



11. März 2008

Institutional Equity Research

Company

Flash

# Schaltbau

Rating

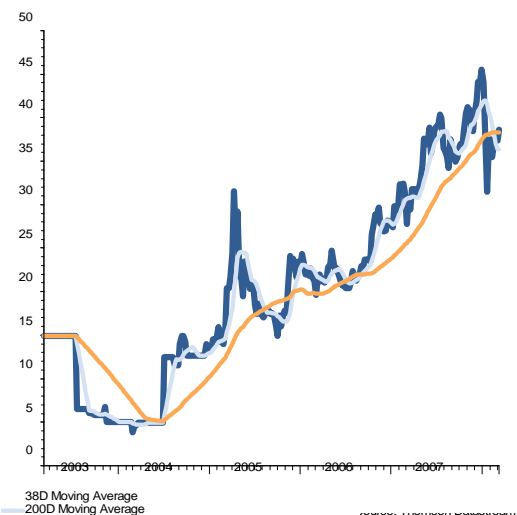
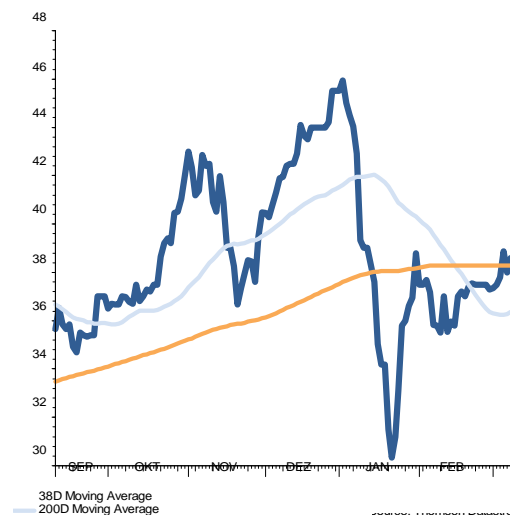
Kaufen (unverändert)

Erfolgreicher Abschluss von 2007

EBIT-Marge erstmals über 6,0 %

Auftragslage sieht vielversprechend aus

Bestätigung von Rating (Kaufen) und Kursziel (46,00 €)





## Kaufen

**Kursziel: 46,00 €**

Kurs: 39,10 €

11.03.08

10:51 h

Letztes Rating/ Kursz.:  
Kaufen / 46,00 €

Letzte Analyse:  
03.12.2007

S&P-Rating: n.a.

Investitionsgüter

Anzahl Aktien:  
1,9 Mio.

Marktkapitalisierung:  
73,1 Mio. €

Index: CDAX

Indexgewicht: n.a.

Beta: 1,20

Rechnungslegung:  
IFRS

Kalender:  
BPK am 23. April 2008

Dividende 2008e:  
0,30 €

ISIN: DE0007170300

Bloomberg: SLT GR

Reuters: SLTG.F

**Alexandra Hauser,  
CPA**

Diplom-Ökonomin  
Investmentanalyst

Tel. +49 711 127-74669  
Alexandra.Hauser@LBBW.de

### Equity Research

Landesbank Baden-  
Württemberg  
Am Hauptbahnhof 2  
70173 Stuttgart

[www.LBBW.de](http://www.LBBW.de)

## Schaltbau

11.03.2008

Anlass: Vorläufige Zahlen 2007

### 2007 mit Erfolg abgeschlossen

Schaltbau legte gute vorläufige Zahlen vor. Dabei konnte erstmals die EBIT-Marge auf über 6,0 % erhöht werden. Erfreulich entwickelte sich auch der Auftragseingang, der wiederum Wachstumserwartungen für das laufende Jahr schürt. Unsere Schätzung beinhaltet bereits sowohl Umsatz- als auch Ertragszuwächse im laufenden Jahr. Wir behalten deshalb unsere bisherigen Prognosen bei. Die Bewertung zeigt aus unserer Sicht weiterhin Kurspotenzial für die Aktie. Daher lassen wir sowohl Rating als auch Kursziel unverändert.

Aktienkennzahlen	Gewinn je Aktie		EV/Umsatz	EV/EBIT	KGV
	neu €	bisher €			
2006	2,67	2,67	0,61	11,1	14,7
2007e	3,85	3,60	0,55	9,0	10,1
2008e	4,66	4,66	0,50	8,0	8,4
2009e	5,35	5,35	0,48	7,3	7,3

Unternehmens- kennzahlen	Umsatz Mio. €	EBITDA Mio. €	EBIT Mio. €	EBIT-Marge in %	Nettoergebnis Mio. €
2006	212,7	16,8	11,8	5,5%	5,0
2007e	232,1	19,9	14,1	6,1%	7,2
2008e	248,2	21,9	15,7	6,3%	8,7
2009e	257,0	23,3	17,0	6,6%	10,0

- Schaltbau übertrifft eigene Prognosen für 2007 sowohl beim Umsatz als auch beim Ertrag
- Auftragseingang legt im Jahresvergleich um fast 17 % zu
- Die Eckdaten lagen ebenfalls über unserer Prognose zum Gesamtjahr 2007
- Erhöhung der Dividende von 0,15 € (2006) auf 0,30 € (2007)
- Start eines Aktienrückkaufprogramms

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

## Bewertung

### Discounted Cashflow-Bewertung

- Für die Ermittlung der freien Cashflows verwenden wir ein Drei-Phasen Modell. Für den Detailplanungszeitraum 2008 bis 2010 liegen konkrete Planungen des Cashflows zugrunde. In der zweiten Phase (Jahre 2011 bis 2017) werden die freien Cashflows mit Hilfe von Werttreibern ermittelt. In der dritten Phase wird der Endwert (Terminal Value) berechnet. Wir unterstellen hier eine Wachstumsrate von 0,5 %.

- Für unser Modell haben wir folgende Annahmen getroffen:

#### DCF-Modell - Annahmen

Risikoloser Zins	4,0%
Marktrisikoprämie Aktien	5,2%
Beta-Faktor	1,0
Eigenkapitalkosten	9,2%
Fremdkapitalkosten (nach Steuern)	4,9%
Ziel-Eigenkapitalquote	70,0%
WACC	7,9%
Wachstumsrate in der ewigen Rente	0,5%

Quelle: LBBW

- Die Planung der freien Cashflows zeigt folgendes Bild:

Free-Cashflow (Mio. €)	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e
Umsatz	248	257	263	270	277	282	288	294	300	306
Wachstum (yoy)	16,7%	3,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
<b>EBIT</b>	<b>16</b>	<b>17</b>	<b>17</b>	<b>18</b>	<b>18</b>	<b>18</b>	<b>19</b>	<b>19</b>	<b>19</b>	<b>20</b>
EBIT-Marge	6,3%	6,6%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
- EE-Steuern auf das EBIT	3	3	4	4	4	5	5	5	5	6
Steuerquote	19,7%	19,4%	20,6%	23,0%	25,0%	25,0%	26,0%	27,0%	28,0%	29,0%
+ Abschreibungen	6	6	7	7	7	7	7	7	7	8
vom Umsatz	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Pensionsrückstellungen	19	19	19	20	21	21	22	22	22	23
vom Umsatz	7,7%	7,4%	7,2%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%
+ Delta Pensionsrückst.	-0,2	-0,1	0,0	1,2	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
<b>= Operating Cashflow</b>	<b>19</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>22</b>	<b>21</b>	<b>21</b>	<b>21</b>	<b>22</b>	<b>22</b>	<b>22</b>
- Investitionen	7	7	7	8	8	8	8	8	8	9
vom Umsatz	3,0%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%
Net Working Capital	27	27	28	28	28	28	29	29	30	31
vom Umsatz	10,9%	10,6%	10,5%	10,5%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
- Delta Net Working Capital	4	0	0	1	-1	1	1	1	1	1
<b>= Free-Cash-flow</b>	<b>7</b>	<b>13</b>	<b>12</b>	<b>13</b>	<b>14</b>	<b>13</b>	<b>13</b>	<b>13</b>	<b>13</b>	<b>13</b>
<b>Present Value</b>	<b>7</b>	<b>11</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>8</b>	<b>8</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>6</b>

Quelle: LBBW

- Auf Basis der DCF-Methode erhalten wir einen fairen Wert der Aktie von 46,32 €. Dies indiziert ausgehend vom aktuellen Kurs von 39,10 € ein weiteres Kurspotenzial in Höhe von 18,5 %.

**Ermittlung des Werts je Aktie (Mio. €)**

Barwert Free-Cash-flow Planungsjahre	83
+ Barwert Terminal Value	87
<b>= Enterprise Value</b>	<b>170</b>
<i>Anteil des TV am Enterprise Value</i>	<i>51,3%</i>
- Nettofinanzverschuldung	62
- Pensionsverpflichtungen	19
- Anteile Dritter	2
<b>= Marktkapitalisierung</b>	<b>87</b>
/ Anzahl Aktien (Mio.)	1,9
<b>= Wert je Aktie (€)</b>	<b>46,32</b>

Quelle: LBBW

**Empfehlung**

- Schaltbau legte gute vorläufige Zahlen vor. Dabei konnte erstmals die EBIT-Marge auf über 6,0 % erhöht werden. Erfreulich entwickelte sich auch der Auftragseingang, der wiederum Wachstumserwartungen für das laufende Jahr schürt. Unsere Schätzung beinhaltet bereits sowohl Umsatz- als auch Ertragszuwächse im laufenden Jahr. Wir behalten deshalb unsere bisherigen Prognosen bei. Die Bewertung zeigt aus unserer Sicht weiterhin Kurspotenzial für die Aktie. Daher lassen wir sowohl Rating als auch Kursziel unverändert.

**Entwicklung im abgelaufenen Geschäftsjahr**

Schaltbau in Mio. €	GJ 2007			GJ 2006	
	berichtet	LBBWe	Abweichung		Veränd.
Auftragseingang	271,9	260,0	4,6%	232,7	16,8%
Umsatz	232,1	232,2	0,0%	212,7	9,1%
EBIT	14,1	13,7	2,9%	11,8	19,5%
<i>EBIT-Marge</i>	<i>6,1%</i>	<i>5,9%</i>		<i>5,5%</i>	
Nettoergebnis	7,2	6,7	7,0%	5,0	44,0%
Gewinn je Aktie in €	3,85	3,60	6,9%	2,67	44,2%
Dividende je Aktie in €	0,30	0,25	20,0%	0,15	100,0%

Quelle: Schaltbau, LBBW

Schaltbau in Mio. €	Q4 2007			Q4 2006	
	berichtet	LBBWe	Abweichung		Veränd.
Auftragseingang	62,7	50,8	23,4%	61,0	2,8%
Umsatz	64,2	64,3	-0,2%	53,6	19,8%
EBIT	3,6	3,2	12,1%	3,1	15,4%
<i>EBIT-Marge</i>	<i>5,6%</i>	<i>5,0%</i>		<i>5,8%</i>	
Nettoergebnis	1,3	0,8	62,5%	0,9	49,4%
Gewinn je Aktie in €	0,69	0,44	56,8%	0,50	38,0%
Dividende je Aktie in €	-	-		-	

Quelle: Schaltbau, LBBW

- Schaltbau hat unsere Erwartungen für das Jahr 2007 auf der Umsatzebene genau getroffen. Dafür wurden unsere Erwartungen hinsichtlich des operativen Ergebnisses sowie des Nettoergebnisses übertroffen. Während wir eine EBIT-Marge knapp unter 6,0 prognostizierten, beendete das Unternehmen das Jahr 2007 mit einer EBIT-Marge knapp darüber.
- Besonders erfreulich sehen wir die Entwicklung im Auftragseingang mit neuen Aufträgen von insgesamt 271,9 Mio. € im letzten Jahr. Insbesondere die Entwicklung im vierten Quartal mit einem Ordervolumen von 62,7 Mio. € liegt über unserer Schätzung.
- Der Gewinn je Aktie lag mit 3,85 € deutlich über unserer Erwartung von 3,60 €. Zudem wurde unsere Dividendenschätzung übertroffen. Schaltbau will eine Dividende von 0,30 € bezahlen. Wir gingen von 0,25 € aus.
- Die Nettofinanzverschuldung konnte im Vergleich zum Vorjahr von 43,8 Mio. € auf 41,4 Mio. € reduziert werden.
- Des Weiteren startete Schaltbau am 10. März ein Aktienrückkaufprogramm, das bis 31. März laufen soll. Dabei geht es um max. 5 000 Stückaktien, die zurückgekauft werden sollen.
- Der ausführliche Jahresbericht für das Jahr 2007 wird am 23. April 2008 vorgelegt.

## Ausblick

- Schaltbau traf im Rahmen der Vorlage des Neunmonatsberichtes Aussagen über 2008 und 2009. Diese wurden bislang weder widerrufen noch bestätigt. Danach will das Unternehmen im laufenden Jahr ein EBIT von ca. 15,5 Mio. € und ein Konzernjahresergebnis von ca. 9,7 Mio. € erzielen. Der Gewinn je Aktie soll zwischen 4,50 € und 4,70 € liegen. 2009 sollen die Ertragszahlen um weitere 10 % ansteigen.
- Der Auftragsbestand dürfte zum Jahresende 2007 bei ca. 181 Mio. € gelegen haben. Wir erwarten gleichzeitig für das laufende Jahr Auftragseingänge leicht unter Vorjahresniveau und gehen von 260 Mio. € aus. Auf dieser Basis sind wir der Ansicht, dass unsere bisherige Umsatzschätzung von 248,2 Mio. € möglich ist. Für 2009 belassen wir unsere Schätzung für die Umsatzerlöse in Höhe von 257,0 Mio. € ebenfalls unverändert.
- Gleichzeitig sehen wir Schaltbau auch hinsichtlich EBIT-Marge auf Kurs. 2007 konnte letztendlich die EBIT-Marge die „6,0 %-Hürde“ überspringen. Wir gehen hier 2008 und 2009 von weiteren Verbesserungen aus. Im laufenden Jahr halten wir eine EBIT-Marge von 6,3 % für möglich. Dies entspricht einem EBIT von 15,7 Mio. €. Mit unserer Schätzung für den Gewinn je Aktie von 4,66 € für 2008 liegen wir innerhalb der Bandbreite, die Schaltbau anpeilt. 2009 rechnen wir damit, dass das EBIT um weitere 8,3 % auf 17,0 Mio. € ansteigt. Der Gewinn je Aktie dürfte dann 5,35 € erreichen.

<b>Gewinn- und Verlustrechnung</b>	<b>GJ</b>	<b>GJ</b>	<b>GJ</b>	<b>GJ</b>	<b>GJ</b>
Mio. €	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007e</b>	<b>2008e</b>	<b>2009e</b>
<b>Umsatz</b>	<b>203,9</b>	<b>212,7</b>	<b>232,1</b>	<b>248,2</b>	<b>257,0</b>
<i>Veränderung</i>	<i>-5,2%</i>	<i>4,3%</i>	<i>9,1%</i>	<i>6,9%</i>	<i>3,5%</i>
Bestandsveränderungen	0,7	3,1	0,0	0,0	0,0
<b>Gesamtleistung</b>	<b>204,5</b>	<b>215,8</b>	<b>232,1</b>	<b>248,2</b>	<b>257,0</b>
<i>Veränderung</i>	<i>-4,5%</i>	<i>5,5%</i>	<i>7,6%</i>	<i>6,9%</i>	<i>3,5%</i>
Materialaufwand	-103,7	-110,3	-118,0	-126,0	-130,0
<b>Rohhertrag</b>	<b>100,9</b>	<b>105,5</b>	<b>114,1</b>	<b>122,2</b>	<b>127,0</b>
<i>Rohhertragsmarge</i>	<i>49,5%</i>	<i>49,6%</i>	<i>49,2%</i>	<i>49,2%</i>	<i>49,4%</i>
Personalaufwand	-70,4	-71,9	-78,0	-83,2	-87,0
Abschreibungen	-5,0	-5,0	-5,8	-6,2	-6,3
Sonstige betriebliche Erträge	4,5	2,7	2,2	2,5	2,9
Sonstiger betrieblicher Aufwand	-17,9	-19,5	-18,4	-19,6	-19,6
<b>EBIT</b>	<b>12,1</b>	<b>11,8</b>	<b>14,1</b>	<b>15,7</b>	<b>17,0</b>
<i>EBIT-Marge</i>	<i>5,9%</i>	<i>5,5%</i>	<i>6,1%</i>	<i>6,3%</i>	<i>6,6%</i>
Finanzergebnis	-4,2	-3,2	-3,2	-3,5	-3,5
außerordentlicher Ertrag	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
außerordentlicher Aufwand	0,0	0,0	-0,5	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>7,9</b>	<b>8,6</b>	<b>10,4</b>	<b>12,2</b>	<b>13,5</b>
<i>EBT-Marge</i>	<i>3,9%</i>	<i>4,0%</i>	<i>4,5%</i>	<i>4,9%</i>	<i>5,3%</i>
Ertragsteuern	-2,8	-2,6	-2,2	-2,3	-2,3
<i>Steuerquote</i>	<i>36,0%</i>	<i>29,9%</i>	<i>21,2%</i>	<i>18,9%</i>	<i>17,0%</i>
Minderheitenanteile	-1,1	-1,1	-1,0	-1,2	-1,2
<b>Nettoergebnis</b>	<b>3,9</b>	<b>5,0</b>	<b>7,2</b>	<b>8,7</b>	<b>10,0</b>
<b>Gewinn je Aktie in €</b>	<b>2,34</b>	<b>2,67</b>	<b>3,85</b>	<b>4,66</b>	<b>5,35</b>

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
57,0 %	31,7 %	11,3 %

#### Rating-Chronik

Datum	Rating
14.11.2005	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.

Aktuelle Angaben gemäß §5 Abs. 4 Nr. 3 FinAnV finden Sie unter <http://www.LBBW.de/finanzanalyseverordnung>.

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