

Empfehlung: **KAUFEN** (Vorl. Ergebnis 2009) Risiko: **MITTEL** (Mittel) Kursziel: **60,00 EUR** (60,00 EUR)

8 Februar 2010

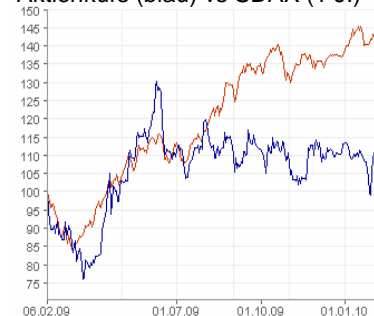
2009er Ergebnisse sehr solide

Bewertungsniveau immer noch zu niedrig

Erwartete EBIT-Marge bei 7,8%

- Die Gesellschaft veröffentlichte vorläufige Zahlen zum abgelaufenen Geschäftsjahr:** Die Umsätze fielen um 3,5% auf 270,9 Mio. EUR. Wir schätzen, dass das EBITDA um ca. 3% auf 27 Mio. EUR und das EBIT auf 21 Mio. EUR (-3,9%) gefallen ist. Die EBITDA-Marge sollte sich von 8,3% auf 10% erhöht haben; die EBIT-Marge schätzen wir unverändert auf 7,8%. Die geringe Nachfrage nach Industrieprodukten führte im Segment „Komponenten“ zu Umsatzeinbußen. Auch das Geschäftsfeld „Bremsysteme“ (Segment: „Stationäre Verkehrstechnik“) war rückläufig, da der Ausbau der Hafenskapazitäten von der Wirtschaftskrise stark betroffen war. Die Umsätze im Geschäftsfeld „Infrastrukturtechnik“ blieben im Vergleich zu 2008 nahezu unverändert. Das Segment „Mobile Verkehrstechnik“ konnte den Umsatz aufgrund positiver Entwicklungen bei Türsystemen für Schienenfahrzeuge steigern. Der Auftragseingang betrug im Jahre 2009 251,6 Mio. EUR nach 281,2 Mio. EUR in 2008. Der Auftragsbestand lag bei 164,3 Mio. EUR (2008: 181,6 Mio. EUR).
- Der Auftragseingang hat im 4. Quartal an Dynamik zugenommen:** Mit 58,2 Mio. EUR (4Q 2008: 57,1 Mio. EUR) wurde zum ersten Mal im Berichtsjahr wieder ein Zuwachs gegenüber der Vorjahresperiode erzielt. Das Wachstum wurde vorwiegend im Bereich „Infrastrukturtechnik“ erzielt.
- Solider Ausblick für 2010:** Das Management geht von einem unverändertem Umsatzniveau aus, während die EBITDA-Marge auf 9,1% und die EBIT-Marge auf 6,5% fallen sollten. Der Auftragseingang wird auf 275 Mio. EUR und der Auftragsbestand auf 170 Mio. EUR geschätzt.
- Wir bestätigen unsere KAUFEN-Empfehlung.** Das Kursziel bleibt weiterhin 60 EUR pro Aktie.

Aktienkurs (blau) vs SDAX (1 J.)



Source: CBS Research AG, fairresearch

Veränderung	2009P		2010E		2011E	
	neu	alt	neu	alt	neu	alt
Umsatz	270,5	273,0	257,4	275,4	265,3	285,1
EBITDA	27,0	27,0	25,5	25,3	28,3	26,5
EpA	6,54	5,67	5,61	5,08	6,68	5,35

Internet: www.schaltbau.de
WKN: 717030
Reuters: SLTG.DE

Sector: Maschinenbau
ISIN: DE0007170300
Bloomberg: SLT:GR

Share data:

Share Price (Quote: 11:17):	EUR 36,75
Shares outstanding (mill.):	1.87
Market capitalisation:	EUR 68,8 Mio.
Enterprise Value (EV):	EUR 107,7 Mio.
Ø daily trading volume (no. of shares):	4.170

Performance data:

High 52 weeks:	EUR 45,00
Low 52 weeks:	EUR 25,01
Absolute performance: (12 months)	9,1%
Relative performance (SDax):	
1 month	-1,6%
3 months	-1,0%
6 months	-19,9%
12 months	-30,1%

Shareholders:

Familie Dr. Cammann :	11,81%
Familie Zimmermann :	10,09%
Golden Peaks Capital:	9,51%
IFOS International Fonds Service:	3,52%
Streubesitz:	65,07%

Financial calendar:

Jahreszahlen 2009:	21. April 2010
--------------------	----------------

Author: Heinz Steffen (fairesearch), Analyst

Close Brothers Seydler Research AG
Phone: +49 (0)69 - 977 84 56 0
E-Mail: research@cbseydlerresearch.ag

Institutional Sales:

Close Brothers Seydler Bank AG
Germany: Raimar Bock
Phone: +49 (0)69 - 920 54 115
Benelux: Olaf Coerper
Phone: +49 (0)69 - 920 54 110
France: Bruno de Lencquesaing
Phone: +49 (0)69 - 920 54 116

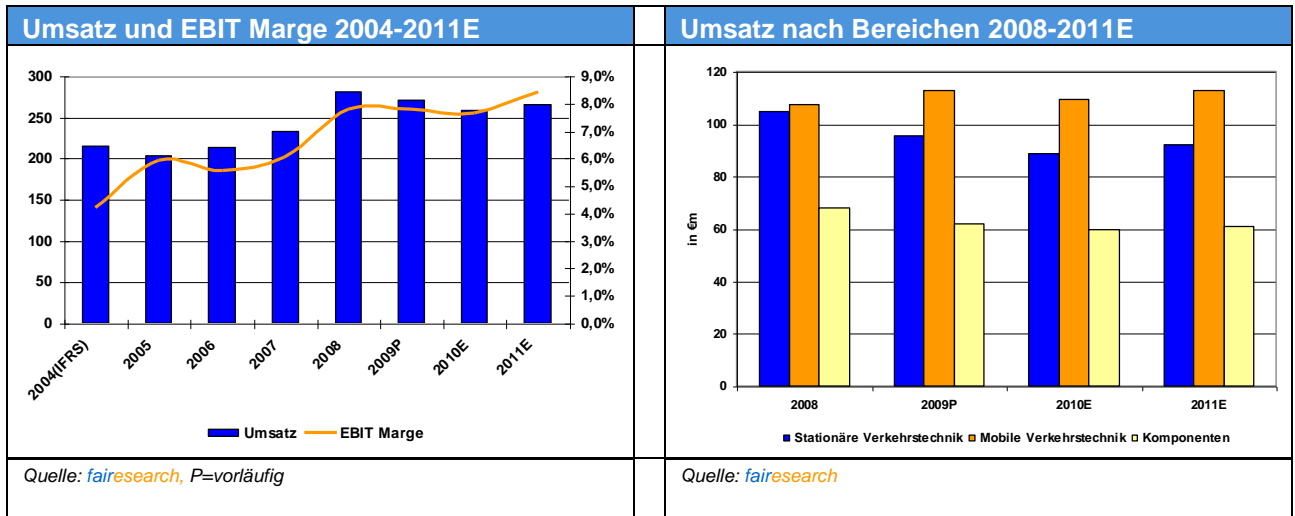
Close Brothers Seydler UK
United Kingdom: Rob Roscoe
Phone: +44 20 3100 0281
www.cbseydlerresearch.ag

Kennzahlen

GS-Jahr 31.12., in €Mio.	2007	2008	2009P	2010E	2011E
Umsatz	232,1	280,2	270,5	257,4	265,3
EBITDA	19,4	27,8	27,0	25,5	28,3
EBIT	14,1	21,9	21,0	19,7	22,3
Nettoergebnis	7,2	11,8	13,4	11,5	13,7
EpA	3,85	5,94	6,54	5,61	6,68
EBITDA Marge	8,3%	9,9%	10,0%	9,9%	10,7%
EBIT Marge	6,1%	7,8%	7,8%	7,7%	8,4%
EV/EBITDA	6,2	4,6	4,5	4,1	3,5
EV/EBIT	8,6	5,9	5,8	5,3	4,5
KGV	9,3	6,9	6,3	6,6	5,5

Quelle: fairresearch, CBS Research AG, Unternehmensangaben

Zusammenfassung



Die Gesellschaft veröffentlichte vorläufige Zahlen zum abgelaufenen Geschäftsjahr: Die Umsätze fielen um 3,5% auf 270,9 Mio. EUR. Wir schätzen, dass das EBITDA um ca. 3% auf 27 Mio. EUR und das EBIT auf 21 Mio. EUR (-3,9%) gefallen ist. Die EBITDA-Marge sollte sich von 8.3% auf 10% erhöht haben; die EBIT-Marge schätzen wir unverändert auf 7,8%. Das Nachsteuerergebnis stieg um 2,3% auf 13,4 Mio. EUR (2008: 13,1 Mio. EUR), einschließlich außerordentlicher Erträge aus dem Verkauf einer Geschäftseinheit in China (ca. 0,8 Mio. EUR). Schaltbau verkaufte diesen Minderheitsanteil, da es mit dem lokalen Management unterschiedliche Auffassung zur weiteren strategischen Entwicklung gab. Die Gesellschaft sucht nun andere Partner, um das Infrastrukturgeschäft in China voranzubringen.



Die aktuelle Kursentwicklung ist schwierig nachzuvollziehen: Schaltbau berichtete gute Zahlen sowie einen realistischen Ausblick für 2010. Daher sollte alles Negative bereits im Kurs enthalten sein. Nach einer Erholung im ersten Halbjahr 2009 bewegte sich die Aktie im weiteren Verlauf des Jahres seitwärts. Wir

vermuten, dass institutionelle Investoren bei bestimmten Kursen „over the counter“ (OTC) verkauften. Daher war es schwierig, den Markt zu outperformen.

Auf Basis von KGV-Multiplikatoren ist die Aktie noch immer unterbewertet. Laut Konsensus-Schätzungen liegt der GpA bei 5,26 EUR (2010) und 6,00 EUR für 2011. Das KGV für 2011 beträgt somit lediglich 6. Unsere KAUFEN-Empfehlung sowie das Kursziel von 60 EUR bleiben unverändert.

Solider Ausblick für 2010

Das schwierige wirtschaftliche Umfeld wird im laufenden Geschäftsjahr fortbestehen. Daher geht der Vorstand von einem unveränderten Umsatzniveau (270 Mio. EUR) aus. Der Auftragseingang wird auf 275 Mio. EUR und der Auftragsbestand auf 170 Mio. EUR geschätzt. Die EBITDA-Marge sollte auf 9,1% und die EBIT-Marge auf 6,5% fallen, bedingt durch höhere Personalkosten. Laut Management werden die Personalkosten um 3,5 Mio. EUR im laufenden Jahr steigen.

Vorläufiges Ergebnis viertes Quartal 09

Gewinn- und Verlustrechnung im vierten Quartal 2006-2009P

in €Mio.	Q4'06	Q4'07	Q4'08	Q4'09P	% +/-
Umsatz	54,3	64,8	68,8	65,1	-5,4%
Mobile Verkehrstechnik	36,7	33,7	27,3	30,5	11,8%
Stationäre Verkehrstechnik	17,5	31,0	25,0	23,5	-6,3%
Komponenten			16,5	11,1	
Bestandsveränderungen	1,5	2,3	-1,6	5,2	
Sonstige aktivierte Eigenleistungen	0,5	0,2	0,3	0,4	27,3%
Gesamtleistung	56,2	67,3	67,5	70,7	4,8%
Materialaufwand	29,3	37,7	37,0	40,8	10,2%
Personalaufwand	17,6	19,1	19,7	16,2	-17,9%
Abschreibungen	1,3	1,4	1,7	1,5	-10,4%
Sonstige betriebliche Erträge	1,6	1,9	3,2	1,3	-58,8%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	6,0	6,9	8,5	7,7	-9,0%
Summe Kosten	52,5	63,1	63,8	65,0	1,8%
EBITDA	5,0	5,6	5,4	7,3	34,6%
EBITDA Marge	9,3%	8,6%	7,8%	11,2%	
EBITA	3,8	4,2	3,7	5,7	55,5%
EBITA Marge	6,9%	6,5%	5,3%	8,8%	
Amortisation	0,0	0,0	0,0	0,0	
EBIT	3,8	4,2	3,7	5,7	55,5%
EBIT-Marge	6,9%	6,5%	5,3%	8,8%	
Ergebnis aus At-Equity Bewertungen	0,7	0,2	-0,9	0,1	-109,5%
Sonstiges Beteiligungsergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	
Sonstiges Finanzergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	
Summe Beteiligungsergebnis	0,7	0,2	-0,9	0,1	-109,6%
Zinserträge	0,0	0,1	0,1	0,8	
Zinsaufwendungen	-1,4	-1,8	-1,6	-0,7	-55,5%
Zinsergebnis	-1,4	-1,7	-1,6	0,0	-102,8%
Ergebnis vor Steuern	3,1	2,7	1,2	5,85	395,8%
Steuern	1,4	0,7	0,7	2,4	218,6%
Steuerquote	44,4%	26,2%	63,2%	40,6%	
Nettoergebnis	1,72	1,97	0,43	3,47	700,4%
Minderheiten	-0,1	-0,1	-0,3	0,3	-222,3%
Nettoergebnis n. Anteilen Dritter	1,58	1,89	0,15	4,57	
Ergebnis je Aktie	0,84	1,01	0,07	2,23	

Quelle: fairresearch

Haftungserklärung (Disclaimer) und Angaben gemäß § 34b Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) sowie entsprechend den Bestimmungen der Finanzanalyseverordnung (FinAnV)

Diese Studie wurde unabhängig von der analysierten Gesellschaft von Close Brothers Seydler Research AG und/oder Kooperationspartnern sowie dem/den auf der Titelseite genannten Analysten (nachstehend einzeln oder gemeinsam als „Verfasser“ bezeichnet) verfasst. Weder Close Brothers Seydler Research AG, noch Close Brothers Seydler Bank AG oder Kooperationspartner, die Gesellschaft oder ihre Gesellschafter haben die in dieser Studie enthaltenen Informationen unabhängig geprüft.

§ 34b WpHG setzt gemeinsam mit den Bestimmungen der FinAnV eine Sicherheitsanalyse voraus, die mögliche Interessenskonflikte mit der Gesellschaft, die Gegenstand der Finanzanalyse ist, aufzeigt.

Close Brothers Seydler Research AG ist eine Tochtergesellschaft im Mehrheitsbesitz von Close Brothers Seydler Bank AG (nachstehend „CBS“). Close Brothers Seydler Research AG fertigt sein Research und seine Analysen jedoch unabhängig von CBS an. CBS bietet ein umfangreiches Serviceangebot an, das über Investment Banking und Liquiditätsbeschaffung (Designated Sponsoring) hinausgeht. CBS kann mit der analysierten Gesellschaft die folgenden Beziehungen haben (weitere Informationen und Angaben können auf Anfrage zur Verfügung gestellt werden):

- a. CBS hält eine Beteiligung von mehr als 5% am Grundkapital der analysierten Gesellschaft.
- b. CBS war an der Führung eines Konsortiums (Lead oder Co-Lead) beteiligt, welches als Selling Agent für die Emission von Finanzinstrumenten fungierte, die selbst oder deren Emittent innerhalb der letzten 12 Monate Gegenstand dieser Studie sind.
- c. CBS hat innerhalb der letzten 12 Monate Investment Banking- oder Beratungsleistungen für das analysierte Unternehmen erbracht, für die eine Vergütung zu entrichten war oder getätigt wurde.
- d. CBS fungiert als Designated Sponsor für die Wertpapiere der Gesellschaft, geregelt durch einen bestehenden Designated Sponsorship Vertrag. Diese Dienstleistung enthält auch das Stellen von Geld und Briefkursen. Auf Grundlage des Designated Sponsoring Vertrages kann CBS regelmäßig Anteile an der Gesellschaft halten und eine Vergütung oder Honorar für seine Dienstleistungen vereinnahmen.
- e. Der Designated Sponsoring Vertrag beinhaltet ein vertraglich vereinbartes Honorar für Research-Dienstleistungen.
- f. Das Unternehmen, das Gegenstand der Analyse ist, hat sich mit CBSR auf einen Research-Dienstleistungsvertrag geeinigt. CBSR erhält im Gegenzug eine Kompensation.
- g. CBS hat bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen.

Folgende Interessenskonflikte waren zum Zeitpunkt der Veröffentlichung dieser Studie gegeben: d, f

CBS und/oder seine Mitarbeiter oder Kunden dürfen hinsichtlich der in dieser Finanzanalyse angegebenen Wertpapiere oder entsprechenden Finanzinstrumenten Positionen eingehen sowie Käufe und/oder Verkäufe als Auftraggeber oder Vermittler durchführen. CBS ist es gestattet, für das analysierte Unternehmen Investment Banking-, Beratungs- und/oder andere Dienstleistungen zu erbringen und/oder führende Positionen bei den analysierten Gesellschaften einzunehmen. Die Vergütung des Verfassers steht in keinem direkten oder indirekten Zusammenhang mit den in dieser Studie vertretenen Empfehlungen oder Meinungen.

Bewertungssystem:

Close Brothers Seydler Research AG verwendet ein Rating System für die Bewertung von Aktien, das drei Bewertungsstufen beinhaltet. Die Ratings beziehen sich auf einen Investitionszeitraum von bis zu 6 Monaten:

KAUFEN: Wir erwarten eine absolute Performance des Aktienkurses von mindestens +10%.

HALTEN: Wir erwarten eine absolute Performance des Aktienkurses zwischen 0% und +10%.

VERKAUFEN: Wir erwarten eine absolute Performance des Aktienkurses von unter 0%.

Bewertungshistorie der vergangenen 12 Monate für die in dieser Studie analysierte Gesellschaft:

Datum	Empfehlung	Aktienkurs zum Zeitpunkt der Analyse	Kursziel
23. Februar 2009	Kaufen	29,50 EUR	60,00 EUR
11. März 2009	Kaufen	29,90 EUR	60,00 EUR
6. Mai 2009	Kaufen	34,75 EUR	60,00 EUR
23. Juli 2009	Kaufen	37,51 EUR	60,00 EUR

3. November 2009	Kaufen	37,00 EUR	60,00 EUR
19. November 2009	Kaufen	35,53 EUR	60,00 EUR
8. Februar 2010	Kaufen	36,75 EUR	60,00 EUR

Risikoskalierung:

Close Brothers Seydler Research AG verwendet ein Rating System für die Bewertung von Risiken, das drei Bewertungsstufen beinhaltet. Die Ratings beziehen sich auf einen Investitionszeitraum von bis zu 6 Monaten:

GERING: Volatilität wird niedriger als beim Vergleichsindex erwartet

MITTEL: Volatilität wird konform zum Vergleichsindex erwartet

HOCH: Volatilität wird höher als beim Vergleichsindex erwartet

Die folgenden Bewertungsmethoden werden zur Bewertung von Unternehmen herangezogen: Multiplikatorenmodelle (KGV, Kurs/Cash Flow, Kurs/Buchwert, Unternehmenswert (EV)/Umsatz, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), Peer Group-Vergleiche, historische Bewertungsansätze, Diskontierungsmodelle (DCF, DDM), Liquidationswertansätze oder Bewertungsverfahren von Vermögenswerten. Die Bewertungsmodelle werden von makroökonomischen Größen wie Zinsen, Wechselkursen, Rohstoffpreisen und Konjunktüreinschätzungen beeinflusst. Zudem beeinflussen auch Marktstimmungen die Bewertung von Unternehmen. Die der Unternehmensbewertung zugrunde liegenden Zahlen aus der Gewinn- und Verlustrechnung, der Kapitalflussrechnung und Bilanz sind stichtagsbezogene Schätzungen und somit mit Risiken behaftet. Diese können sich jederzeit mit vorheriger Ankündigung ändern.

Die in dieser Studie enthaltenen Meinungen und Prognosen stammen ausschließlich von dem Verfasser der Studie. Die für die Erstellung der Studie herangezogenen wesentlichen Informationsquellen sind Veröffentlichungen in nationalen und internationalen Medien wie Informationsdiensten (u.a. Reuters, VWD, Bloomberg, DPA-AFX), Fachpresse (u.a. Börsenzeitung, Handelsblatt, Frankfurter Allgemeine Zeitung, Financial Times), Fachpublikationen, veröffentlichte Statistiken, Ratingagenturen sowie Veröffentlichungen der analysierten Emittenten. Zudem fanden im Vorfeld der Unternehmensstudie Gespräche mit der Geschäftsleitung statt. Teile der Studie wurden dem Emittenten möglicherweise vor der Veröffentlichung ausgehändigt. Danach wurden keine wesentlichen Änderungen mehr vorgenommen. Die in dieser Studie enthaltenen Informationen basieren auf Daten, die für zuverlässig gehalten werden. Der Verfasser kann jedoch die Richtigkeit und Vollständigkeit der Daten nicht gewährleisten. Die hier enthaltenen Meinungen und Schätzungen wurden nach derzeit bestem Wissen vorgenommen und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Mögliche Fehler oder Unvollständigkeiten der Informationen begründen keine Gewährleistungsansprüche, weder in Bezug auf indirekte oder direkte Schäden noch auf Folgeschäden. Die Darstellung der analysierten Gesellschaft spiegelt die persönliche Meinung des Verfassers wieder. Alle Mitarbeiter der Gesellschaft des Verfassers, die an der Erstellung der Studie oder der Finanzanalyse beteiligt waren, unterliegen hausinternen Compliance-Regelungen.

Die Studie dient Informationszwecken und sollte nicht als Empfehlung, Angebot oder Aufforderung verstanden werden, in dieser Studie genannte Wertpapiere zu kaufen oder zu verkaufen. Die historische Entwicklung ist nicht notwendigerweise ein Hinweis auf die zukünftige Wertentwicklung. Der Verfasser übernimmt keine Haftung für Verluste, die sich direkt oder als Folge aus der Nutzung von Informationen aus dieser Studie begründen. Die Studie ist vertraulich und wird nur an einen ausgewählten Empfängerkreis versandt. Die Studie wurde ausschließlich für professionelle Investoren erstellt und richtet sich nicht an Privatanleger. Daher sollte sie nicht an derartige Personenkreise weitergegeben werden. Weiterhin darf die Studie elektronisch verschickt werden, bevor sie in ausgedruckter Form zur Verfügung steht. Es ist ohne die vorherige schriftliche Erlaubnis des Verfassers nicht gestattet, die Studie für andere Investmentfirmen oder Einzelpersonen zu vervielfältigen (weder gesamt noch in Teilen). Der Verfasser ist weder in Großbritannien noch in einer Genehmigungsbehörde in den USA registriert.

Es wurde im Voraus nicht festgelegt, ob und in welchen Zeitabständen diese Studie aktualisiert wird. Falls nicht anders angegeben, beziehen sich die aktuellen Kurse auf Schlusskurse des vorherigen Handelstages. Die historische Entwicklung ist nicht notwendigerweise ein Hinweis auf die zukünftige Wertentwicklung. Der Verfasser behält sich das Recht vor, seine Meinung ohne vorherige Ankündigung zu ändern, d.h. die enthaltenen Meinungen spiegeln die Einschätzung des Verfassers zum Veröffentlichungstag dieser Studie wieder.

Diese Finanzanalyse wurde erstellt, um institutionelle Investoren zu informieren, damit diese ihre eigenen Investitionsentscheidungen treffen können. Sie wurde nicht erstellt, um einen spezifischen Investor hinsichtlich seiner Investitionen zu beraten. Durch die Annahme dieser Studie bestätigt der Empfänger die Verbindlichkeit der vorstehenden Beschränkungen. Die Studie unterliegt dem Recht der Bundesrepublik Deutschland. Der Gerichtsstand für etwaige Streitigkeiten ist Frankfurt am Main (Deutschland).

Dieses Dokument ist lediglich Investoren in den US angedient, die (i) „maßgebliche institutionelle Investoren“ (nach Regelung der SEC Rule 15a-6 sowie dem entsprechenden anwendbaren Interpretationen) und auch „qualifizierte institutionelle Käufer“ (QIBs) unter Anwendung der SEC Rule 144A veröffentlicht durch die Börsenaufsichtsbehörde

SEC entsprechend des Wertpapiergesetzes von 1933, novelliert als der („Securities Act“) oder (ii) Investoren, die nicht „US Personen“ unter Anwendung der Regulierung S nach dem „Securities Act“ und dazu gehörenden anwendbaren Interpretationen sind. Das Angebot oder der Verkauf bestimmter Wertpapiere an QIB’s kann nach Maßregelung der Regel 144A erfolgen. Solche Wertpapiere können auch unter Beabsichtigung der Umgehung von Regulierung S außerhalb der USA angeboten und verkaufte Wertpapiere darstellen. Dieses Dokument stellt in keiner Hinsicht ein Angebot oder eine Interessensbekundung zum Verkauf von sämtlichen Wertpapieren nach Regulierung S dar. Sämtliche dieser Wertpapiere können zu diesem Zeitpunkt nicht US-Personen angeboten oder verkauft werden sowie nur an US-Personen wiederverkauft werden, wenn diese Wertpapiere nach dem Wertpapiergesetz von 1933, wie novelliert, und anwendbaren staatlichen Wertpapiergesetzen registriert sind, oder eine Ausnahmeregelung von der Regulierung verfolgen.

Dieses Dokument ist zum Vertrieb lediglich an Personen im oder aus dem Vereinigten Königreich gerichtet, die autorisiert sind oder nach Maßgabe des „Financial Services and Markets Act 2000“ oder jeglichem dem zugrundeliegenden Auftrag des Vereinigten Königreichs ausgenommene Personen sind oder an professionelle Investoren nach Definition der Section 19 des „Financial Services and Markets Act (Financial Promotion)“ Order 2005 und darf weder direkt noch indirekt an einen anderen Kreis von Personen weitergeleitet werden.

Dieses Dokument ist in Kanada nur für Pensionsfonds, Mutual Funds, Banken, Asset Manager und Versicherungsgesellschaften bestimmt. Der Vertrieb dieses Dokuments unter anderen Gerichtsbarkeiten kann durch das Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz dieses Dokument gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Insbesondere darf dieses Dokument, weder direkt noch indirekt, nicht nach Japan oder an jegliche dort ansässige Personen versandt oder vertrieben werden.

Zuständige Aufsichtsbehörde:
Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)
Graurheindorferstraße 108
53117 Bonn
und
Lurgiallee 12
60439 Frankfurt



Schillerstraße 27 -29
60313 Frankfurt am Main
www.cbseydlerresearch.ag
Tel.: +49 - (0)69 - 97 78 45 60