



21. Mai 2008

Institutional Equity Research

Company

Flash

Schaltbau

Rating

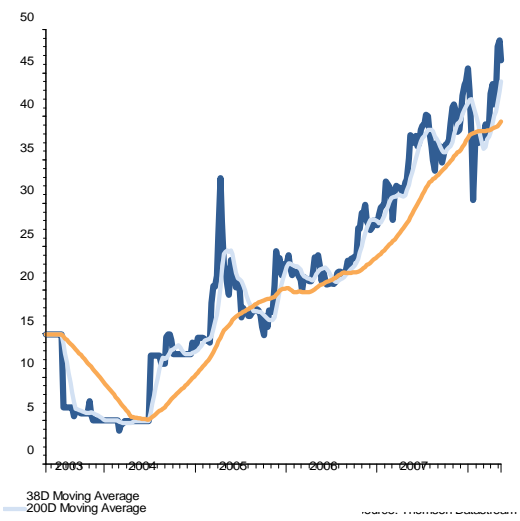
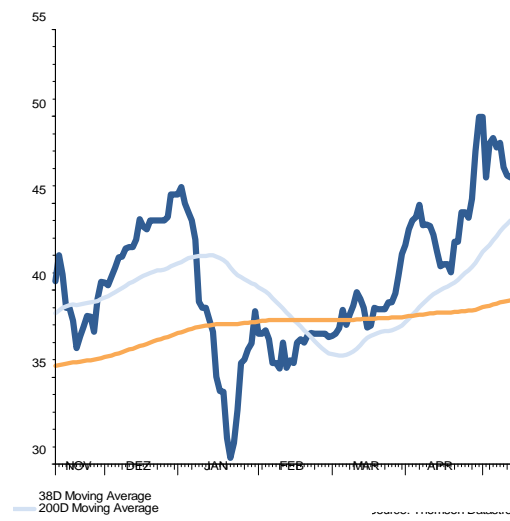
Kaufen (unverändert)

Vielversprechender Start ins neue Jahr – Q1 überraschend stark ▶

Auftragssituation überzeugend ▶

Guidance für 2008 und 2009 bestätigt ▶

Anhebung des Kursziels von 46,00 € auf 55,00 € ▶





Kaufen

Kursziel: 55,00 €

Kurs: 48,00 €

20.05.08

17:36 h

Letztes Rating/ Kursz.:

Kaufen / 46,00 €

Letzte Analyse:

11.03.2008

S&P-Rating: n.a.

Investitionsgüter

Anzahl Aktien:

1,9 Mio.

Marktkapitalisierung:

91,2 Mio. €

Index: CDAX

Indexgewicht: n.a.

Beta: 1,0

Rechnungslegung:

IFRS

Kalender:

HV am 12. Juni 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

Schaltbau

21.05.2008

Anlass: Company update

Mit ordentlichem Tempo ins neue Geschäftsjahr

Die Schaltbau AG konnte einen beachtlichen Start ins neue Jahr „hinlegen“. So wurden sowohl Auftragseingang und Umsatz als auch EBIT und Nettoüberschuss deutlich gesteigert. Besonders die sehr erfreuliche Margenentwicklung stimmt uns für das aktuelle und die folgenden Jahre positiv. Außerdem bestätigte die Schaltbau AG die Guidance für die Jahre 2008 und 2009. Allerdings erscheint uns die Guidance für 2008 zu pessimistisch, weshalb wir von etwas höheren Umsatz- und Ergebnisschätzungen ausgehen. In Summe ergibt unser Bewertungsmodell ein neues Kursziel von 55,00 €. Damit bestätigen wir unser Rating mit Kaufen.

Aktienkennzahlen	Gewinn je Aktie		EV/Umsatz	EV/EBIT	KGV
	neu €	bisher €			
2007	3,85	3,85	0,66	10,8	12,5
2008e	4,87	4,66	0,59	9,0	9,9
2009e	5,56	5,35	0,56	8,1	8,6
2010e	5,70	-	0,55	7,9	8,4

Unternehmens- kennzahlen	Umsatz Mio. €	EBITDA Mio. €	EBIT Mio. €	EBIT-Marge in %	Nettoergebnis Mio. €
2007	232,1	19,4	14,1	6,1%	7,2
2008e	259,7	22,8	17,0	6,5%	9,1
2009e	270,3	24,8	18,8	6,9%	10,4
2010e	278,6	25,4	19,3	6,9%	10,7

- Schaltbau steigert Umsatz und EBIT in Q1 deutlich
- Sowohl Auftragsbestand als auch Auftragseingang massiv über Vorjahresniveau
- Guidance für 2008 und 2009 bestätigt
- Neues Kursziel 55,00 €

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

Bewertung

Multiplikatorbewertung

Unternehmen	Kurs (20.05.08)	Währung	EV (Mio.)	EV/Umsatz				EV/EBITDA				KGV			
				2007	2008e	2009e	2010e	2007	2008e	2009e	2010e	2007	2008e	2009e	2010e
Vossloh	92,57	EUR	1568	1,3	1,2	1,1	1,1	10,4	8,7	8,2	7,9	19,7	14,7	14,1	13,2
Bombardier	7,51	USD	11569	0,8	0,7	0,6	0,6	11,2	8,3	6,7	5,9	60,1	34,5	17,8	14,4
Alstom	157,50	EUR	22080	1,3	1,2	1,0	1,0	14,1	11,5	9,7	8,8	26,1	20,4	16,3	14,4
Faiveley	45,53	EUR	722	1,0	1,0	0,9	0,9	7,0	6,4	6,0	6,0	15,6	14,4	13,5	13,5
Funkwerk	12,16	EUR	115	0,4	0,4	0,4	0,4	3,9	4,3	3,7	3,8	15,2	11,8	8,9	8,7
Mittelwert				1,0	0,9	0,8	0,8	9,3	7,8	6,8	6,5	27,3	19,1	14,1	12,9
Median				1,0	1,0	0,9	0,9	10,4	8,3	6,7	6,0	19,7	14,7	14,1	13,5
Schaltbau	48,00	EUR	152	0,7	0,6	0,6	0,5	7,8	6,7	6,1	6,0	12,5	9,9	8,6	8,4
Auf-/Abschlag Peer Group (Median)				-36,2%	-40,0%	-38,2%	-40,0%	-24,8%	-19,2%	-8,4%	0,4%	-36,7%	-32,8%	-38,7%	-37,7%

Quelle: LBBW/IBES

- Im Rahmen unserer Peer-Group Bewertung haben wir uns auf Unternehmen mit einem signifikanten Umsatzanteil mit der Bahnindustrie beschränkt (>40%). Dabei wurden sowohl große Spieler, wie Alstom und Bombardier als auch kleinere Unternehmen, wie Faiveley, Funkwerk und Vossloh in die Betrachtung miteinbezogen. Wir haben uns für börsennotierte Unternehmen der Bahnindustrie entschieden, da Schaltbau u. E. am ehesten in diesen Industriezweig eingeordnet werden kann.
- Die Schaltbau Aktie wird aktuell mit einem deutlichen Bewertungsabschlag sowohl gegenüber der Vergleichsgruppe als auch gegenüber dem am besten vergleichbaren Unternehmen Vossloh gehandelt. Dieser Abschlag erscheint uns zumindest teilweise gerechtfertigt, da Schaltbau innerhalb der Peer-Group mit 8,4 % (2007 EBITDA-Marge) eine der geringsten Margen aufweist. Außerdem ist das Unternehmen mit Ausnahme von Funkwerk deutlich geringer kapitalisiert als die Unternehmen in der Vergleichsgruppe. Dennoch halten wir einen Abschlag beim KGV von ca. 40 % für zu hoch.

Discounted Cashflow-Bewertung

- Für die Ermittlung der freien Cashflows verwenden wir ein Drei-Phasen Modell. Im Detailprognosezeitraum von 2008 bis 2010 liegen konkrete Planungen des Cashflows zugrunde. In der zweiten Phase (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	5,1%
Beta-Faktor	1,0
Eigenkapitalkosten	9,1%
Fremdkapitalkosten (nach Steuern)	4,9%
Ziel-Eigenkapitalquote	70,0%
WACC	7,8%
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	260	270	279	286	293	300	308	315	323	331
Wachstum (yoy)	11,9%	4,1%	3,1%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
EBIT	17	18	19	19	19	20	20	20	21	22
EBIT-Marge	6,5%	6,8%	6,8%	6,6%	6,6%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
- EE-Steuer auf das EBIT	3	3	4	4	4	4	5	5	5	6
Steuerquote	15,3%	17,9%	19,5%	21,0%	22,0%	23,0%	23,0%	24,0%	26,0%	27,0%
+ Abschreibungen	6	6	7	7	7	8	8	8	8	8
vom Umsatz	2,3%	2,3%	2,3%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Pensionsrückstellungen	19	19	19	20	20	21	22	22	23	23
vom Umsatz	7,4%	7,0%	6,8%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
+ Delta Pensionsrückst.	-0,2	-0,1	0,0	1,0	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6
= Operating Cashflow	20	21	22	23	23	23	23	24	24	25
- Investitionen	7	8	8	8	8	8	9	9	9	9
vom Umsatz	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%
Net Working Capital	27	27	29	30	29	30	31	32	32	33
vom Umsatz	10,4%	10,1%	10,5%	10,5%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
- Delta Net Working Capital	4	0	2	1	-1	1	1	1	1	1
= Free-Cash-flow	9	14	12	14	15	14	14	14	14	14
Present Value	9	12	10	11	11	9	8	8	7	7

Quelle: LBBW

- Auf Basis der DCF-Methode erhalten wir einen fairen Wert der Aktie von 55,54 €. Dies indiziert ausgehend vom aktuellen Kurs von 48,00 € ein weiteres Kurspotenzial in Höhe von 15,7 %.

Ermittlung des Werts je Aktie (Mio. €)

Barwert Free Cashflow Planungsjahre	92
+ Barwert Terminal Value	100
= Enterprise Value	192
<i>Anteil des TV am Enterprise Value</i>	<i>52,1%</i>
- Nettofinanzverschuldung	67
- Pensionsverpflichtungen	19
- Anteile Dritter	2
= Marktkapitalisierung	104
/ Anzahl Aktien (Mio.)	1,9
= Wert je Aktie (€)	55,54

Quelle: LBBW

Empfehlung

- Die Schaltbau AG konnte einen beachtlichen Start ins neue Jahr „hinlegen“. So wurden sowohl Auftragseingang und Umsatz als auch EBIT und Nettoüberschuss deutlich gesteigert. Besonders die sehr erfreuliche Margenentwicklung stimmt uns für das aktuelle und die folgenden Jahre positiv. Außerdem bestätigte die Schaltbau AG die Guidance für die Jahre 2008 und 2009. Allerdings erscheint uns die Guidance für 2008 zu pessimistisch, weshalb wir von etwas höheren Umsatz- und Ergebnisschätzungen ausgehen. In Summe ergibt unser Bewertungsmodell ein neues Kursziel von 55,00 €. Damit bestätigen wir unser Rating mit Kaufen.

Entwicklung im laufenden Geschäftsjahr

- Das 1. Quartal 2008 knüpfte nahtlos an das starke letzte Jahr an. Getrieben von einem weiterhin günstigen Konjunkturmilieu gelang es der Schaltbau AG den Umsatz um 18 % und das EBIT sogar um 37,5 % zu steigern. Der daraus resultierende Margenanstieg von 7,2 % auf 8,4 % ist größtenteils auf Rationalisierungsmaßnahmen in 2007 zurückzuführen.
- Ebenfalls konnte der Auftragseingang eine Zunahme von 25 % auf 82,5 Mio. € verzeichnen. Mit 198,3 Mio. € lag der Auftragsbestand zum 31.03.2008 deutlich über dem Vorjahreswert von 139,6 Mio. €. Diese erfreuliche Entwicklung sollte eine relativ sichere Basis für das Erreichen der Jahresziele darstellen.

Ausblick

- Schaltbau bestätigte im Rahmen des Q1-Berichts die bereits bekannte Guidance für 2008. Danach soll der Umsatz auf 255 Mio. € gesteigert werden bei einer „deutlichen Verbesserung der Ertragslage“. Folglich scheint u. E. ein EBIT von 17 Mio. € durchaus realistisch (EBIT-Marge 6,5 %). Beim Konzernjahresergebnis erwartet Schaltbau etwa 9,7 Mio. €, woraus ein Gewinn je Aktie zwischen 4,50 € und 4,70 € resultieren würde. Für 2009 geht die Schaltbau AG nochmals von einer Verbesserung der Ertragszahlen von mindestens zehn Prozent aus.
- Wir halten die Guidance für 2008 für eher konservativ und gehen bei unseren Umsatz- und Ergebnisschätzungen von etwas optimistischeren Werten aus. So prognostizieren wir für 2008 einen Umsatz von 259,7 Mio. € bei einer EBIT-Marge von 6,5 %. In 2009 erwarten wir Umsatzerlöse von 270,3 Mio. € und ein EBIT von 18,8 Mio. €. Dies entspricht einem Ertragsanstieg von 10%.
- Im Vergleich zum letzten Update haben wir unsere Schätzungen somit etwas nach oben angepasst. Wir erhöhen unsere Schätzungen für den Gewinn je Aktie 2008 von 4,66 € auf 4,87 €. 2009 gehen wir dann von 5,56 € anstatt wie bisher von 5,35 € aus. Dies gründet im Wesentlichen auf der erfreulichen Entwicklung des 1. Quartals. Besonders die sehr starke Margenentwicklung stimmt uns für die Zukunft weiterhin positiv.

Gewinn- und Verlustrechnung	GJ	GJ	GJ	GJ	GJ
Mio. €	2006	2007	2008e	2009e	2010e
Umsatz	212,7	232,1	259,7	270,3	278,6
<i>Veränderung</i>	<i>4,3%</i>	<i>9,1%</i>	<i>11,9%</i>	<i>4,1%</i>	<i>3,1%</i>
Bestandsveränderungen	3,1	4,1	0,0	0,0	0,0
Gesamtleistung	215,8	236,1	259,7	270,3	278,6
<i>Veränderung</i>	<i>5,5%</i>	<i>9,4%</i>	<i>10,0%</i>	<i>4,1%</i>	<i>3,1%</i>
Materialaufwand	-110,3	-123,5	-135,1	-140,1	-144,7
Rohrertrag	105,5	112,6	124,6	130,2	133,9
<i>Rohermargen</i>	<i>49,6%</i>	<i>48,5%</i>	<i>48,0%</i>	<i>48,2%</i>	<i>48,1%</i>
Personalaufwand	-71,9	-74,8	-82,2	-85,4	-87,9
Abschreibungen	-5,0	-5,3	-5,8	-6,0	-6,1
Sonstige betriebliche Erträge	2,7	3,2	3,3	3,4	3,4
Sonstiger betrieblicher Aufwand	-19,5	-21,7	-22,9	-23,4	-24,0
EBIT	11,8	14,1	17,0	18,8	19,3
<i>EBIT-Marge</i>	<i>5,5%</i>	<i>6,1%</i>	<i>6,5%</i>	<i>6,9%</i>	<i>6,9%</i>
Finanzergebnis	-3,2	-4,1	-5,1	-4,9	-4,9
EBT	8,6	10,0	11,9	13,9	14,4
<i>EBT-Marge</i>	<i>4,0%</i>	<i>4,3%</i>	<i>4,6%</i>	<i>5,1%</i>	<i>5,2%</i>
Ertragsteuern	-2,6	-1,9	-1,8	-2,5	-2,8
<i>Steuerquote</i>	<i>29,9%</i>	<i>18,6%</i>	<i>15,1%</i>	<i>17,7%</i>	<i>19,1%</i>
Minderheitenanteile	-1,1	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0
Nettoergebnis	5,0	7,2	9,1	10,4	10,7
Gewinn je Aktie in €	2,67	3,85	4,87	5,56	5,70

Bilanz	2006	2007	2008e	2009e	2010e
Mio. €					
Aktiva	140,0	164,7	176,1	188,9	201,3
Geschäfts- oder Firmenwert	1,8	5,2	5,2	5,2	5,2
Übrige Immaterielle Vermögenswerte	4,4	6,2	6,3	6,3	6,4
Sachanlagen	37,1	40,4	40,6	41,0	41,5
Finanzanlagen	5,9	8,4	8,6	8,6	8,6
Sonstiges Anlagevermögen	10,1	8,7	8,7	8,7	8,7
Langfristiges Vermögen	59,3	68,9	69,3	69,8	70,4
Vorräte	42,3	46,4	51,9	54,1	55,7
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	28,3	33,8	37,4	38,4	39,0
Sonstige Forderungen und Vermögenswerte	5,5	7,8	7,8	8,1	8,4
Liquide Mittel	4,6	7,9	9,7	18,6	27,9
Kurzfristiges Vermögen	80,7	95,8	106,8	119,1	130,9
Passiva	140,0	164,7	176,1	188,9	201,3
Eigenkapital	- 12,3	- 4,2	4,4	14,2	24,2
Anteile anderer Gesellschafter	2,2	2,1	3,6	5,1	6,6
Pensionsrückstellungen	19,3	19,1	19,1	19,0	19,0
Sonstige Rückstellungen	22,3	23,2	26,0	27,0	27,9
Finanzverbindlichkeiten	52,9	61,4	60,0	58,0	56,0
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	17,3	21,7	21,6	22,4	23,1
Sonstige Verbindlichkeiten	38,3	41,4	41,6	43,2	44,6

Kapitalflussrechnung Mio. €	2006	2007	2008e	2009e	2010e
Konzernjahresüberschuss	6,0	8,2	9,1	11,4	11,7
Abschreibungen	5,1	5,3	5,8	6,0	6,1
Veränderung Pensionsrückstellungen	- 0,2	- 0,2	0,0	- 0,1	0,0
Veränderung Working Capital	- 5,9	- 3,4	- 6,4	0,2	0,3
Sonstige Veränderungen	3,8	6,2	0,6	- 0,1	- 0,1
Operativer Cashflow	8,8	16,0	9,1	17,4	18,0
Investitionen in das Anlagevermögen	- 4,8	- 7,9	- 6,5	- 6,8	- 7,0
Abgänge/Desinvestitionen	0,2	0,1	0,3	0,3	0,3
Sonstige Veränderungen	- 0,4	- 5,2	0,6	- 0,2	- 0,2
Cashflow aus Investitionstätigkeit	- 5,0	- 13,0	- 5,6	- 6,7	- 6,9
Einzahlungen aus Kapitalerhöhung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendenzahlung	- 0,1	- 0,3	- 0,6	- 0,6	- 0,6
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	- 0,4	8,5	- 1,4	- 2,0	- 2,0
Sonstige Veränderungen	- 3,0	- 8,1	0,5	0,5	0,5
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	- 3,5	0,1	- 1,5	- 2,1	- 2,1
Sonstige Veränderungen	- 0,1	0,2	- 0,2	0,3	0,3
Veränderung der liquiden Mittel	0,2	3,3	1,8	8,9	9,3
Liquide Mittel Anfang des Jahres	4,4	4,6	7,9	9,7	18,6
Liquide Mittel Ende des Jahres	4,6	7,9	9,7	18,6	27,9

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
56,8 %	31,2 %	12,0 %

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.

Wir behalten uns vor, unsere hier geäußerte Meinung jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Wir behalten uns des weiteren vor, ohne weitere Vorankündigung Aktualisierungen dieser Information nicht vorzunehmen oder völlig einzustellen.

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