

Kaufen**Kursziel:** 35,00 €

Kurs: 23,50 €

10.05.06

14:35 h

Letztes Rating/ Kursz.:
Kaufen / 25,00 €Letzte Analyse:
10.03.2006

S&P-Rating: n.a.

Maschinenbau

Anzahl Aktien:
1,9 Mio.Marktkapitalisierung:
46,2 Mio. €

Index: CDAX

Indexgewicht: 0,02 %

Beta: 1,20

Rechnungslegung:
IFRSKalender:
Q1 am 31.05.2006

Dividende 2006e: 0,15

ISIN: DE0007170300

Bloomberg: SLT GR

Reuters: SLTG.F

Falk ReimannDiplom-Volkswirt, CEFA
Investmentanalyst**Equity Research**Landesbank Baden-
Württemberg
Am Hauptbahnhof 2
70173 Stuttgartwww.LBBW.de**Schaltbau**

10.05.2006

Anlass: Analystenkonferenz

Auf dem richtigen Gleis

Das Unternehmen hat die Restrukturierungsphase erfolgreich hinter sich gebracht. Auf Grund des positiven Verlauf des ersten Quartals sowie der sich stabilisierenden Buskonjunktur erwarten wir für das laufende Jahr einen Gewinnanstieg über der Prognose des Managements. Ab 2007 sollte der Konzern von dem anlaufenden Programm zur Erneuerung der Bahnübergänge in den Neuen Bundesländern profitieren. Angesichts der positiven Aussichten ist unserer Meinung nach die Schaltbau-Aktie attraktiv bewertet. Wir erhöhen unser Kursziel auf 35,00 € und bestätigen unser Rating Kaufen.

Aktienkennzahlen	Gewinn je Aktie		EV/Umsatz	EV/EBITDA	KGV
	neu €	bisher €			
2005	2,34	2,34	0,45	5,3	10,4
2006e	2,62	2,53	0,45	5,7	9,3
2007e	3,53	3,51	0,42	4,9	6,9
2008e	4,17	-	0,40	4,4	5,8

Unternehmens- kennzahlen	Umsatz Mio. €	EBITDA Mio. €	EBIT Mio. €	EBT Mio. €	Nettoergebnis Mio. €
2005	203,9	17,1	12,1	7,9	3,9
2006e	211,2	16,5	11,3	7,9	4,9
2007e	227,2	19,5	14,0	10,3	6,6
2008e	236,2	21,7	15,9	12,2	7,8

- Das Startquartal des laufenden Jahres verlief vielversprechend. Insbesondere der um 20 % erhöhte Auftragseingang stimmt uns optimistisch für den Geschäftsverlauf 2006. Wir sehen es als wahrscheinlich an, dass der Konzern seine Prognose für das laufende Jahr mit dem Bericht zum zweiten Quartal Ende August anhebt.
- Durch die weitere Senkung der Nettoverschuldung auf 48,9 Mio. € per Ende Dezember 2005 weist das Unternehmen eine Finanzierungsstruktur auf, die in den nächsten Jahren einen moderaten Wachstumskurs ermöglicht. Die Chancen liegen für Schaltbau in der weiteren Erschließung des chinesischen Marktes sowie in Osteuropa. In beiden Absatzmärkten verfügt der Konzern über Brückenköpfe, die eine solide Basis für den behutsamen Ausbau des Geschäftes sein sollten.
- Unser Kursziel haben wir aus der Annahme eines fairen KGVs von 10 für 2007 abgeleitet. Gegenüber der Peer-Group weist die Aktie auch bei Erreichen unseres Kurszieles noch einen Abschlag auf.

Bitte beachten Sie den Disclaimer auf der letzten Seite dieser Studie.

Bewertung

Multiplikatorbewertung

- Als Peer Group für die Multiplikatorbewertung verwenden wir im MDAX bzw. SDAX gelistete Investitionsgüterunternehmen aus unserem Coveragespektrum. Zusätzlich haben wir Funkwerk auf Grund des Umsatzanteils von rund 40 % mit der Bahnindustrie in die Vergleichsgruppe aufgenommen. Das am besten vergleichbare Unternehmen ist unserer Meinung nach der Bahnzulieferer Vossloh.

	Kurs	Enterprise Value (Mio. €)	EV/Umsatz		EV/EBITDA		KGV	
			2006e	2007e	2006e	2007e	2006e	2007e
Dürr	26,70 €	617	0,45	0,44	11,3	7,7	57,5	17,9
Funkwerk	25,45 €	169	0,63	0,58	4,5	4,2	12,4	11,6
GEA Group	15,60 €	2.627	0,53	0,50	7,5	6,7	21,6	18,4
Gildemeister	8,42 €	678	0,57	0,55	7,0	5,9	17,2	11,2
Heidelberger Druck ¹⁾	40,26 €	3.410	0,94	0,90	7,2	6,7	17,8	16,9
IWKA	23,82 €	900	0,52	0,51	8,6	6,8	40,4	15,1
Jungheinrich	29,45 €	985	0,56	0,55	6,4	5,7	14,7	12,9
König & Bauer	30,80 €	587	0,33	0,32	5,9	5,2	14,6	12,3
Krones	109,65 €	1.069	0,58	0,54	5,9	5,3	13,9	12,4
Rheinmetall	65,12 €	3.022	0,83	0,78	7,4	6,6	17,1	14,6
Vossloh	44,39 €	876	0,85	0,81	7,3	6,3	13,9	11,3
Median			0,58	0,55	7,1	6,1	14,7	12,6
Mittelwert			0,63	0,60	6,8	5,9	15,9	13,7
Schaltbau	23,50 €	96	0,46	0,42	5,8	4,9	9,0	6,7
Abweichung zu Median			-20,8%	-22,4%	-17,9%	-18,8%	-38,8%	-47,4%
Abweichung zu Mittelwert			-28,2%	-29,8%	-13,9%	-16,6%	-43,6%	-51,3%
Abweichung zu Vossloh			-46,0%	-47,3%	-19,9%	-21,2%	-35,3%	-41,0%

¹⁾ Geschäftsjahresende März, an Geschäftsjahresende Dezember angepasst

Quelle: LBBW

- Sowohl gegenüber der Gesamtheit der Vergleichsgruppe als auch gegenüber Vossloh ergibt sich für Schaltbau ein deutlicher Bewertungsabschlag.

	Kursziel	EV bei Kursziel (Mio. €)	EV/Umsatz		EV/EBITDA		KGV	
			2006e	2007e	2006e	2007e	2006e	2007e
Schaltbau	35,00 €	118	0,56	0,52	7,1	6,0	13,4	9,9
Peer Group								
Abweichung zu Median			-3,1%	-5,1%	0,5%	-0,7%	-8,8%	-21,6%
Abweichung zu Mittelwert			-12,1%	-14,1%	5,4%	2,0%	-15,9%	-27,4%
Vossloh								
Abweichung			-34,0%	-35,6%	-2,1%	-3,6%	-3,6%	-12,1%

- Wir haben unser Kursziel von bislang 25,00 € auf 35,00 €. Dies entspricht einem EV/EBITDA von 6 sowie einem KGV von etwa 10 für 2005 und damit immer noch einem Abschlag gegenüber der Peer-Group. Dieser ist wegen der Marktengpasslage von Schaltbau unserer Meinung nach gerechtfertigt.

Entwicklung in 2005 und Q1 2006

Geschäftsjahr 2005

- Der Umsatzrückgang im Bustürengeschäft der Tochter Bode (Segment Mobile Verkehrstechnik) im ersten Halbjahr 2005 konnte durch den leichten Erlösanstieg im Bereich Stationäre Verkehrstechnik nicht kompensiert werden. Auf Konzernebene sanken die Umsätze in 2005 um 11,1 Mio. € gegenüber dem Vorjahr auf 203,9 Mio. €.
- Trotz des Umsatzrückgangs in der mobilen Verkehrstechnik wurde durch die Wirkung der Kostensenkungsmaßnahmen eine Verbesserung des EBITs von 4,6 Mio. € auf 5,1 Mio. € erreicht. Die Stationäre Verkehrstechnik profitierte in 2005 von einem günstigeren Umsatzmix sowie dem Wegfall von Sonderfaktoren. Das EBIT des Bereiches stieg um 1,7 Mio. € auf 9,1 Mio. € im abgelaufenen Geschäftsjahr.
- Vom Konzernergebnis von 5,0 Mio. € entfallen 1,1 Mio. € auf Anteile Dritter. Diese betreffen das China-JV in der Mobilen Verkehrstechnik, an dem Schaltbau 50 % der Anteile hält.
- Erfreulicherweise senkte der Konzern die Nettoverschuldung weiter auf 48,9 Mio. € per Ende 2005, nachdem sie vor Jahresfrist noch 57,0 Mio. € betragen hatte. Hierzu hat auch die im Dezember durchgeführte Kapitalerhöhung beigetragen durch die Schaltbau 3,6 Mio. € an liquiden Mitteln zugeflossen sind.
- Nach dem zweiten Jahr in Folge mit einem positiven Nettoergebnis will Schaltbau die Dividendenzahlung wieder aufnehmen. Zwar ist die vorgeschlagene Höhe von 0,06 € je Aktie nur als symbolisch zu sehen, allerdings ist dies ein deutliches Zeichen an den Kapitalmarkt, dass die Restrukturierungsphase erfolgreich abgeschlossen wurde.

Q1 2006

- Der Startquartal des neuen Geschäftsjahres verlief vielversprechend. Der Auftragseingang wurde um 20 % gegenüber Vorjahr auf 59,0 Mio. € erhöht. Die Stationäre Verkehrstechnik verzeichnete im Bahnübergangsgeschäft der Tochter Pintsch Bamag Rückgänge. Diese wurden durch den Zuwachs im Bustürenbereich der Mobilen Verkehrstechnik gegenüber dem sehr schwachen Vorjahreswert überkompensiert. Der Umsatz lag mit 52,0 Mio. € etwas über dem in Q1 2005 erzielten Wert von 50,0 Mio. €.
- Der Gewinn je Aktie wurde gegenüber dem Vorjahr von 0,13 € je Aktie auf 0,43 € gesteigert.

Ausblick

- Der Ausblick sowohl für 2006 als auch 2007 wurde vom Management auf der Analystenkonferenz bestätigt. In laufenden Jahr plant Schaltbau einen Gewinn je Aktie zwischen 2,40 € und 2,50 € zu erreichen. Für 2007 prognostiziert das Unternehmen ein Gewinn je Aktie von 3,50 €.
- Wir sind optimistischer als das Management für das laufende Jahr. Unsere Zuversicht stützt sich auf die besser verlaufende Buskonjunktur, so dass die Tochter Bode (i. W. Türsysteme für Busse und Schienenfahrzeuge), auf die mit 87,2 Mio. € der Löwenanteil des Umsatzes des Segmentes Mobile Infrastruktur in 2005 entfiel, verbesserte Ergebnisse liefern sollte. Für die

Stationäre Verkehrstechnik haben wir im Einklang mit dem Unternehmen einen verhaltenen Geschäftsverlauf unterstellt.

- Mit dem Bericht zum zweiten Geschäftsquartal am 31. August diesen Jahres will das Unternehmen seine Prognosen für das laufende Jahr überprüfen. Wir sind der Meinung, dass vor dem Hintergrund der Stabilisierung des Geschäftes der Bode-Gruppe sowie dem hohen Auftragseingang in Q1 eine Anhebung der Prognose wahrscheinlich ist. Daher erhöhen wir unsere bisherige Schätzung für den Gewinn je Aktie für 2006 von 2,53 € auf 2,62 €.
- Der vom Unternehmen prognostizierte Gewinnsprung in 2007 ist zu einem Großteil auf das Anlaufen eines Programms zur flächendeckenden Erneuerung der Bahnübergangstechnik in den Neuen Bundesländern zurückzuführen. Der Konzern sieht sich in diesem Geschäftsfeld, welches Teil der Stationären Verkehrstechnik ist, nur zwei weiteren Wettbewerbern gegenüber und sollte daher entsprechend profitieren. Wir schätzen, dass von dem Gesamtumsatz der Stationären Verkehrstechnik in Höhe von 67,5 Mio. € in 2005 zwischen 10 und 20 Mio. € auf die Bahnübergangstechnik entfielen. Da derzeit geplant ist bis 2010 die Erneuerung der Bahnübergangstechnik abzuschließen, dürfte Schaltbau auch in 2008 bis 2010 von diesem Programm profitieren.
- Darüber hinaus unterstellen wir auch einen Beitrag des Segment Mobile Verkehrstechnik zur Ergebnisverbesserung. Treibende Faktoren sollten der Ausbau der Marktanteile in Osteuropa sowie ein verstärktes Geschäft in China im Vorfeld der Olympiade 2008 sein. Als Brückenkopf für Osteuropa will Schaltbau die bisherige Minderheitsbeteiligung an der polnischen RAWAG in Höhe von 20 % nutzen. Eine Aufstockung des Anteils dürfte bei sich bietender Gelegenheit erfolgen. Vorrangig sollen darüber der polnische und ukrainische Markt erschlossen werden. In China ist Schaltbau bereits mit seinen beiden JVs im Segment Mobile Verkehrstechnik Beijing Bode (49 % Anteil) sowie Xian Schaltbau Electric (50 %) vertreten.
- Vor diesem Hintergrund erwarten wir ein leicht oberhalb der Unternehmensprognose liegendes Ergebnis je Aktie von 3,53 € in 2007. Mittelfristig plant das Unternehmen eine EBIT-Marge von 7 bis 8 % zu erreichen. Unsere Ergebnisschätzung für 2008 basiert auf einer weiteren positiven Entwicklung in beiden Geschäftsfeldern sowie einer EBIT-Marge von 6,7 % auf Konzernebene.

Gewinn- und Verlustrechnung	GJ	GJ	GJ	GJ	GJ
Mio. €	2004	2005	2006e	2007e	2008e
Umsatz	215,0	203,9	211,2	227,2	236,2
<i>Veränderung</i>	-5,4%	-5,2%	3,6%	7,6%	4,0%
Bestandsveränderungen	-0,7	0,7	0,0	0,0	0,0
Gesamtleistung	214,3	204,5	211,2	227,2	236,2
<i>Veränderung</i>	-5,2%	-4,5%	3,3%	7,6%	4,0%
Materialaufwand	-110,0	-103,7	-106,0	-114,0	-117,5
Rohhertrag	104,2	100,9	105,2	113,2	118,7
<i>Rohhertragsmarge</i>	48,5%	49,5%	49,8%	49,8%	50,3%
Personalaufwand	-71,2	-70,4	-74,5	-78,2	-80,8
Abschreibungen	-5,6	-5,0	-5,2	-5,5	-5,8
Sonstige betriebliche Erträge	5,8	4,5	4,7	5,0	5,2
Sonstiger betrieblicher Aufwand	-24,9	-17,9	-18,9	-20,5	-21,4
Sonstige Steuern	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	8,1	12,1	11,3	14,0	15,9
<i>EBIT-Marge</i>	3,8%	5,9%	5,4%	6,2%	6,7%
Finanzergebnis	-3,2	-4,2	-3,4	-3,5	-3,5
außerordentlicher Ertrag	0,3	0,0	0,4	0,5	0,5
außerordentlicher Aufwand	-1,2	0,0	-0,4	-0,7	-0,7
EBT	4,0	7,9	7,9	10,3	12,2
<i>EBT-Marge</i>	1,8%	3,9%	3,7%	4,5%	5,2%
Ertragsteuern	-1,5	-2,8	-1,8	-2,4	-3,0
<i>Steuerquote</i>	38,0%	36,0%	22,8%	23,3%	24,6%
Minderheitenanteile	-1,0	-1,1	-1,2	-1,3	-1,4
Nettoergebnis	1,5	3,9	4,9	6,6	7,8
Nettoergebnis je Aktie in €	0,88	2,34	2,62	3,53	4,17

Segmente	GJ	GJ	GJ	GJ	GJ
Mio. €	2004	2005	2006e	2007e	2008e
Umsatz					
Mobile Verkehrstechnik	147,8	136,2	147,0	152,0	158,0
Stationäre Verkehrstechnik	66,7	67,5	64,0	75,0	78,0
Holding, Sonstige, Konsolidierung	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2
EBIT					
Mobile Verkehrstechnik	3,9	5,4	6,0	7,0	8,5
Stationäre Verkehrstechnik	6,9	9,1	7,8	9,7	10,3
Holding, Sonstige, Konsolidierung	-2,8	-2,3	-2,5	-2,7	-2,9
EBIT-Marge					
Mobile Verkehrstechnik	2,7%	4,0%	4,1%	4,6%	5,4%
Stationäre Verkehrstechnik	10,4%	13,5%	12,2%	12,9%	13,2%

Die LBBW unterliegt der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Bonn/Frankfurt.

Die LBBW verwendet ein dreistufiges, absolutes Aktienrating-System. Die jeweiligen Einstufungen sind mit folgenden Erwartungen verbunden: Kaufen: Das Kurspotenzial der Aktie beträgt mindestens 10 %. Halten: Das Kurspotenzial der Aktie liegt zwischen 0 % bis 10 %. Verkaufen: Es wird eine negative Kursentwicklung der Aktie erwartet. Die Ratings beziehen sich auf einen Zeithorizont von bis zu 6 Monaten.

Prozentuale Verteilung aller aktuellen Aktienratings der LBBW		
Kaufen	Halten	Verkaufen
41,4 %	44,8 %	13,8 %

Ratingänderungen der letzten 12 Monate

Datum	Rating
15.11.2005	Kaufen

Diese Publikation beruht auf von uns nicht überprüfbaren, allgemein zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit und Vollständigkeit wir jedoch keine Gewähr übernehmen können. Sie gibt unsere unverbindliche Auffassung über den Markt und die Produkte zum Zeitpunkt des Redaktionsschlusses wieder, ungeachtet etwaiger Eigenbestände in diesen Produkten.

Diese Publikation ersetzt nicht die persönliche Beratung. Sie dient nur zu Informationszwecken und gilt nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf. Für weitere zeitnähere Informationen über konkrete Anlagemöglichkeiten und zum Zwecke einer individuellen Anlageberatung wenden Sie sich bitte an Ihren Anlageberater.

Die LBBW hat Vorkehrungen getroffen, um Interessenkonflikte bei der Erstellung und Weitergabe von Finanzanalysen soweit wie möglich zu vermeiden oder angemessen zu behandeln. Dabei handelt es sich insbesondere um:

- institutsinterne Informationsschranken, die Mitarbeitern, die Finanzanalysen erstellen, den Zugang zu Informationen versperren, die im Verhältnis zu den betreffenden Emittenten Interessenkonflikte der LBBW begründen können,
- das Verbot des Eigenhandels in Papieren für die oder für deren Emittenten die betreffenden Mitarbeiter Finanzanalysen erstellen und
- die laufende Überwachung der Einhaltung gesetzlicher Pflichten durch Mitarbeiter der Compliance-Stelle.

Wir weisen darauf hin, dass die LBBW oder mit ihr verbundene Unternehmen eine Vereinbarung über das Erstellen von Finanzanalysen über den Emittenten oder dessen Finanzinstrumente getroffen haben, die Gesellschaft am Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen betreuen.