innovativen Lösungen: Zahlreiche Trends wie E-Mobility, Kraftstoff- und Energieeffizienz sowie Miniaturisierung elektronischer Geräte und Komponenten führen zu einer strukturell steigenden Nachfrage nach innovativen PCB-Systemen. Durch die hohe Entwicklungskompetenz von Schweizer in den Bereichen Leistungselektronik, HDI und Embedding dürfte das Unternehmen hiervon besonders profitieren.

Ramp-Up der asiatischen Produktionslinie: Das in Kooperation mit Meiko errichtete Werk in Vietnam dürfte bereits Ende 2014 die Produktion erster Serien hochfahren. Wir gehen davon aus, dass diese Produktionslinie angesichts der hohen Auslastung des Stammwerks in Schramberg und der sehr guten Auftragslage bereits in 2016 einen Umsatzbeitrag von rund 25 Mio. Euro beisteuern wird.

Höhere Ergebnisqualität durch hohe Auslastung und stärkere Auftragsselektion

In 2013 führte die höhere Kapazitätsauslastung (Gesamtleistung MONE +7%) zu einer spürbaren Verbesserung der Ergebnisqualität. So konnte Schweizer Electronic laut den vorläufigen Zahlen die EBIT-Marge um 440 bps auf 9,6% steigern. Damit übertraf das Unternehmen sowohl die eigene Guidance (7,0-7,5%) als auch unsere Schätzungen (7,7%) deutlich.

Angesichts der sehr guten Auftragslage für das laufende Jahr und der exzellenten Marktperspektiven in der Fahrzeugelektronik gehen wir davon aus, dass Schweizer in 2014 die Profitabilität weiter steigern wird. Mit dem Anlaufen der Produktion in Vietnam ergibt sich weiteres Margenpotenzial, das sich erst ab 2016 voll im Ergebnis niederschlagen dürfte. Die folgende Abbildung zeigt die erwartete Entwicklung:



Der überproportionale Anstieg ist dabei v.a. auf die folgenden Faktoren zurückzuführen:

Hohe Kapazitätsauslastung: Der hohe Auftragsbestand (Order-Backlog > 12 Monate) und die daraus resultierende gute Visibilität ermöglichen Schweizer auch weiterhin eine optimale Auslastung der Kapazitäten. Dies dürfte insbesondere im ersten Halbjahr zu einer spürbaren Ergebnisverbesserung im Vergleich zu den schwachen Vorjahreswerten führen (EBIT-Marge H1/13 7,8%). In der Folge rechnen wir für 2014 mit einer Steigerung der EBIT-Marge um 20 bps.

Steigender Ergebnisbeitrag aus der asiatischen Produktionslinie: Wir rechnen bereits Ende 2014 mit einem ersten Ergebnisbeitrag aus dem neuen Werk in Vietnam. Der Ramp-Up dürfte die Marge in 2015 leicht belasten. Bis Ende 2016 sollten die Produktionskapazitäten annähernd ausgelastet sein.

Stärkere Auftragsselektion: Durch die Kooperation mit Meiko kann sich Schweizer im Stammwerk künftig stärker auf komplexe, margenstarke Aufträge konzentrieren. Dies sollte den Produktmix verbessern und zu einer weiteren Steigerung der EBIT-Marge führen.

Auf Grundlage dieser Faktoren sollte es Schweizer möglich sein, die EBIT-Marge bis 2016 auf 10,4% zu erhöhen. So dürfte das Unternehmen das aktuell bereits hohe Niveau nochmals um 80 bps steigern.

Newsflow sollte der Aktie weiter Auftrieb geben

In den letzten Monaten hat sich das Sentiment für die Aktie bereits deutlich aufgehellt, was im zweiten Halbjahr 2013 zu einem Kursanstieg um 64% geführt hat. Ausschlaggebend waren das sehr erfolgreiche dritte Quartal, die Anhebung der Guidance und die positiven Meldungen aus der europäischen Automobilindustrie (steigende Neuzulassungen im September und Oktober, positives IAA-Feedback). In den kommenden Monaten sollte der Newsflow den Aktienkurs weiter stützen. Wir sehen insbesondere die folgenden Treiber:

Vorläufige Zahlen für das Geschäftsjahr 2013 lassen einen starken Jahresstart erwarten: Letzte Woche hat Schweizer die vorläufigen Zahlen für das Geschäftsjahr 2013 veröffentlicht. Diese lagen vor allem beim Ergebnis mit einem EBIT von 9,8 Mio. Euro deutlich über der Guidance (7,0-7,5 Mio. Euro) und unseren Erwartungen (MONe 7,7 Mio. Euro). Der leichte sequenzielle Rückgang beim Umsatz (-4% qoq) und bei der EBIT-Marge (-210 bps qoq) im Schlussquartal ist u.E. vor allem auf einen höheren Bestandsaufbau zurückzuführen. Vor dem Hintergrund des hohen Auftragseingangs von 126 Mio. Euro (VJ: 71 Mio. Euro) sehen wir dies vor allem als positives Vorzeichen für einen starken Jahresstart.

Positiver Newsflow aus der europäischen Automobilindustrie: In Europa rechnen wir in den kommenden Monaten mit weiteren Anzeichen für eine allmähliche Stabilisierung des Marktes. Dabei erwarten wir vor allem positive Meldungen aus der Automobilindustrie im Rahmen der umfangreichen Modelloffensiven. Der auf der IAA gezeigte Trend zu mehr innovativer Fahrzeugelektronik dürfte die Nachfrage nach technologisch hochkomplexen PCB-Lösungen weiter steigen. Die sollte zusätzlich für ein positives Momentum in der Schweizer-Aktie sorgen.

Erfolgreicher Ramp-Up in Vietnam: Wir rechnen bereits Ende 2014 mit dem Ramp-Up erster Produktionsserien in Vietnam. Die hierzu erforderliche Zertifizierung durch europäische Automobil- und Industrieunternehmen dürfte Signalwirkung für andere potenzielle Kunden haben und die Visibilität des Umsatz- und Margenpotenzials deutlich erhöhen.

Alle Bewertungsverfahren zeigen deutliches Upside

Neben dem positiven Newsflow ist die Schweizer-Aktie auch unter Bewertungsgesichtspunkten interessant. Die Anteilsscheine des Unternehmens notieren aktuell mit einem KGV 2015e von 10,5x deutlich unter dem historischen Niveau (14,9x) und dem Niveau der Peer-Group (13,2x). Dabei unterschätzt der Markt u.E. vor allem den Ergebnisbeitrag aus dem Joint Venture mit Meiko. Auf der Grundlage unseres DCF basierten Kursziels von 28,00 Euro ergibt sich ein Ziel-KGV 2015e von 13,8x. Dies halten wir vor dem Hintergrund der hohen Wettbewerbsqualität, des signifikanten Umsatz- und Ergebnispotenzials aus der neuen Produktionslinie in Vietnam und der soliden Bilanz (EK-Quote > 50%, Net Debt/EBITDA 0,2) für adäquat.

Deutliches Ergebniswachstum noch nicht eingepreist

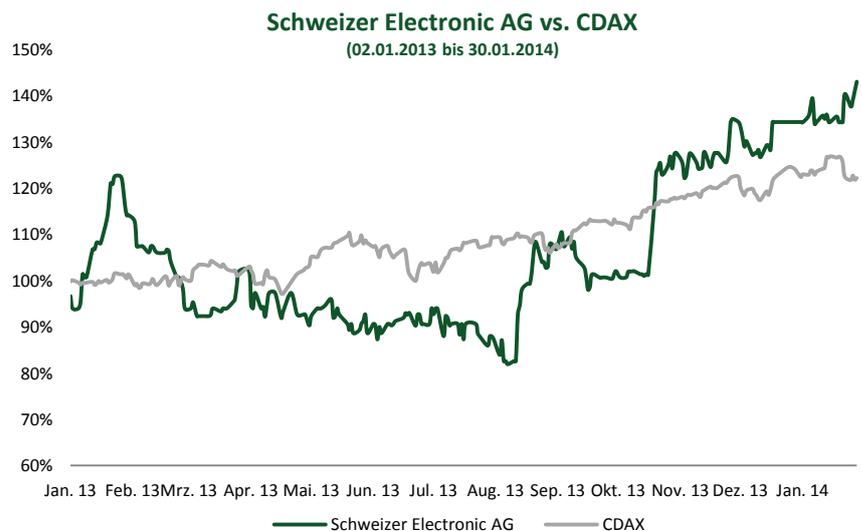
Die Schweizer Electronic AG zählt als "best-in-class" Technologieunternehmen zu den führenden Herstellern von hochwertigen Leiterplatten für die Automobilbranche und die Industrie. Durch die Kooperation mit dem Partner Meiko erschließt sich das Unternehmen den Zugang zum Massenmarkt und wird künftig den gesamten Lebenszyklus der Leiterplatte von der Entwicklung bis zur Großserie abbilden können. Das hieraus erwachsende Umsatz- und Ergebnispotenzial wird vom aktuellen Kursniveau noch in keiner Weise reflektiert. Wir bestätigen daher unsere Kaufempfehlung mit unserem neuen Kursziel von 28,00 Euro (alt: 21,00 Euro).

TIMING UND SENTIMENT

Die Kursentwicklung der Schweizer Electronic-Aktie verlief im Jahr 2013 bis zum August enttäuschend. Dies ist insbesondere auf das schwierige Marktumfeld in der europäischen Automobilbranche und die schwache konjunkturelle Entwicklung des deutschen Industriesektors, respektive auf die resultierende schlechte Auftragslage, zurückzuführen.

Mit der Veröffentlichung der Q2-Zahlen besserte sich das Sentiment für die Aktie angesichts der über den Erwartungen liegenden Auftragseingänge spürbar. So stieg der Kurs zwischen dem 14.08.2013 und dem 23.08.2013 um 31% auf 16,14 Euro. Schweizer Electronic konnte die positive Entwicklung im weiteren Verlauf des Jahres fortsetzen. Am 21. Oktober veröffentlichte das Unternehmen die vorläufigen Zahlen für das dritte Quartal, die deutlich über den Erwartungen lagen. In der Folge wurde auch die Guidance für das Gesamtjahr angehoben. Die Aktie legte noch in derselben Woche um 23% zu und schloss am 25.10.2013 bei 18,30 Euro.

Positive Meldungen aus der Automobilbranche (steigende PKW-Neuzulassungen in Europa im September und Oktober) und die allgemein starke Marktentwicklung gaben der Aktie weiter Auftrieb. Insgesamt legte die Aktie im Verlauf des Jahres 2013 um 36% zu und konnte so den CDAX outperformen (+24%). Vergangene Woche hat das Unternehmen vorläufige Zahlen berichtet, die deutlich über den Erwartungen lagen. In der Folge ist der Kurs nochmals um 7% gestiegen. Die folgende Grafik stellt die Kursentwicklung dar:



Umsatz- und Ergebnispotenzial dürfte weiter an Visibilität gewinnen

In den kommenden Monaten dürfte der Newsflow weiterhin von den erwarteten operativen Erfolgen des Unternehmens geprägt sein. Neben der weiteren Verbesserung der Ergebnisqualität im Stammwerk sehen wir dabei vor allem den Ramp-Up der Produktionslinie in Vietnam als wesentliche Trigger für die Aktie an.

Wir gehen davon aus, dass der Markt das hohe Umsatz- und Margenpotenzial, das Schweizer in den kommenden Quartalen zeigen wird, noch immer deutlich unterschätzt. Aufgrund der aktuell sehr guten Auftragslage und der antizipierten Stabilisierung der europäischen Industrieproduktion (v.a. Automobil-, Elektroindustrie, Maschinenbau) gehen wir im laufenden Jahr von einer durchgehend hohen Kapazitätsauslastung aus. In der Folge dürfte die Profitabilität in der ersten Jahreshälfte deutlich über den Vorjahreswerten liegen und das hohe Ertragspotenzial des Stammwerks zeigen.

Zum Ende des Jahres rechnen wir zudem mit ersten Umsatz- und Ergebnisbeiträgen aus dem neuen Werk in Vietnam. Neben der höheren Visibilität des Wachstumspotenzials dürfte vor allem die erfolgreiche Zertifizierung der Produktionsanlagen durch europäische Kunden eine deutliche Signalwirkung haben.

Die noch ungewisse Zukunft in den Bereichen Systems und Energy bietet zusätzliches Potenzial für positiven Newsflow. Die Embedding-Lösungen des Bereichs Systems fanden bereits im abgelaufenen Jahr in einem in Kooperation mit Infineon entwickelten Batterieschalter für die E-Mobility Verwendung. Im Bereich Energy hat das Unternehmen in 2012 4,4 Mio. Euro in den Aufbau von Produktionskapazitäten für PV-Zellen in Asien investiert. Angesichts der spürbaren Erholung der asiatischen PV-Industrie könnte Schweizer auch hier von der Marktentwicklung profitieren. Bisher antizipieren wir in unseren Prognosen keine Umsatzbeiträge aus diesen Geschäftsfeldern.

Wir empfehlen den Einstieg auf dem aktuellen Niveau

Trotz des Kursanstiegs in den letzten sechs Monaten sehen wir im antizipierten Newsflow noch positives Überraschungspotenzial. Dies ergibt sich in der ersten Jahreshälfte vor allem aus einer spürbaren Expansion beim Umsatz und Ergebnis und in der zweiten Jahreshälfte aus der zunehmenden Visibilität des Ramp-Up der Produktion in Vietnam. Als weiteren möglichen Trigger für die Aktie würden wir Folgeaufträge im Geschäftsfeld Systems sehen. Hier können wir uns u.a. eine Erweiterung der Zusammenarbeit mit Infineon vorstellen. Wir empfehlen daher einen zeitnahen Einstieg in die Aktie.

SWOT

Stärken

Schweizer weist eine **Vielzahl von Stärken** auf, hierzu zählen unter anderem:

- Breite strategische Aufstellung und Abdeckung der gesamten Wertschöpfungskette im Bereich Leiterplatten (Klein-, Mittel- und Großserien)
- Sinnvolle Positionierung sowohl als spezialisierter Nischenanbieter (über deutsches Stammwerk) als auch standardisierter Massenhersteller (über das JV mit Meiko)
- Hohes Know-how in den wachstumsstarken Bereichen Leistungselektronik (höhere Ströme können geschaltet werden), Embedding (Produktminiaturisierung) und Systemkostenreduktion
- Geringer Ausschuss, hoher Qualitätsstandard durch 100%ige Warenausgangskontrolle und „Null-Fehler-Politik“

Schwächen

Trotz der hohen Wettbewerbsqualität des Unternehmens und des attraktiven Marktumfeldes weist Schweizer aus unserer Sicht auch **einzelne Schwächen** auf:

- Wachstum durch begrenzte Kapazität im Werk Schramberg nur mit dem Kooperationspartner Meiko möglich
- Asiatische Werke des Partners Meiko bislang zum großen Teil nicht von europäischen Kunden zertifiziert
- Bislang fehlende kritische Größe, die Schweizer abhängig von einzelnen Projekten bzw. Kunden macht

Chancen

Schweizer Electronic bewegt sich in einem attraktiven Marktumfeld, das eine **Vielzahl von Chancen** bietet:

- Steigende Nachfrage nach innovativen PCB-Lösungen durch strukturelles Wachstum der Fahrzeugelektronik
- Hohes Absatzpotenzial durch Modelloffensiven und starke Wachstumsaussichten im Bereich E-Mobility
- Gute Umsatz- und Ertragsperspektiven im jungen und dynamisch wachsenden Bereich Embedding durch hohes technologisches Know-how
- Hohe Produktionskapazitäten von Meiko in Asien, die die Möglichkeit zur weltweiten Expansion eröffnen (bislang ca. 90% des Umsatzes in Europa)

Risiken

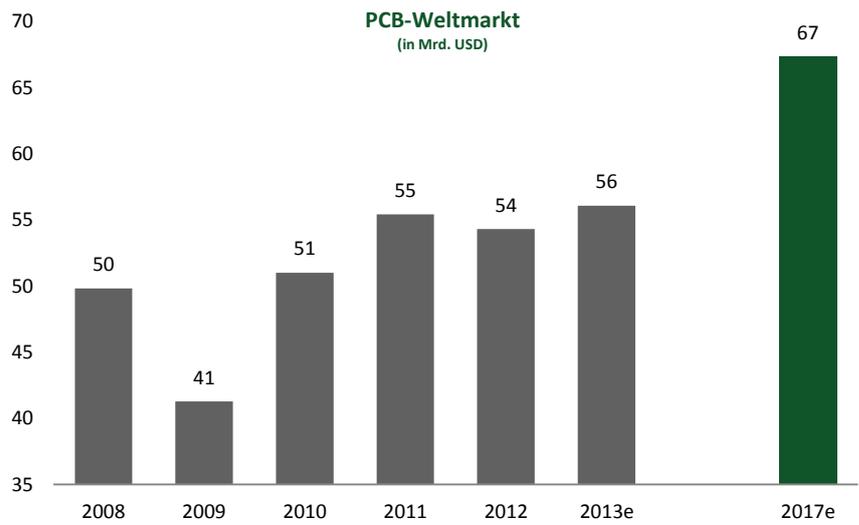
Es gibt aber auch **Risiken**, die sich v.a. aus dem Ramp-Up der neuen Produktionslinie in Asien ergeben:

- Durch die Erweiterung der Kapazität könnten sich Schwankung der zyklischen Nachfrage der Automobilindustrie negativ auf die Auslastung auswirken
- Mögliche Verzögerungen im Zertifizierungsprozess des Werks in Vietnam könnten die Umsatzexpansion bremsen
- Jüngste Investition in die Produktion von PV-Zellen (4,4 Mio. Euro in 2012) birgt u.E. im aktuell unsicheren Marktumfeld erhebliche Risiken

MARKT UND WETTBEWERB

PCB-Markt gewinnt an Dynamik

Als Hersteller von Leiterplatten für die Automobilbranche und die Industrie adressiert Schweizer Electronic wachstumsstarke Segmente des PCB-Marktes (Printed Circuit Board). Das Volumen des PCB Marktes insgesamt lag laut den Schätzungen des führenden Marktforschungsinstituts Prismark in 2013 bei 56,1 Mrd. USD und damit 3,2% über dem Vorjahr. Bis 2017 dürfte der Markt ein Volumen von rund 67 Mrd. USD erreicht haben (CAGR 2013-2017e 4,7%).



Quelle: Prismark Partners LLC

Dabei sind die Prognosen von Prismark im Vergleich zu anderen Marktforschungsinstituten als konservativ einzuschätzen. So rechnet N.T. Information bereits in 2016 mit einem Wert von 67 Mrd. USD und TechNavio sieht das Volumen im selben Jahr bereits bei 73 Mrd. USD. Die Wachstumsdynamik dürfte dabei vor allem von der weiterhin starken Marktentwicklung von Smartphones und Tablet PCs und der steigenden Nachfrage von Fahrzeugelektronik getrieben werden.

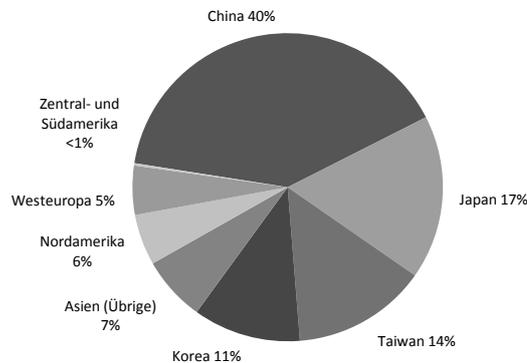
Hohe Marktfragmentierung mit zahlreichen technologischen Nischen

Der Leiterplattenmarkt ist hoch fragmentiert. Neben den auf Großserien spezialisierten Massenproduzenten gibt es zahlreiche Nischenplayer, die sich durch ein hohes Maß an Innovationskraft, Know-how und Flexibilität in der Produktion auszeichnen. Die 20 weltweit größten Hersteller standen 2012 für rund 43% des Marktvolumens (Quelle: N.T. Information Ltd.). Dabei wird die Branche eindeutig von asiatischen Unternehmen aus China, Japan, Taiwan und Korea dominiert. So stammen die weltweit sieben größten Leiterplattenhersteller aus Asien. Dies liegt vor allem an den Kostenvorteilen in der Massenproduktion und an der Nähe zu den "drei großen Cs" (Communication, Consumer Electronics, Computer).

Analog ist bei westeuropäischen Leiterplattenproduzenten der Anteil des Automotive-Geschäfts mit 14% überdurchschnittlich hoch. Das Wettbewerbsumfeld ist bis auf wenige Ausnahmen durch mittelständische, nicht börsennotierte Unternehmen geprägt.

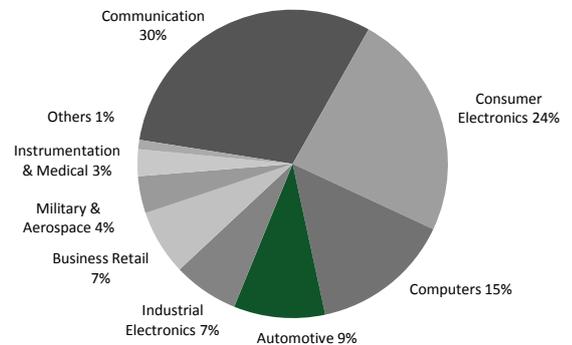
Schweizer Electronic ist der drittgrößte Leiterplattenproduzent in Europa. Gemeinsam mit dem Kooperationspartner Meiko zählt das Unternehmen in dem fragmentierten Marktumfeld zu einem der größten Player weltweit. Im Automotive-Bereich belegen die Unternehmen zusammen Platz 3 der Weltrangliste. Allein Schweizer zählt fünf der zehn größten Autozulieferer zu seinem Kundenstamm.

PCB-Marktanteile nach Regionen



Quelle: WECC

Marktsegmente der Leiterplattenindustrie



Quelle: WECC, Prismark

Sehr attraktives Marktsegment durch geringe Preissensitivität

Der geringe Kostenanteil von Leiterplatten an den Gesamtkosten elektronischer Bauelemente ist ein positiver Faktor hinsichtlich der Attraktivität des Marktes. Insgesamt machen Leiterplatten nur 4-5% der Kosten des Gesamtsystems aus, obwohl innovative und leistungsstarke Leiterplatten bspw. durch geschickte Kombination und Embedding-Lösungen die Systemkosten der Kunden um bis zu 30% senken können. Der geringe Anteil an den Gesamtkosten lässt auf eine geringe Preissensitivität der Kunden schließen.

Die gilt insbesondere für technologisch anspruchsvolle Lösungen. Bei Serien kleiner und mittlerer Losgröße, die vor allem im Anlagen- und Maschinenbau sowie im Premiumsegment der Automobilindustrie Verwendung finden, ist die enge Zusammenarbeit in der Entwicklung sowie der Schutz des geistigen Eigentums regelmäßig der entscheidende Wettbewerbsfaktor. Schweizer wird hier am Markt als Technologieführer wahrgenommen. Diese Anwendungen haben allerdings oft nur einen Produktlebenszyklus von etwa 2 Jahren.

Der Massenmarkt hingegen weist eine deutlich höhere Preissensitivität auf. Gleichzeitig laufen die Produktionsserien hier mit 6 Jahren deutlich länger. Schweizer beabsichtigt, durch das Joint Venture mit Meiko zukünftig auch diesen Markt profitabel zu erschließen.

Nachfrageentwicklung im Automotive-Bereich nimmt Fahrt auf

Der Bereich Automotive ist mit einem Umsatzanteil von über 65% der bedeutendste Absatzmarkt für Schweizer Electronic. Der Markt für Automotive-PCBs hatte 2013 ein Volumen von rund 5,0 Mrd. USD und zählt damit zu den wichtigsten Kundengruppen der Leiterplattenindustrie. Marktforschungsinstitute rechnen bis 2016 mit einer CAGR von rd. 7%. Schweizer adressiert somit ein besonders attraktives Marktsegment, das deutlich schneller als der Gesamtmarkt wächst.

Die wesentlichen Treiber dieser Entwicklung sind das dynamische Wachstum im Bereich Fahrzeugelektronik und die schnelle Verbreitung neuer Technologien. Während ABS von seiner ersten Vorstellung auf der IAA 1969 noch mehrere Jahrzehnte benötigte um zur Standardausstattung zu gehören (erst 2003 waren etwa 90% der Neuzulassungen in Deutschland mit ABS ausgestattet), hat es z.B. die elektronische Einparkhilfe innerhalb weniger Jahre von der Sonderausstattung der Premium-Modelle in die Standardausstattung zahlreicher Kleinwagen geschafft. Zudem dürften auch die laufenden Verbesserungen der Kraftstoffeffizienz und der Vormarsch hybrider und elektrischer Antriebssysteme die Nachfrage nach PCBs im Automotive-Bereich weiter erhöhen.

Da die Fahrzeugelektronik im Wettbewerb der Autobauer zunehmend an Bedeutung gewinnt, steigen auch die Ansprüche an die Technologie zusehends. Die Forderungen nach immer mehr Leistung und Funktionsumfang auf immer kleinerem Raum, führen bei steigender Energieeffizienz der Systeme zu einem überproportionalen Wachstum von individuellen Lösungen im Vergleich zu Standardprodukten. Schweizer ist hier u.a. bei High-Density-Interconnect-Leiterplatten (HDI) Technologieführer. Im Vergleich zu herkömmlichen ein- oder mehrlagigen Leiterplatten zeichnet sich die HDI durch ihre sehr kompakte Bauweise aus, die einen hochkomplexen Herstellungsprozess erfordert.

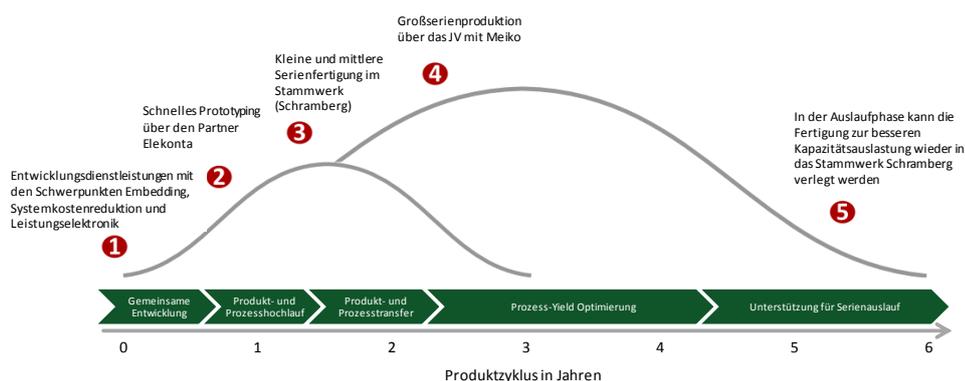
Positive Impulse aus der deutschen Industrieproduktion

Die Industrie ist mit einem Umsatzanteil von 21% der zweitgrößte Endmarkt für Schweizer Electronic. Die deutsche Industrieproduktion zeigte bereits im abgelaufenen Jahr eine sequenzielle Aufhellung (Erwartungskomponente des ifo-Index seit Februar im positiven Bereich). Für 2014 rechnet die Deutsche Industrie- und Handelskammer wieder mit einem Wachstum von mehr als 4%. Die Entwicklung der Auftragseingänge bestätigt diesen Trend.

Neben dem erwarteten Anziehen der Konjunktur dürfte auch die Aufhellung des Investitionsklimas die Auftragslage im Anlagen- und Maschinenbau spürbar verbessern. Zudem sieht die deutsche Elektroindustrie laut ZVEI ebenfalls solide Zeichen für einen Aufschwung. Sowohl für den deutschen Maschinenbau als auch für die deutsche Elektroindustrie ist Schweizer ein etablierter Zulieferer von Leiterplatten.

WETTBEWERBSQUALITÄT

Der zunehmende Wettbewerbsdruck aus Asien und die anhaltenden Konsolidierungstendenzen des globalen Leiterplattenmarktes erfordern von den deutschen Herstellern eine immer stärkere Spezialisierung und Differenzierung ihrer Produkte und Dienstleistungen. Wir sehen Schweizer durch die kapitalunterlegte Partnerschaft mit Meiko, einem der Top 10 Leiterplattenhersteller weltweit (u.a. einer der Hauptlieferanten von Apple), gut aufgestellt. Hieraus ergibt sich eine **optimale Fertigungslandschaft für Klein-, Mittel- und Großserien**, was Schweizer zum bevorzugten Entwicklungs- und Produktionspartner macht und gleichzeitig die Margenverluste beim Ramp-Up minimiert:



Quelle: Unternehmen

Während die Großserien künftig effizient durch das Joint Venture von Schweizer und Meiko in Vietnam bedient werden können, erfolgt die Fertigung der hochmargigen mittleren und kleineren Losgrößen weiterhin in Deutschland, sodass Schweizer künftig den gesamten Produktlebenszyklus der Leiterplatte abdecken kann. Wir sehen die hieraus erwachsene flexible Positionierung des Unternehmens neben dem innovativen Produktportfolio als Kern der **hohen Wettbewerbsqualität** von Schweizer Electronic an.

Hohe Kompetenz vom Design bis zur Serienproduktion

Die Wertschöpfungskette von Schweizer Electronic beginnt mit den **Entwicklungsdienstleistungen**. Dabei ist das Unternehmen schon in einem frühen Stadium am Designprozess beteiligt und unterstützt den Kunden durch sein umfangreiches Know-how z.B. bei der Systemkostenreduktion oder modernen Embedding-Lösungen. Durch die immer komplexeren technischen Anforderungen und Lösungen wächst seitens der Kunden der Bedarf an kompetenten Entwicklungspartnern. So stieg der Anteil der Aufträge, bei denen Schweizer am Layout der Leiterplatte beteiligt war, in den letzten fünf Jahren von 10% auf 50%. Die Entwicklungsdienstleistungen werden im Schwerpunkt durch die Ingenieure am Standort Schramberg erbracht. Die räumliche Nähe zu zahlreichen Kunden aus der Automobilbranche und dem Maschinenbau stellt dabei einen weiteren Wettbewerbsvorteil von Schweizer Electronic dar.

In einem nächsten Schritt bietet Schweizer gemeinsam mit dem Kooperationspartner Elekonta Marek die Fertigung von Muster-Leiterplatten (**Rapid Prototyping**) an. Dabei ist das Unternehmen in der Lage, mittels moderner Technik (Subtraktiv-Technik, Crimson Direct Plating, Fotodruck Festresist) einen Prototyp der Leiterplatte binnen weniger Stunden herzustellen. Die enge Zusammenarbeit zwischen den Kooperationspartnern ermöglicht eine reibungslose Weitergabe der technischen Details und die zügige Behebung möglicher Fehlerquellen und Ineffizienzen. Dies führt zu einem schnellen Ramp-Up der Serienproduktion mit einer hohen Ausbeute (Yield). So kann das Unternehmen die Profitabilität bei **kleinen und mittelgroßen Serien** bereits zu Beginn des Produktlebenszyklus optimieren.

Zugang zum Massenmarkt durch Kooperation mit Meiko

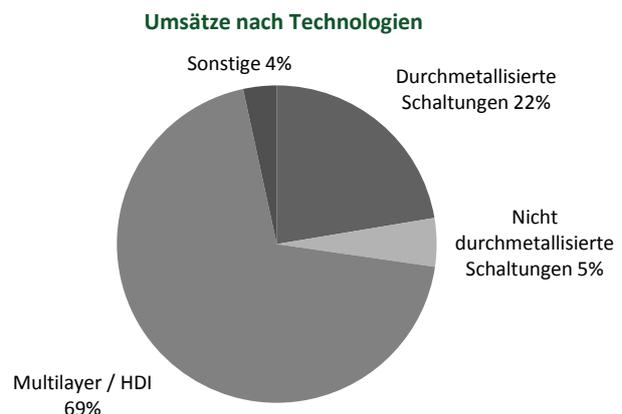
Durch die Spezialisierung des Werks in Schramberg auf hochkomplexe Leiterplatten, die ein hohes Maß an Expertise und Flexibilität in der Produktion erfordern, konnte das Unternehmen bislang bei zunehmender Reifung der Technologie die Aufträge nicht halten. Dabei ist es z.B. im Automotive-Bereich üblich, dass neue Technologien zunächst nur in Premium-Modellen eingesetzt werden und die Produktion so in den ersten zwei Jahren als kleine oder mittelgroße Serie abgebildet wird. Mit zunehmender Reifung der Technologie werden die Produkte auch von Massenherstellern in Großserien gefertigt. Die Leiterplatten finden dann i.d.R. auch in anderen Fahrzeugklassen Verwendung. In der Großserie liegt der Lebenszyklus bei rund 6 Jahren.

Durch das Joint Venture mit Meiko ergibt sich für Schweizer nun die Möglichkeit, die hohe Wettbewerbsqualität auch auf die Großserienfertigung zu übertragen. Die Unternehmen errichten hierzu in Vietnam eine Produktionslinie speziell für europäische Kunden, die im zweiten Halbjahr den Betrieb aufnehmen wird. Wir sehen hierin eine sinnvolle Ergänzung der Nischenstrategie. Die enge Zusammenarbeit der Werke in Schramberg und Vietnam ermöglicht beim Übergang von der mittelgroßen Serie zur Großserie eine schnelle Optimierung der Ausbeute, worin wir einen zusätzlichen Wettbewerbsvorteil gegenüber anderen Massenherstellern sehen.

Das Joint Venture stellt einen wichtigen Meilenstein in der Zusammenarbeit mit Meiko dar. Obwohl die Partnerschaft der Unternehmen bereits seit 2009 besteht, ergaben sich für Schweizer bisher keine wesentlichen Umsatzimpulse (in 2012 stammten ca. 7% der Umsätze aus Meiko-Werken). Dies war im Wesentlichen auf Probleme bei der erforderlichen Zertifizierung einzelner Meiko-Werke durch europäische Kunden zurückzuführen. In der Folge hat das Management beschlossen, die Errichtung der neuen Produktionslinie mit einem erfahrenen Team aus Schramberg vor Ort zu begleiten. Die große Bedeutung dieses Projektes wird auch anhand des Umzugs von CEO Dr. Marc Schweizer nach Singapur deutlich.

Hohe Expertise bei High-End-Anwendungen

Schweizer Electronic verfügt über ein technologisch breites Angebotsspektrum und eine hochflexible Produktionsstruktur. Der Schwerpunkt (rund 70%) liegt dabei auf **Mehrlagenschaltungen (Multilayer) und komplexen HDI-Schaltungen** (High-Density-Interconnection), wie die folgende Grafik zeigt:



Quelle: Unternehmen

Nicht zuletzt dank der flexiblen Produktionsstruktur in Schramberg und der hochqualifizierten Mitarbeiter ist Schweizer Electronic in der Lage, ein hohes Spektrum an kundenspezifischen Lösungen anzubieten. Dabei ist das Unternehmen bei zahlreichen Produktionsprozessen klarer **Technologieführer**.

Im Bereich Multilayer-Schaltungen kann das Unternehmen Leiterplatten mit bis zu 16 einzelnen (Kupfer-)Lagen fertigen, die in einem aufwendigen Produktionsprozess gepresst, gelasert, gefräst, geätzt und lackiert werden. Die HDI (High-Density-Interconnect)-Schaltungen weisen ein höheres Maß an Komplexität auf, da die Strukturen auf noch kleinere Räume komprimiert werden. Eine HDI-Leiterplatten kann bis zu bis zu 20.000 Bohrlöcher aufweisen.

Bei den durchmetallisierten Schaltungen besteht die Wettbewerbsqualität des Unternehmens vor allem in der Fähigkeit, Schaltungen auf Wunsch der Kunden mit speziellen Charakteristika auszustatten (z.B. Kohleindruck). Schweizer hat hier aufgrund des technologischen Know-how kaum Wettbewerber.

Entwicklungsschwerpunkte mit klarem Value Add für den Kunden

Schweizer Electronic richtet sich mit den Innovationsschwerpunkten Leistungselektronik, Embedding und Systemkostenreduktion klar an den Bedürfnissen der Kunden aus. Dabei rechtfertigt sich der höhere Preis von Schweizers PCB-Lösungen sowohl durch technische Eigenschaften (Leiten von hohen Stromstärken, Miniaturisierung) als auch durch Einsparpotenziale beim Gesamtsystem.

Systemkostenreduzierung: Durch die hohe Kompetenz bei Cutting-Edge-Technologien ist Schweizer in der Lage, durch intelligentes Bestücken und Einbetten verschiedener Bauteile in die Leiterplatte kundenspezifische Anforderungen zu erfüllen und zeitgleich die **Kosten des Gesamtsystems des Kunden um bis zu 30% reduzieren**. Dabei können z.B. teure Steckverbindungen und Kabel eingespart werden. Der geringe Kostenanteil von Leiterplatten (4-5% der Kosten des Gesamtsystems) an den Gesamtkosten elektronischer Bauelemente deutet auf eine geringe Preissensitivität der Kunden hin. Mit anderen Worten: Die Kunden sparen im konjunkturellen Abschwung i.d.R. zunächst bei anderen Produktelementen und nicht bei der Wahl der Leiterplatten.

Embedding: Bei Embedding-Lösungen werden aktive und passive Bauteile wie Halbleiter oder Steckverbindungen direkt in die Leiterplatte integriert. Dies bietet neben einer weiteren Systemkostenreduktion vor allem die Möglichkeit, dem anhaltenden Trend zu Miniaturisierung bei gleichzeitig steigendem Anspruch an die Funktionalität Rechnung zu tragen. Damit wird die Leiterplatte von einem Systembaustein zur Systemlösung und bietet den Kunden einen maßgeschneiderten Form-Faktor, verbesserte elektrische und thermische Leistungsfähigkeit, Möglichkeiten des aktiven IP-Schutzes und erhöhte Zuverlässigkeit. Zielanwendungen sind vornehmlich Konverter und Inverter sowie Steuerungen für Elektromotoren.

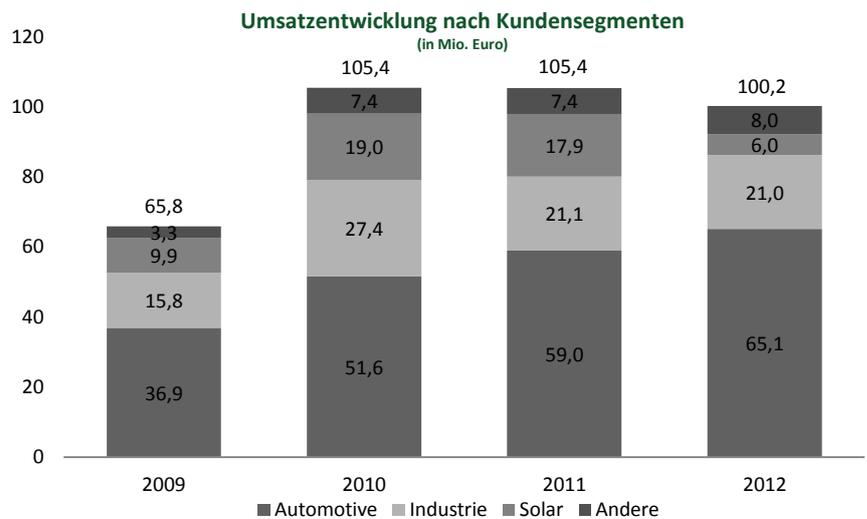
Schweizer hat eigens für dieses Leistungsspektrum das Geschäftsfeld Systems gegründet. Zur Komplettierung des Angebotsspektrums arbeitet Schweizer mit Herstellern von Halbleitern, Elektromotoren und auch mit Fachinstituten zusammen. In 2013 erbrachte Schweizer mit der Entwicklung eines leistungsstarken Batterieschalters für den Zukunftsmarkt E-Mobility in Kooperation mit Infineon den "Proof-of-Technology". Die Partnerschaft mit einem der führenden Halbleiterhersteller unterstreicht dabei u.E. die hohe Wettbewerbsqualität und die Wahrnehmung als Technologieführer am Markt.

Leistungselektronik: Schweizer verfügt durch die langjährige Erfahrung in der Automobilindustrie über eine hohe Expertise bei Hochstromanwendungen. Dabei besteht die Anforderung einerseits darin, mehr Strom über die einzelne Leiterplatte fließen zu lassen. Andererseits müssen Lösungen für das Wärmemanagement gefunden werden. Hier ist Schweizer aufgrund seiner innovativen thermischen Lösungen führend. Diese hohe Kompetenz hat das Unternehmen zu den First-Movern bei Leiterplatten für die E-Mobility in Europa gemacht und in diesem Bereich bereits 2012 einen Umsatzanteil von 6% erzielt. Das erworbene Know-how sichert die gute Wettbewerbsposition in mehreren sicherheitsrelevanten Applikationen im Automotive-Bereich (u.a. Motor- und Getriebesteuerungen, Bremssysteme) und lässt sich auf zahlreiche Anwendungen (z.B. im Bereich Erneuerbare Energien) übertragen.

FINANZEN

Dynamische Umsatzentwicklung im Automotive-Bereich

Schweizer Electronic hat sich in den letzten Jahren in der Automobilindustrie, trotz der wirtschaftlich schwierigen Lage der Branche, erfolgreich etabliert. Die Umsätze in diesem Kundensegment konnten seit 2009 jährlich um durchschnittlich 21% gesteigert werden und standen in 2012 für 65% des Gesamtumsatzes. Dadurch konnte das Unternehmen die seit 2010 schwächelnde Nachfrage aus der Industrie und insbesondere aus dem rückläufigen Solar-Sektor fast komplett kompensieren. Die folgende Grafik gibt einen Überblick über die Umsatzentwicklung der einzelnen Kundensegmente:



Quelle: Schweizer Electronic

In **2013** konnte diese Entwicklung fortgeschrieben werden. Nach einem sehr schwachen Jahresauftakt (Q1 -16,7% , Q2 -0,4% yoy), kam es im zweiten Halbjahr zu einem deutlichen Anstieg der Wachstumsraten (Q3 +12,3%, Q4 +13,1%). Im Gesamtjahr konnte das Unternehmen mit 101,2 Mio. Euro sogar einen leichten Anstieg beim Umsatz erzielen (2012 100,2 Mio. Euro). Dabei kamen die wesentlichen Wachstumsimpulse aus dem Automotive-Bereich. Darüber hinaus ließ sich eine Erholung der Umsätze mit Industriekunden erkennen. Der Solar-Sektor entwickelt sich hingegen weiter rückläufig.

Ergebnis übertrifft Guidance deutlich

Die Ergebnisqualität konnte im Vergleich zum Vorjahr deutlich gesteigert werden. Dies ergab sich u.E. vor allem aus der höheren Kapazitätsauslastung in Folge der gestiegenen Gesamtleistung (2013e +7%). Die EBIT-Marge lag laut den vorläufigen Zahlen bei 9,6% und damit deutlich über der Guidance (7,0-7,5%) und über unseren Prognosen (7,7%).

Darüber hinaus dürfte sich die Beteiligung an Meiko (Buchwert 1,8 Mio. Euro) in 2013 positiv im Finanzergebnis niederschlagen. In Folge des gestiegenen Kurses der Meiko-Aktie rechnen wir mit einer Aufwertung der Beteiligung um etwa 0,2 Mio. Euro (VJ: Abschreibung auf Finanzanlagen in Höhe von 2,8 Mio. Euro). Insgesamt rechnen wir mit einem **Jahresüberschuss** von 6,8 Mio. Euro (VJ: 0,7 Mio. Euro).

Spürbares organisches Umsatz- und Ergebniswachstum in 2014

In 2014 dürfte Schweizer von dem bereits hohen Auftragsbestand von 114 Mio. Euro und einer steigenden Nachfrage aus den Bereichen Automotive und Industrie profitieren. Wir rechnen in der Folge mit einer anhaltend hohen Kapazitätsauslastung über das gesamte Jahr. Damit sollte es dem Unternehmen möglich sein, den Umsatz um 5,2% auf 106,5 Mio. Euro zu steigern.

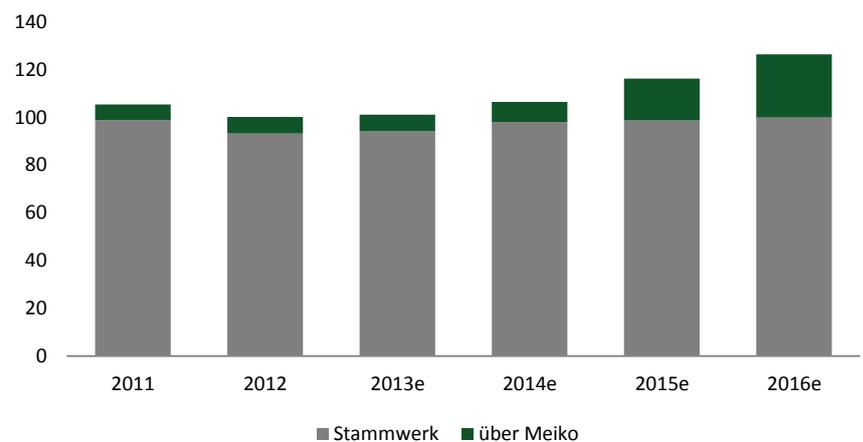
Die EBIT-Marge wird u.E. im gleichen Zeitraum um 20 bps auf 9,8% steigen. Als wesentliche Treiber sehen wir neben dem hohen Auslastungsgrad vor allem einen geringen Bestandsaufbau und einen verbesserten Produktmix durch höhere Selektionsspielräume. Das resultierende EBIT dürfte bei 10,4 Mio. Euro liegen.

Dynamisches Umsatzwachstum durch Einstieg in den Massenmarkt ab 2015

Im Rahmen des Joint Ventures mit Meiko wird aktuell eine gemeinsame Produktionslinie für europäische Kunden in Vietnam errichtet. Schweizer wird es durch den Zugang zum Massenmarkt in Zukunft möglich sein, den gesamten Produktlebenszyklus vom Prototypen bis zur Großserie abzubilden. Hieraus ergeben sich erhebliche Cross-Selling-Potenziale und eine erhöhte Umsatzvisibilität. Bislang kann das Unternehmen nur Serien in kleinen und mittleren Losgrößen produzieren, die i.d.R. einen Lebenszyklus von 2-3 Jahren haben. Nach der Reifung der Technologie gehen insbesondere Aufträge aus der Automobilindustrie oftmals für weitere 6 Jahre in die Massenproduktion. Schweizer steht bereits mit zahlreichen Kunden in Verhandlungen, um aktuell in Schramberg laufende Serien nach Vietnam zu verlegen. Das sollte es ermöglichen, die neuen Produktionskapazitäten innerhalb weniger Jahre gut auszulasten. Zudem dürfte sich aufgrund der längeren Produktzyklen der Großserien die Visibilität in den kommenden Jahren nachhaltig erhöhen.

Der Maschinenpark wird voraussichtlich Mitte 2014 fertiggestellt. Nach ersten Produktanläufen Ende des Jahres rechnen wir bereits 2015 mit einem spürbaren Umsatzbeitrag von etwa 15 Mio. Euro. Ab 2016 dürfte die Produktion vollständig hochgefahren sein und für einen Umsatzanteil von rund 20% stehen. Die folgende Grafik stellt die erwartete Entwicklung der kommenden Jahre dar.

Umsatzbeitrag durch Kooperation mit Meiko
(in Mio. Euro)



Quelle: Schweizer Electronic, Montega

Weiteres Wachstumspotenzial durch die Geschäftsfelder Energy und Systems

Die Geschäftsfelder Energy und Systems befinden sich aktuell im Aufbau und wurden von uns aufgrund der noch geringen Visibilität bisher nicht in unseren Prognosen berücksichtigt.

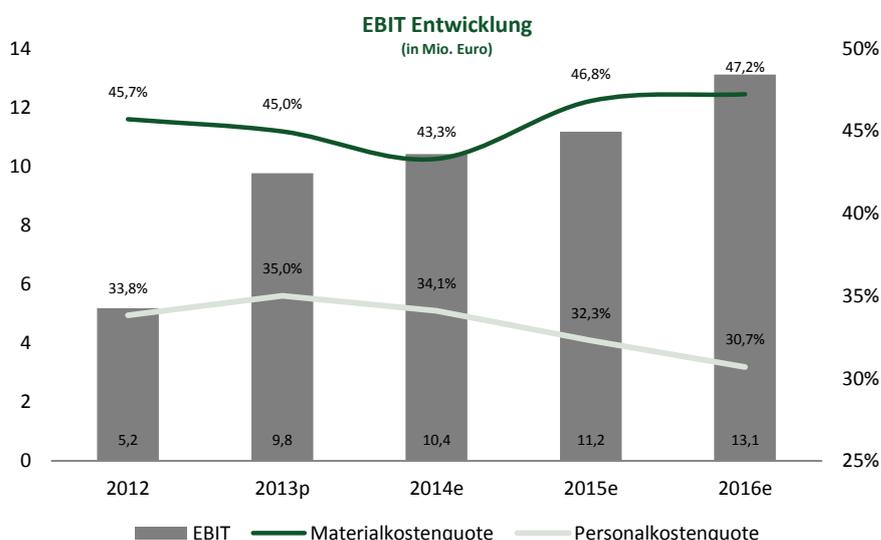
Im Geschäftsfeld Energy plant das Unternehmen im Rahmen eines Joint Ventures mit Sino-Singapore, bis zu vier Produktionslinien für die Herstellung von hocheffizienten PV-Zellen und -modulen in China (Nantong) mit einer Gesamtkapazität von 400 MW zu installieren. Damit könnte Schweizer am erwarteten Aufschwung der PV-Industrie partizipieren (zweistelliges Marktwachstum in 2014 erwartet).

Im Bereich Systems bietet das Unternehmen Embedding-Lösungen an. Schweizer hat in 2013 im Rahmen einer Entwicklungskooperation mit Infineon bereits den Proof-of-Technology erbracht. Die Nachfrage nach Embedding-Lösungen dürfte insbesondere durch den Vormarsch der Elektromobilität (Ansteuerelektronik, Motorsteuerung) aber auch von der steigenden Nachfrage nach Halbleitergehäusen für mobile Endgeräte (Smartphones, Tablet PCs) getrieben werden.

Kostenstruktur dürfte sich spürbar ändern

Wir erwarten in den kommenden Jahren durch das Hochlaufen der Großserienfertigung einen deutlichen Anstieg der Materialaufwandsquote und gleichzeitig eine spürbare Reduktion der Personalquote. Dies ergibt sich aus dem Umstand, dass das Werk in Vietnam nicht bei Schweizer sondern bei dem Partner Meiko konsolidiert wird. Dort produzierte Leiterplatten werden sich folglich als Vorleistungen in den Materialkosten niederschlagen. Gleichzeitig gehen wir davon aus, dass Schweizer durch strengere Selektion im Stammwerk bzw. durch Auslagerung margenschwächerer Aufträge nach Vietnam die Ergebnisqualität weiter verbessern kann.

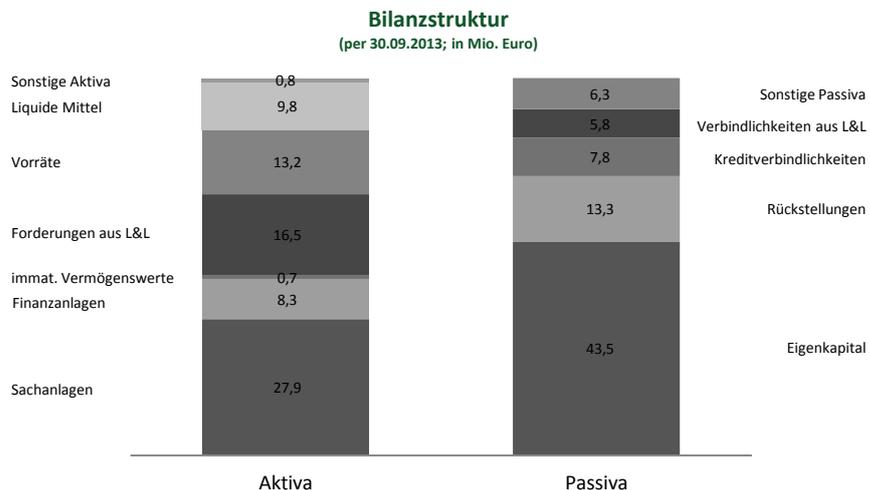
Insgesamt dürfte die Materialkostenquote von aktuell 46% (2012) bis 2016 auf rund 48% ansteigen. Gleichzeitig erwarten wir, dass die Personalkosten im Zusammenhang mit der Großserienproduktion kaum ansteigen. Hier sollte die Kostenquote von 34% in 2012 auf 31% in 2016 sinken. Insgesamt dürfte die **EBITDA**-Marge von 10,0% in 2012 bis 2016 auf 13,7% steigen. Ein weiterer Effekt der at Equity Bilanzierung des Werks in Vietnam ist, dass der Kapitalstock von Schweizer nicht erhöht werden muss. In der Folge dürften die Abschreibungen trotz der steigenden Umsätze konstant bleiben. Die **EBIT**-Marge sollte somit von 9,6% in 2012 auf 10,4% in 2016 ansteigen. Die folgende Grafik stellt die erwartete Entwicklung in den kommenden Jahren dar.



Quelle: Schweizer Electronic, Montega

Solide Bilanz

Die Schweizer Electronic AG verfügt über eine hohe Bilanzqualität, die sich insbesondere durch die gute Eigenkapitalquote von 56% und der gleichzeitig geringen Nettoverschuldung von 5 Mio. Euro auszeichnet. Die Bilanzsumme betrug per 30.09.2013 77,2 Mio. Euro. Die wesentlichen Positionen sind in der folgenden Grafik dargestellt:



Quelle: Schweizer Electronic

Die **Kreditverbindlichkeiten** in Höhe von 7,8 Mio. Euro bestehen im Wesentlichen aus Krediten der KfW, die zum überwiegenden Teil eine Restlaufzeit von über 5 Jahren haben. Der Zinssatz von Schweizer liegt im Durchschnitt bei unter 2%. Die Nettoverschuldung des Unternehmens beträgt lediglich 4,9 Mio. Euro bzw. bei 0,4x EBITDA.

Die **Aktiva** werden vom Sachanlagevermögen dominiert, das für etwa 36% der Bilanzsumme steht. Die immateriellen Vermögensgegenstände machen mit einem Wert von unter 1 Mio. Euro hingegen nur einen unwesentlichen Anteil aus. Die Finanzanlagen in Höhe von 8,3 Mio. Euro bestehen im wesentlichen aus Kapitaleinzahlungen in die asiatische Tochtergesellschaft zum Aufbau des Geschäftsfelds Energy (4,4 Mio. Euro) und in das Joint Venture mit Meiko zum Aufbau der Produktionskapazitäten in Vietnam (2,2 Mio. Euro) sowie aus der Beteiligung an dem Kooperationspartner Meiko (1,8 Mio. Euro). Nach einem deutlichen Kursanstieg der Meiko-Aktie rechnen wir hier in 2013 mit einer Aufwertung der Beteiligung in Höhe von 0,2 Mio. Euro.

Die Vorräte (13,2 Mio. Euro) und die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen (16,5 Mio. Euro) sind im Zuge des höheren Geschäftsvolumens im Laufe des Jahres um 33% bzw. um 28% gestiegen. Wir gehen aufgrund des traditionell umsatzschwachen Q4 in Verbindung mit dem hohen Auftragsbestand für das kommende Jahr von einem weiteren Aufbau der Vorräte aus. Die Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen steigen im gleichen Zeitraum um 67% auf 5,8 Mio. Euro. Damit erhöhte sich das **Working Capital** um 24% auf 23,9 Mio. Euro.

BEWERTUNG

DCF-Modell

Schweizer Electronic bietet technologisch hochkomplexe Leiterplatten und Leiterplattensysteme für die Automobilbranche (65% v. Umsatz) und die Industrie (21% v. Umsatz). Hieraus ergeben sich einerseits zyklische Absatzschwankungen. Andererseits ist mittelfristig, durch die strukturell steigende Nachfrage nach elektronischen Fahrzeugkomponenten, von einem überproportionalen Marktwachstum im Bereich der automobilen Leiterplatten auszugehen. Die resultierenden Umsatz- und Ertragsperspektiven werden von unserem DCF-Modell reflektiert.

In den kommenden Jahren wird Schweizer von der Stabilisierung der PKW-Neuzulassungen und der Erholung der Industrieproduktion in Europa profitieren. Hierdurch sollte es dem Unternehmen möglich sein, sowohl die hohe Auslastung im Stammwerk (Schramberg) zu halten und gleichzeitig die neuen Produktionskapazitäten in Vietnam bis Ende 2016 voll zu nutzen. Wir unterstellen vor diesem Hintergrund für die Jahre 2013 bis 2016 ein durchschnittliches Umsatzwachstum von 7,7% p.a.

Für die Folgejahre gehen wir von einer CAGR 2016-2019e von 3,5% aus. Die deutlich geringere Wachstumsrate trägt den Risiken konjunktureller Schwankungen in der Automobilindustrie sowie einer annähernden Auslastung der Produktionskapazitäten Rechnung. Mögliche Umsätze aus der Produktion von Photovoltaikzellen, die angesichts der allmählichen Erholung der Solarindustrie in Asien in den kommenden Monaten an Visibilität gewinnen könnten, sind derzeit noch nicht in unseren Schätzungen enthalten und bieten somit weiteres Upsidepotenzial.

Zur Ermittlung des Terminal Value wurde eine ewige Wachstumsrate von 2,0 % unterstellt.

Aufgrund der hohen antizipierten Auslastung im Stammwerk erwarten wir in 2014 ebenfalls ein hohes Margenniveau. In den Folgejahren gehen wir v.a. durch die zusätzlichen Produktionskapazitäten in Vietnam von einer stärkeren Auftragsselektion im Stammwerk aus, die zu einer Verbesserung des Produktmix führen sollte. Gleichzeitig dürfte der Ergebnisbeitrag aus der asiatischen Produktionslinie in 2015 und 2016 spürbar ansteigen. Vor diesem Hintergrund sehen wir das Potenzial für die EBIT-Marge bei rund 10%. Über den Zyklus hinweg sollte das Unternehmen eine nachhaltige EBIT-Marge von 8,5% verteidigen können.

Das verwendete Beta von 1,3 reflektiert einerseits die hohe Zyklizität des Geschäftsmodells, die vor allem aus der starken Abhängigkeit von der Automobilindustrie resultiert. Andererseits wird es die Kooperation mit dem Partner Meiko ermöglichen, flexibler auf Nachfrageschwankungen zu reagieren, ohne zusätzliche eigene Produktionskapazitäten aufbauen zu müssen.

Die risikolose Rendite wird auf Basis langfristiger, festverzinslicher Wertpapiere mit 2,5% angenommen. Für die Marktrendite werden 9,0% unterstellt, was insgesamt zu einer Risikoprämie von 6,5% führt. Das Fremdkapital besteht im Wesentlichen aus Darlehen der KfW mit einem durchschnittlichen Zins von unter 2%. Langfristig dürften sich die Zinskonditionen einem branchenüblichen Niveau annähern, weshalb wir in unserem Modell einen Fremdkapitalzins von 5% zugrunde gelegt haben. Unter der Annahme einer langfristigen Fremdkapitalquote von 30% ergibt sich ein WACC von 8,7%.

Für die Aktie der Schweizer Electronic AG ermittelt sich somit aus dem DCF-Modell ein fairer Wert von 27,80 Euro.

DCF Modell

Angaben in Mio.Euro	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	Terminal Value
Umsatz	101,2	106,5	116,2	126,4	132,1	136,7	140,2	143,0
<i>Veränderung</i>	1,1%	5,2%	9,1%	8,8%	4,5%	3,5%	2,5%	2,0%
EBIT	9,8	10,4	11,2	13,1	13,2	13,0	12,6	12,2
<i>EBIT-Marge</i>	9,6%	9,8%	9,6%	10,4%	10,0%	9,5%	9,0%	8,5%
NOPAT	7,0	7,3	7,8	9,2	9,2	9,1	8,8	8,5
Abschreibungen	4,6	4,6	4,5	4,3	4,2	4,2	4,2	4,2
<i>in % vom Umsatz</i>	4,5%	4,3%	3,9%	3,4%	3,2%	3,1%	3,0%	2,9%
Liquiditätsveränderung								
- Working Capital	-4,5	-2,0	-2,8	0,0	-1,1	-0,9	-0,7	-0,6
- Investitionen	-2,4	-3,0	-3,4	-3,9	-4,0	-4,1	-4,2	-4,3
<i>Investitionsquote</i>	2,3%	2,8%	2,9%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Übriges	0,0							
Free Cash Flow (WACC-Modell)	4,9	7,1	6,3	9,8	9,7	8,5	8,4	8,0
WACC	8,7%							
Present Value	5,0	6,6	5,4	7,7	7,0	5,7	5,2	67,6
Kumuliert	5,0	11,6	17,0	24,7	31,7	37,4	42,5	110,2

Wertermittlung (Mio. Euro)

Total present value (Tpv)	110,2
Terminal Value	67,6
Anteil vom Tpv-Wert	61%
Verbindlichkeiten	16,7
Liquide Mittel	11,6
Eigenkapitalwert	105,1

Aktienzahl (Mio.)	3,78
Wert je Aktie (Euro)	27,80
+Upside / -Downside	30%
Aktienkurs (Euro)	21,30

Modellparameter	
Fremdkapitalquote	30,0%
Fremdkapitalzins	5,0%
Marktrendite	9,0%
risikofreie Rendite	2,50%

Beta	1,30
WACC	8,7%
ewiges Wachstum	2,0%

Quelle: Montega

Annahmen: Umsatzwachstumsraten und Margenerwartungen

Kurzfristiges Umsatzwachstum	2013-2016	7,7%
Mittelfristiges Umsatzwachstum	2013-2018	6,2%
Langfristiges Umsatzwachstum	ab 2020	2,0%
EBIT-Marge	2013-2016	9,9%
EBIT-Marge	2013-2018	9,8%
Langfristige EBIT-Marge	ab 2020	8,5%

Sensitivität Wert je Aktie (Euro) ewiges Wachstum

WACC	1,25%	1,75%	2,00%	2,25%	2,75%
9,22%	24,38	25,36	25,90	26,48	27,77
8,97%	25,16	26,22	26,81	27,44	28,86
8,72%	26,00	27,15	27,80	28,49	30,04
8,47%	26,89	28,15	28,86	29,61	31,33
8,22%	27,85	29,23	30,00	30,84	32,74

Sensitivität Wert je Aktie (Euro) EBIT-Marge ab 2020e

WACC	8,00%	8,25%	8,50%	8,75%	9,00%
9,22%	24,89	25,39	25,90	26,40	26,90
8,97%	25,75	26,28	26,81	27,34	27,87
8,72%	26,68	27,24	27,80	28,35	28,91
8,47%	27,68	28,27	28,86	29,44	30,03
8,22%	28,76	29,38	30,00	30,62	31,24

UNTERNEHMENSHINTERGRUND

Die traditionsreiche Schweizer Electronic AG wurde 1849 gegründet. Das Unternehmen wird mittlerweile in der sechsten Generation von der Familie Schweizer geführt. Mit der Herstellung und dem Vertrieb von elektronischen Komponenten und Leiterplattensystemen konnte Schweizer Electronic in 2013 einen Umsatz von 101,2 Mio. Euro erzielen und zählt damit zu den **Top 3 Herstellern in Europa (Nr. 2 in Deutschland)**.

Die Fokussierung liegt insbesondere auf komplexen Multilayer- und HDI-Schaltungen, sowie auf Lösungen zur Systemkostensenkung der Kunden. Am Firmensitz in Schramberg (Schwarzwald) verfügt das Unternehmen über eine **hochmoderne Fertigungsstätte** mit einer Produktionsfläche von 34.000 m² und beschäftigt aktuell rund 700 Mitarbeiter. Die Produktionskapazitäten belaufen sich auf 475.000 m².

Zur Erschließung des Massenmarktes hat Schweizer Electronic mit dem Kooperationspartner Meiko in 2012 ein Joint Venture gegründet. Das Ziel ist, eine gemeinsame Produktionslinie für europäische Kunden in Vietnam zu errichten. Das Werk soll in der zweiten Jahreshälfte 2014 die Produktion aufnehmen. Die schnelle Fabrikation der Prototypen übernimmt die Elekonta Marek GmbH, die seit Dezember 2013 Netzwerkpartner von Schweizer Electronic ist. Im Folgenden sind die wesentlichen Meilensteine des Unternehmens zusammengefasst:

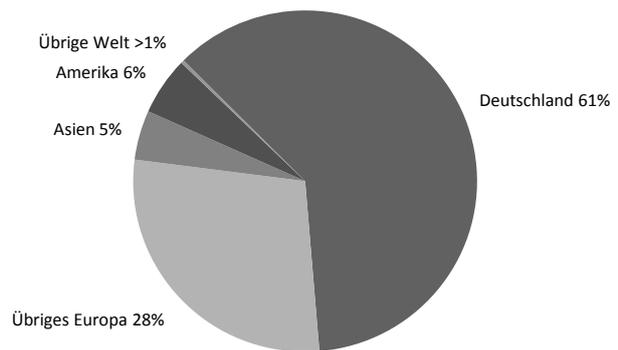
1849	Gründungsjahr, Start mit der Produktion von Zifferblättern für die Uhrenindustrie
1936	Produktionsbeginn von bedruckten und geätzten Aluminium- und Messingschildern
1958	Beginn der Leiterplattenfertigung
1979	Umzug an den jetzigen Standort und Konzentration auf Leiterplatten
1986	Start der Multilayerfertigung
1989	Umfirmierung in eine Aktiengesellschaft
1997	Start der HDI (High-Density-Interconnect) Leiterplatten
2002	Fertigungsbeginn im neuen Werk Schramberg
2008	Partnerschaft mit Contag
2009	Partnerschaft mit Meiko Electronics
2010	Wechselseitige Beteiligung mit Meiko Electronics
2012	Gründung eines Joint Ventures mit Meiko in Vietnam mit dem Ziel eine gemeinsame Produktionslinie für europäische Kunden aufzubauen
2013	Partnerschaft mit Elekonta Marek

Quelle: Unternehmen

Regionen und Märkte

Der bei weitem wichtigste Absatzmarkt für die Produkte der Schweizer Electronic AG ist Deutschland. In 2012 erzielte das Unternehmen hier rund 61% des Gesamtumsatzes. Auf die übrigen europäischen Länder entfällt ein Umsatzanteil von 28%. Dies unterstreicht die hohe Bedeutung der Kundennähe bei Produktionsserien in kleinen und mittleren Losgrößen. Durch die Kooperation mit Meiko und den damit verbundenen Zugang zum Massenmarkt dürfte der Region Asien in Zukunft eine größere Bedeutung zukommen.

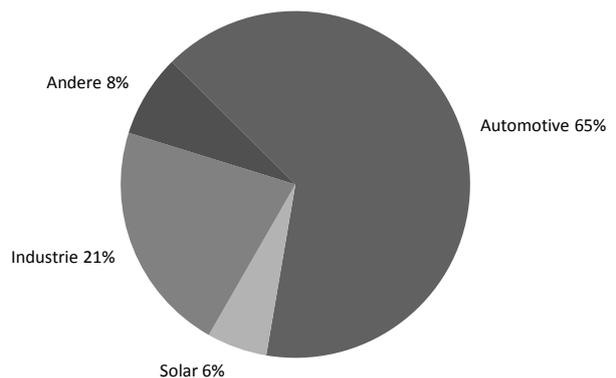
Regionale Umsatzverteilung 2012



Quelle: Unternehmen

Bei der **Betrachtung nach Kundensegmenten** machte das Automobilgeschäft in 2012 den größten Umsatzanteil aus (65%), gefolgt vom Geschäft mit Leiterplatten für Industrieelektronikanwendungen (21%). Das Solargeschäft ist in Folge der allgemein schwachen Marktentwicklung deutlich zurückgegangen und steht nur noch für rund 6% der Umsätze.

Umsatzanteile nach Kundensegmenten 2012



Quelle: Unternehmen

Produkte

Die Schweizer Electronic AG entwickelt und produziert Leiterplatten für verschiedenste Anwendungen. Das Unternehmen deckt mit seinem Leistungsspektrum die gesamte Wertschöpfungskette, vom Layout-Design über das Prototyping bis hin zur Serienfertigung, ab. Dabei verfügt Schweizer über ein besonders hohes Know-how in den Anwendungsgebieten **Leistungselektronik, Embedding und Systemkostenreduktion**.

Bei der Leistungselektronik werden verschiedene Produkte für Hochstromanwendungen entwickelt. Beim Embedding liegt der Fokus auf der Reduzierung der Größe der Leiterplatten bei gleichzeitiger Ausweitung ihrer Funktionalität, während der Fokus bei der Systemkostenreduktion v.a. auf Kosteneinsparungen des Endproduktes des Kunden durch innovative Leiterplatten von Schweizer gelegt wurde. Nachfolgend werden einige **Produktbeispiele** und **Leiterplattentechnologien** skizziert:

Mit dem Schweizer **I2 Board TM** lassen sich bspw. aktive und passive Bauelemente in das Innere der Leiterplatte integrieren. Durch das **FR4 Flex Board** lassen sich dagegen dreidimensionale Leiterplatten durch Tiefenfräsen des Biegebereichs realisieren und Kosten für Steckverbinder und Kabel einsparen. Diese Komponenten werden z.B. im Rahmen der Motor- und Getriebesteuerung, ABS oder ESP im Automobil verwendet. Bei Photovoltaikanlagen helfen sie dabei, Gleichstrom über Wechselrichter in netzüblichen Wechselstrom umzuwandeln. Darüber hinaus finden die Leiterplatten der Gesellschaft in Rasierapparaten, Bohrern und Mobiltelefonen Anwendung. Die angesprochenen Produkte lassen sich auf folgende Technologien zurückführen.

Einfache Leiterplatten:

Die einfachste Form der Leiterplatten sind einseitige Leiterplatten. Diese besitzen nur an einer Seite eine leitende Schicht. Bei der zweiseitigen Leiterplatte besitzen beide Seiten eine leitende Schicht. Man unterscheidet zwischen durchkontaktierten (DK) und nicht durchkontaktierten (NDK) Leiterplatten. Durchkontaktierte Leiterplatten besitzen leitende Bohrungswände, die zur vertikalen Wärmeleitung oder zur elektrischen Kontaktierung verwendet werden.



Quelle: Schweizer Electronic

Multilayer

Multilayer-Leiterplatten bestehen aus mehreren Schichten (bis zu 16), die teilweise sehr dünn sind und industriell gepresst werden. Dadurch können deutlich komplexere Schaltungen realisiert werden.

HDI-Schaltungen

Die High-Density-Interconnect-Leiterplatte ist eine sehr kompakte Leiterplatte, deren Herstellungsprozess hochkomplex ist. Diese Technologie wird z.B. im Mobilfunk-Bereich eingesetzt.

Erfahrenes Management

Dr. Marc Schweizer ist seit 2007 Vorstandsvorsitzender der Schweizer Electronic AG und verantwortlich für die Bereiche Human Resources, Sales & Marketing sowie Technology R&D. Der promovierte Dipl.-Ing. wurde 2005 in den Vorstand berufen, nachdem er zuvor in führenden Positionen bei verschiedenen europäischen Unternehmen tätig war (z.B. WM Aero Charter GmbH, Dassault Falcon Service).

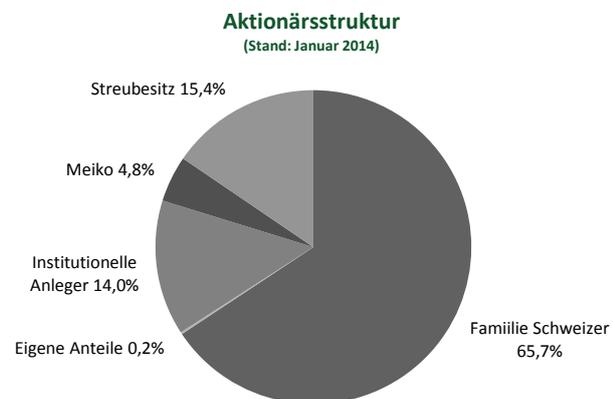
Bernd Schweizer ist Dipl.-Wirtsch.-Ing. und seit 1. April 2008 Mitglied des Vorstandes. Er verantwortet die Bereiche Production, Supply Chain und Quality Control. Zuvor war er als Projektleiter mit den Schwerpunkten Fabrik-, Produktions- und Logistikplanung für die Ingenics AG tätig.

Marc Bunz ist seit April 2010 Vorstandsmitglied bei Schweizer Electronic und verantwortlich für die Bereiche Finance & Controlling, Information Systems, Purchasing und Investor Relations. Zuvor war der Dipl.-Kfm. in geschäftsführender Position u.a. bei Ericsson Networks GmbH und der CST GmbH beschäftigt. Seit November 2008 ist Herr Bunz für Schweizer Electronic tätig und war bis zur Berufung in den Vorstand Director Finance & Controlling.

Nicolas-Fabian Schweizer ist seit dem 01.04.2011 Mitglied des Vorstandes. Er verantwortet die Bereiche Personal und Recht.

Aktionärsstruktur

Das Grundkapital der Schweizer Electronic AG ist insgesamt in 3.780.000 nennwertlose Stückaktien eingeteilt. Die Familie Schweizer besitzt als Mehrheitsaktionär 65,7% der Anteile. Das Unternehmen hält zudem 0,2% Eigene Aktien. Die japanische Meiko Electronics, mit der im September 2010 eine Überkreuzbeteiligung eingegangen wurde, ist mit 4,8% beteiligt. Der Streubesitz beträgt etwa 15,4%.



Quelle: Unternehmen

ANHANG

G&V (in Mio. Euro) Schweizer Electronic AG	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Umsatz	105,4	100,2	101,2	106,5	116,2
Bestandsveränderungen	-2,0	-1,7	4,5	0,8	1,4
Aktiviert Eigenleistungen	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1
Gesamtleistung	103,4	98,5	105,7	107,4	117,7
Materialaufwand	47,9	45,8	45,5	46,1	54,4
Rohertrag	55,6	52,7	60,2	61,3	63,3
Personalaufwendungen	34,1	33,9	35,4	36,3	37,5
Sonstige betriebliche Aufwendungen	12,0	10,9	12,4	12,2	12,4
Sonstige betriebliche Erträge	3,8	2,1	1,9	2,2	2,3
EBITDA	13,2	10,0	14,4	15,0	15,7
Abschreibungen auf Sachanlagen	4,8	4,6	4,4	4,4	4,3
EBITA	8,4	5,4	10,0	10,6	11,4
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,1	0,2	0,3	0,2	0,2
EBIT	8,3	5,2	9,8	10,4	11,2
Finanzergebnis	-1,0	-3,6	-0,2	-0,4	-0,2
EBT	7,2	1,6	9,5	10,0	10,9
EE-Steuern	0,8	0,9	2,7	3,0	3,3
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	6,5	0,7	6,8	7,0	7,7
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss	6,5	0,7	6,8	7,0	7,7

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

G&V (in % vom Umsatz) Schweizer Electronic AG	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Umsatz	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Bestandsveränderungen	-1,93%	-1,69%	4,40%	0,73%	1,20%
Aktiviert Eigenleistungen	0,08%	0,03%	0,05%	0,10%	0,10%
Gesamtleistung	98,2%	98,3%	104,5%	100,8%	101,3%
Materialaufwand	45,4%	45,7%	45,0%	43,3%	46,8%
Rohertrag	52,7%	52,6%	59,5%	57,5%	54,5%
Personalaufwendungen	32,4%	33,8%	35,0%	34,1%	32,3%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	11,4%	10,9%	12,2%	11,5%	10,7%
Sonstige betriebliche Erträge	3,6%	2,1%	1,9%	2,1%	2,0%
EBITDA	12,6%	10,0%	14,2%	14,1%	13,5%
Abschreibungen auf Sachanlagen	4,6%	4,6%	4,3%	4,1%	3,7%
EBITA	8,0%	5,3%	9,9%	10,0%	9,8%
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,1%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
EBIT	7,9%	5,2%	9,6%	9,8%	9,6%
Finanzergebnis	-1,0%	-3,5%	-0,2%	-0,4%	-0,2%
EBT	6,9%	1,6%	9,4%	9,4%	9,4%
EE-Steuern	0,7%	0,9%	2,7%	2,8%	2,8%
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	6,1%	0,7%	6,8%	6,6%	6,6%
Anteile Dritter	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Jahresüberschuss	6,1%	0,7%	6,8%	6,6%	6,6%

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

Bilanz (in Mio. Euro) Schweizer Electronic AG	2011	2012	2013e	2014e	2015e
AKTIVA					
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,2	0,9	0,7	0,6	0,5
Sachanlagen	31,7	29,4	27,3	25,8	24,8
Finanzanlagen	4,7	6,3	9,6	12,2	13,4
Anlagevermögen	36,6	36,5	37,6	38,6	38,7
Vorräte	12,1	9,9	14,3	15,1	16,5
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	12,1	12,9	14,4	14,0	14,0
Liquide Mittel	10,2	11,6	11,1	14,9	18,5
Sonstige Vermögensgegenstände	0,1	0,8	1,1	3,2	5,8
Umlaufvermögen	34,5	35,1	40,9	47,2	54,7
Bilanzsumme	71,2	71,7	78,5	85,8	93,5
PASSIVA					
Eigenkapital	42,0	40,9	46,2	51,2	56,7
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rückstellungen	14,2	11,4	13,0	13,5	13,9
Zinstragende Verbindlichkeiten	6,2	9,8	7,6	8,9	9,5
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	3,3	3,5	5,0	5,5	6,7
Sonstige Verbindlichkeiten	5,5	6,1	6,7	6,7	6,7
Verbindlichkeiten	29,2	30,7	32,3	34,6	36,7
Bilanzsumme	71,2	71,7	78,5	85,8	93,5

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

Bilanz (in % der Bilanzsumme) Schweizer Electronic AG	2011	2012	2013e	2014e	2015e
AKTIVA					
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,3%	1,3%	0,9%	0,7%	0,5%
Sachanlagen	44,6%	40,9%	34,8%	30,1%	26,6%
Finanzanlagen	6,5%	8,7%	12,2%	14,2%	14,3%
Anlagevermögen	51,4%	50,9%	47,9%	45,0%	41,4%
Vorräte	17,0%	13,8%	18,3%	17,6%	17,7%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	17,1%	18,0%	18,3%	16,3%	15,0%
Liquide Mittel	14,3%	16,1%	14,1%	17,4%	19,8%
Sonstige Vermögensgegenstände	0,1%	1,1%	1,3%	3,7%	6,2%
Umlaufvermögen	48,5%	49,0%	52,1%	55,0%	58,6%
Bilanzsumme	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
PASSIVA					
Eigenkapital	59,0%	57,1%	58,8%	59,6%	60,7%
Anteile Dritter	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Rückstellungen	19,9%	15,9%	16,6%	15,8%	14,8%
Zinstragende Verbindlichkeiten	8,7%	13,6%	9,7%	10,4%	10,2%
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	7,7%	8,5%	8,5%	7,8%	7,1%
Sonstige Verbindlichkeiten	41,0%	42,9%	41,1%	40,3%	39,3%
Verbindlichkeiten	41,0%	42,9%	41,1%	40,3%	39,3%
Bilanzsumme	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

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

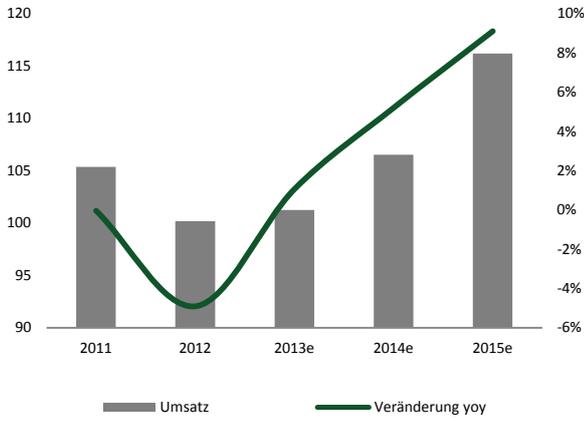
Kapitalflussrechnung (in Mio. Euro) Schweizer Electronic AG	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	6,5	0,7	6,8	7,0	7,7
Abschreibung Anlagevermögen	4,8	4,6	4,4	4,4	4,3
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,1	0,2	0,3	0,2	0,2
Veränderung langfristige Rückstellungen	-0,1	-2,6	1,6	0,5	0,4
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	0,1	3,1	0,6	0,0	0,0
Cash Flow	11,4	6,0	13,6	12,1	12,5
Veränderung Working Capital	-0,2	1,3	-4,5	0,2	-0,3
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	11,2	7,2	9,2	12,4	12,2
CAPEX	-4,7	-3,1	-2,4	-3,0	-3,4
Sonstiges	0,0	-4,4	-3,1	-4,7	-3,8
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	-4,7	-7,5	-5,5	-7,7	-7,2
Dividendenzahlung	-1,6	-1,8	-2,1	-2,1	-2,1
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-5,5	3,6	-2,2	1,3	0,6
Sonstiges	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	-7,1	1,7	-4,2	-0,8	-1,5
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung liquide Mittel	-0,6	1,4	-0,5	3,9	3,5
Endbestand liquide Mittel	10,2	11,6	11,1	14,9	18,5

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

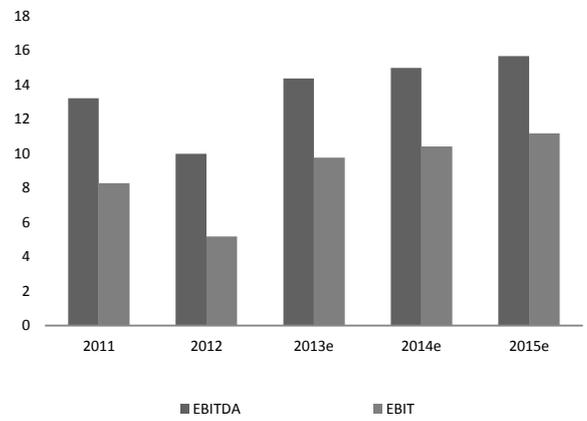
Kennzahlen Schweizer Electronic AG	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Ertragsmargen					
Rohermargen (%)	52,7%	52,6%	59,5%	57,5%	54,5%
EBITDA-Marge (%)	12,6%	10,0%	14,2%	14,1%	13,5%
EBIT-Marge (%)	7,9%	5,2%	9,6%	9,8%	9,6%
EBT-Marge (%)	6,9%	1,6%	9,4%	9,4%	9,4%
Netto-Umsatzrendite (%)	6,1%	0,7%	6,8%	6,6%	6,6%
Kapitalverzinsung					
ROCE (%)	18,5%	11,4%	20,4%	20,4%	20,8%
ROE (%)	17,5%	1,7%	16,7%	15,3%	15,0%
ROA (%)	9,1%	1,0%	8,7%	8,2%	8,2%
Solvenz					
Net Debt zum Jahresende (Mio. Euro)	3,0	5,1	3,5	1,2	-1,6
Net Debt / EBITDA	0,2	0,5	0,2	0,1	-0,1
Net Gearing (Net Debt/EK)	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0
Kapitalfluss					
Free Cash Flow (Mio. EUR)	6,4	4,1	6,8	9,3	8,8
Capex / Umsatz (%)	5%	8%	5%	7%	6%
Working Capital / Umsatz (%)	19%	20%	21%	23%	23%
Bewertung					
EV/Umsatz	0,8	0,9	0,8	0,8	0,7
EV/EBITDA	6,5	8,5	5,9	5,7	5,4
EV/EBIT	10,3	16,5	8,7	8,2	7,6
EV/FCF	13,2	20,6	12,5	9,1	9,7
KGV	12,5	118,3	11,8	11,5	10,5
P/B	1,9	2,0	1,7	1,6	1,4
Dividendenrendite	2,2%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%

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

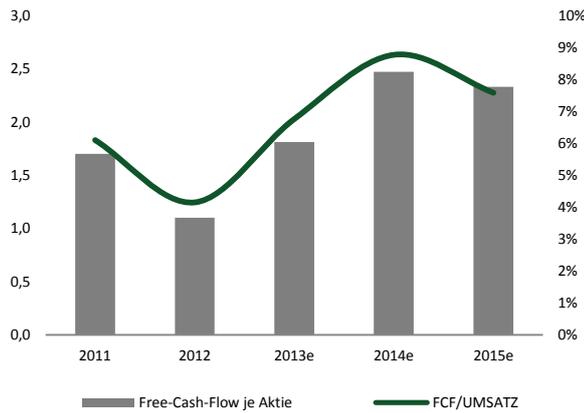
Umsatzentwicklung



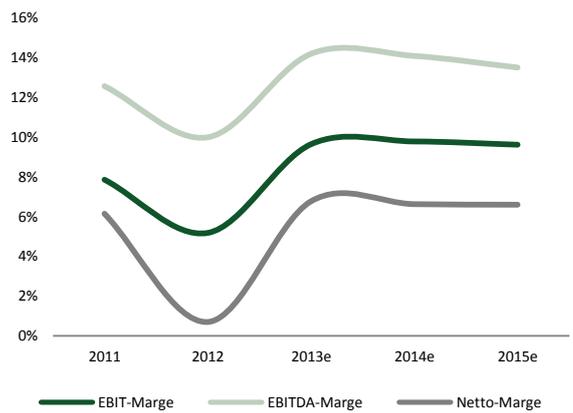
Ergebnisentwicklung



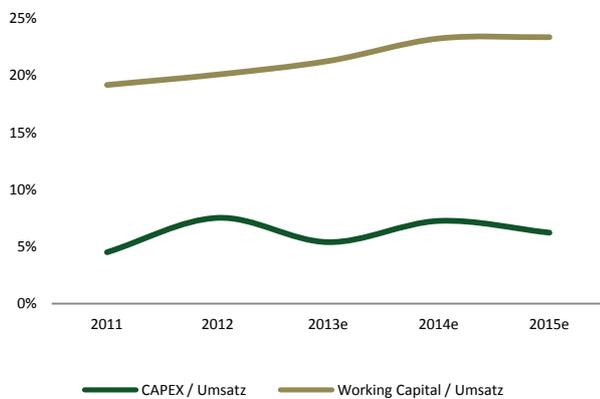
Free-Cash-Flow Entwicklung



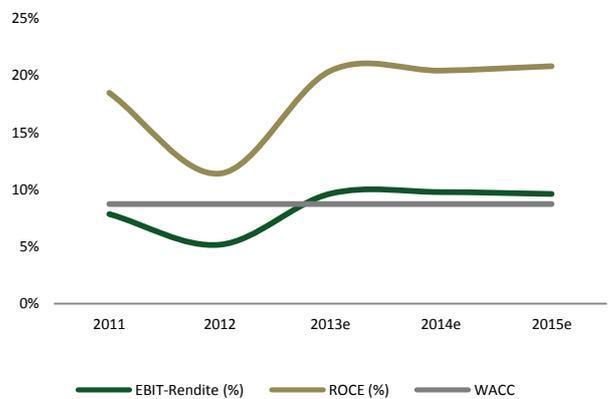
Margenentwicklung



Investitionen



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 berechtigte 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 weiter-geleitet 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: 31.01.2014):

Montega AG hat mit diesem Unternehmen eine Vereinbarung über die Erstellung einer Finanzanalyse getroffen. Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht und danach geändert.

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Finanzanalyse angegeben werden, sind Schlusskurse des in der Analyse angegebenen Datums (bzw. des Vortags), soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird.

Erklärung gemäß § 34b WpHG und FinAnV über zusätzliche Angaben (Stand: 31.01.2014):

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
Lurgallee 12

60439 Frankfurt

Kurs- und Empfehlungs-Historie

Empfehlung	Datum	Kurs	Kursziel	Potenzial
Kaufen (Ersteinschätzung)	23.11.2010	23,30	29,55	+27%
Kaufen	06.12.2010	24,20	29,00	+20%
Kaufen	07.02.2011	21,60	30,30	+40%
Kaufen	21.03.2011	19,37	30,30	+56%
Kaufen	03.05.2011	22,05	30,30	+37%
Kaufen	06.07.2011	20,20	30,30	+50%
Kaufen	26.08.2011	17,00	28,30	+66%
Kaufen	11.11.2011	15,99	27,00	+69%
Kaufen	10.02.2012	14,98	22,00	+47%
Kaufen	02.05.2012	13,50	21,00	+56%
Kaufen	05.07.2012	11,80	17,50	+48%
Kaufen	24.08.2012	14,20	16,40	+16%
Kaufen	09.11.2012	15,50	17,00	+10%
Halten	05.02.2013	16,80	16,40	-2%
Kaufen	29.04.2013	13,80	15,50	+12%
Kaufen	15.08.2013	13,80	18,00	+30%
Kaufen	22.10.2013	17,31	21,00	+21%
Kaufen	31.01.2014	21,30	28,00	+31%