

Kaufen**Kursziel:** 35,00 €

Kurs: 27,60 €

27.11.06

17:30 h

Letztes Rating/ Kursz.:
Kaufen / 35,00 €Letzte Analyse:
14.09.2006

S&P-Rating: n.a.

Investitionsgüter

Anzahl Aktien:
1,9 Mio.Marktkapitalisierung:
51,1 Mio. €

Index: CDAX

Indexgewicht: n.a.

Beta: 1,20

Rechnungslegung:
IFRSKalender:
Geschäftsjahr am
08.05.2007

Dividende 2006e: 0,15

ISIN: DE0007170300

Bloomberg: SLT GR

Reuters: SLTG.F

Falk ReimannDiplom-Volkswirt, CEFA
Investmentanalyst
Tel. +49 711 127-73574
falk.reimann@LBBW.de**Equity Research**Landesbank Baden-
Württemberg
Am Hauptbahnhof 2
70173 Stuttgartwww.LBBW.de**Schaltbau**

28.11.2006

Anlass: Q3-Finanzzahlenkommentierung

Bewertung spiegelt positive Geschäftsentwicklung noch nicht vollständig wider

Nachdem Schaltbau bereits im ersten Halbjahr einen positiven Geschäftsverlauf verzeichnete, setzt sich dieser Trend in den 9M-Zahlen fort. Wie von uns erwartet hat der Konzern seine Prognosen für das laufende Jahr erhöht. Aus unserer Sicht ist die neue Prognose allerdings immer noch konservativ. Im Folgejahr dürfte der Konzern von dem Zuwachs der Auftragseingänge profitieren und einen Gewinnsprung verzeichnen. Auch in 2008 sollte die Ertragskurve weiter nach oben zeigen. Unserer Meinung nach spiegelt das derzeitige Kursniveau noch nicht die positiven Aussichten vollständig wider.

Aktienkennzahlen	Gewinn je Aktie		EV/Umsatz	EV/EBITDA	KGV
	neu €	bisher €			
2005	2,34	2,34	0,47	5,6	11,8
2006e	2,62	2,62	0,48	6,2	10,5
2007e	3,53	3,53	0,44	5,2	7,8
2008e	4,17	4,17	0,43	4,6	6,6

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	16,4	11,2	7,8	4,9
2007e	227,2	19,5	14,0	10,3	6,6
2008e	236,2	21,7	15,9	12,2	7,8

- Da Schaltbau bereits nach Ablauf der ersten neun Monate des Geschäftsjahres einen Gewinn je Aktie von 2,17 € erreicht hat, erwarten wir, dass im Gesamtjahr ein Ergebnis oberhalb der Prognose des Managements von 2,50 € je Aktie erreicht wird.
- Der von uns im Einklang mit den Unternehmensprognosen erwartete Ergebniszuwachs in 2007 dürfte zum einen aus den hohen Auftragseingängen des laufenden Jahres sowie aus dem Anlauf des Programms zur Erneuerung der Bahnübergänge in den Neuen Bundesländern gespeist werden. Schaltbau sollte auch in den Folgejahren von diesem Programm profitieren.
- Durch die Gründung eines weiteren JV in China treibt Schaltbau die Erschließung neuer Märkte voran. Diese dürften auf Grund der notwendigen Investitionen in die Verkehrssysteme mittel- und langfristig ein erhebliches Wachstumspotenzial bieten.
- Unser Kursziel von 35,00 € entspricht einem EV/EBITDA von 5,9 sowie einem KGV von 9,9 auf Basis des Jahres 2007.

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	
	27.11.2006		2006e	2007e	2006e	2007e	2006e	2007e
Dürr	20,76 €	459	0,33	0,31	8,8	5,6	73,7	14,1
Funkwerk	14,42 €	72	0,29	0,26	3,5	2,7	17,9	13,3
Gildemeister	8,78 €	713	0,58	0,55	6,9	5,9	16,9	11,1
GEA Group	14,78 €	2.543	0,51	0,48	7,0	6,0	18,6	15,3
Heidelberger Druck	32,38 €	2.855	0,76	0,73	5,5	5,2	13,4	12,3
Jungheinrich	23,30 €	359	0,20	0,20	2,4	2,2	11,3	11,0
Krones	98,66 €	954	0,51	0,47	5,8	4,8	14,0	11,1
König & Bauer	26,25 €	513	0,29	0,28	6,0	4,5	16,9	10,5
Rheinmetall	52,15 €	2.508	0,68	0,64	6,7	5,8	15,5	11,7
Vossloh	48,44 €	912	0,88	0,84	9,2	6,6	20,0	12,7
Median			0,51	0,47	6,4	5,4	16,9	12,0
Mittelwert			0,50	0,48	6,2	4,9	21,8	12,3
Schaltbau	27,60 €	102	0,48	0,45	6,2	5,2	10,5	7,8
Abweichung zu Median			-5,6%	-5,5%	-2,3%	-3,3%	-37,6%	-34,8%
Abweichung zu Mittelwert			-4,1%	-5,9%	0,4%	5,9%	-51,8%	-36,5%
Abweichung zu Vossloh			-45,5%	-46,5%	-32,8%	-21,1%	-47,4%	-38,6%

Quelle: LBBW

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

	Kursziel	Enterprise Value (Mio. €)	EV/Umsatz		EV/EBITDA		KGV	
			2006e	2007e	2006e	2007e	2006e	2007e
Schaltbau	35,00 €	116	0,55	0,51	7,0	5,9	13,3	9,9
Peer Group								
Abweichung zu Median			7,3%	7,3%	10,7%	9,7%	-20,9%	-17,6%
Abweichung zu Mittelwert			8,9%	6,8%	14,0%	20,3%	-38,8%	-19,5%
Vossloh								
Abweichung			-38,0%	-39,2%	-23,6%	-10,3%	-33,3%	-22,1%

Quelle: LBBW

- Wir bestätigen unser Kursziel von 35,00 €, welches einem EV/EBITDA von 5,9 und einem KGV von etwa 9,9 für das Jahr 2007 entspricht.

Entwicklung im laufenden Geschäftsjahr

Schaltbau in Mio. €	9M 2006			9M 2005	
	berichtet	LBBWe	Abw.		Veränd.
Auftragseingang	171,7	-	n.m.	147,9	16,1%
Umsatz	159,1	158,2	0,6%	151,1	5,3%
EBIT	8,7	8,5	2,4%	8,4	
<i>EBIT-Marge</i>	<i>5,5%</i>	<i>5,4%</i>		<i>5,6%</i>	
Nettoergebnis	4,1	3,6	13,9%	1,8	127,8%
Gewinn je Aktie in €	2,17	1,94	11,9%	1,25	73,6%

- Die Geschäftszahlen für die ersten neun Monate 2006 lagen oberhalb unserer Erwartungen. Das Wachstum wurde durch den guten Geschäftsverlauf im Segment Mobile Verkehrstechnik getragen. Insbesondere die zu diesem Segment gehörende Tochter Bode (Türsysteme für Busse und Schienenfahrzeuge), die mit 87,2 Mio. € Umsatz 64 % des Umsatzes der Mobilien Verkehrstechnik erwirtschaftete, trug wesentlich zu den Verbesserungen bei. Auch das zweite Standbein der mobilen Verkehrstechnik die Schaltbau GmbH steigerte in den ersten drei Quartalen sowohl Auftragseingang und Umsatz.
- Diese positive Entwicklung des Segmentes Mobile Verkehrstechnik wurde durch die rückläufige Entwicklung bei Auftragseingang und Umsatz der Stationären Verkehrstechnik etwas eingebremst. Hier schlägt sich weiterhin die Investitionszurückhaltung des Hauptkunden Deutsche Bahn bei Signal- und Fahrzeugausrüstungen nieder, der durch die anziehenden Geschäfte der Verkehrstechnik (Warn- und Antriebstechnik, Seezeichen) nicht ausgeglichen werden konnte.
- Der Konzern gab im 9M-Bericht keine Hinweise auf die Entwicklung der Ertragsituation auf Bereichsebene. Wir vermuten allerdings, dass sich das Bild gegenüber dem Halbjahr nicht wesentlich geändert hat. Zwar dürfte die Stationäre Verkehrstechnik nach wie vor der Hauptergebnisträger sein, allerdings sollten Ergebnissteigerungen nur bei der Mobilien Verkehrstechnik angefallen sein.
- Die Nettobankverschuldung erreichte per Ende des Q3 einen Wert von 48,8 Mio. €, was eine leichte Verbesserung gegenüber dem Stand nach H1 2006 von 49,9 Mio. € darstellt. Gegenüber der Nettobankverschuldung vom Geschäftsjahresanfang von 44,3 Mio. € ergibt sich bedingt durch den Aufbau des Working Capitals um 9,6 Mio. € in den ersten neun Monaten 2006 eine Steigerung. Infolge des positiven Konzernergebnisses sank auf Konzernebene das negative Eigenkapital auf minus 12,8 Mio. €. Am Jahresende 2005 lag es noch bei minus 17,1 Mio. €. Das negative Konzerneigenkapital ist bedingt durch Abschreibungen auf Unternehmensbeteiligungen in der Vergangenheit.
- Ein weiterer Beleg für die infolge des guten Geschäftsverlaufes gestiegene Finanzierungskraft des Konzerns war das Angebot sämtliche ausstehende 500 000 Genussrechte im Nennwert von 20,00 € zurückzukaufen. Zum Angebotspreis von 16,25 € wurden 137 270 Genussrechte zurückgekauft, was einem Zahlungsmittelabfluss von 2,2 Mio. € entspricht.

Ausblick

- Für das laufende Geschäftsjahr hob Schaltbau wie von uns erwartet seine Guidance an. Bislang ging der Konzern von einem Gewinn je Aktie von 2,40 € bis 2,50 € aus. Nach den 9M-Zahlen erwartet Schaltbau einen Gewinn je Aktie von rund 2,50 €. Für das Konzernergebnis vor Minderheiten wurde der Ausblick für 2006 von 5,6 Mio. € auf 5,8 Mio. € angehoben. Dies entspricht ceteris paribus einer Erhöhung der Prognose um 0,11 € je Aktie. Vor diesem Hintergrund sowie dem bereits nach neun Monaten erzielten Gewinn je Aktie von 2,17 € glauben wir, dass die Prognose des Managements konservativ ist. Zwar dürfte im Q4 des laufenden Jahres nicht der Gewinn je Aktie aus Q4 2005 von 1,23 € wiederholt werden, da einige positive Sondereffekte im Schlussquartal des Vorjahres anfielen, allerdings sehen wir uns durch die Ergebnisse nach neun Monaten in unserer Schätzung von 2,62 € für den Gewinn je Aktie für 2006 bestätigt.
- Für 2007 erwartet der Konzern eine weitere Steigerung des EBIT auf rund 13 Mio. € und des Konzernergebnisses vor Minderheiten auf über 7 Mio. €. Der Gewinn je Aktie soll zwischen 3,30 € und 3,50 € liegen. Dies entspricht im Wesentlichen den Ergebnisprognosen, die das Management auf der Analystenkonferenz im Mai gegeben hatte. Allerdings ging Schaltbau zu diesem Zeitpunkt noch davon aus, erste Aufträge aus dem Programm zur Erneuerung der Bahnübergangstechnik in den neuen Bundesländern in H2 2006 zu erhalten. Da Schaltbau in diesem Geschäftsfeld, welches Teil des Segmentes Stationäre Verkehrstechnik ist, nur mit zwei wesentlichen Wettbewerbern konkurriert, haben wir einen Großteil des Ergebniszuwachses auf Grund dieses Programms erwartet. Zwar dürften erste Umsatz- und Ergebnisbeiträge aus diesem Erneuerungsprogramm bereits in 2007 verbucht werden können, allerdings dürfte dies unter dem ursprünglich geplanten Volumen liegen. Diese entstandene Lücke dürfte der Konzern jedoch auf Grund der positiven Entwicklung des Auftragseingangs sowohl durch zusätzliches Geschäftsvolumen in der Mobilien als auch der Stationären Verkehrstechnik füllen können. Unsere Schätzung für den Gewinn je Aktie von 3,53 € für 2007 behalten wir vor diesem Hintergrund bei.
- Auch in den Folgejahren sollte Schaltbau von dem Erneuerungsprogramm der Bahnübergangstechnik in den Neuen Bundesländern profitieren. Ursprünglich war geplant diese Maßnahmen bis zum Jahr 2010 abzuschließen. Dieser Zeitraum dürfte sich nun etwa ein halbes Jahr nach hinten verlagern.
- Mit Blick auf die auch in den Jahren 2008 bis 2010 von uns erwarteten Umsatz- und Ergebnisbeiträge aus der Erneuerung der Bahnübergangstechnik sowie dem immer offensichtlicher zu Tage tretenden Investitionsstau bei der Deutschen Bahn sind wir auch für die Ergebnisentwicklung in 2008 optimistisch. Wir bestätigen daher unsere oberhalb der Prognose des Managements (Steigerung des Gewinns je Aktie um 10 % in 2008) liegende Prognose für den Gewinn je Aktie von 4,17 € für 2008.
- Darüber hinaus ergeben sich für Schaltbau weitere Chancen durch die Erschließung neuer Märkte. Vorrangig möchte der Konzern den polnischen und ukrainischen Markt in Osteuropa über die bereits erfolgte Minderheitsbeteiligung von 20 % an der polnischen RAWAG erschließen. Eine Aufstockung des Anteils dürfte bei passender Gelegenheit erfolgen.
- In China war Schaltbau bislang mit zwei JV-Unternehmen vertreten. In Q3

2006 ging die Schaltbau GmbH (Mobile Verkehrstechnik) ein weiteres JV (Kapitalanteil Schaltbau 75 %) für Industrieschütze in China ein. Auch wenn aus diesem neuen JV kurzfristig noch keine signifikanten Ergebnisbeträge zu erwarten sind, zeigt dieser Schritt unserer Meinung nach exemplarisch, wie Schaltbau nach der abgeschlossenen Restrukturierung sich neue Wachstumsfelder erschließt. Wir sehen gerade in den unzureichenden öffentlichen Verkehrssystemen sowohl im Nah- als auch im Fernverkehr vieler Länder Asiens ein großes Potenzial für die Produkte des Schaltbau-Konzerns. Die Notwendigkeit zu Investitionen in den Verkehrssektor sollte mit dem Bevölkerungszuwachs in urbanen Ballungszentren sowie der steigenden Umweltverschmutzung durch Individualverkehr drängender den je in den nächsten Jahren werden.

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>	<i>-5,4%</i>	<i>-5,2%</i>	<i>3,6%</i>	<i>7,6%</i>	<i>4,0%</i>
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>	<i>-5,2%</i>	<i>-4,5%</i>	<i>3,3%</i>	<i>7,6%</i>	<i>4,0%</i>
Materialaufwand	-110,0	-103,7	-106,1	-114,0	-117,5
Rohertrag	104,2	100,9	105,1	113,2	118,7
<i>Rohertragsmarge</i>	<i>48,5%</i>	<i>49,5%</i>	<i>49,8%</i>	<i>49,8%</i>	<i>50,3%</i>
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	11,2	14,0	15,9
<i>EBIT-Marge</i>	<i>3,8%</i>	<i>5,9%</i>	<i>5,3%</i>	<i>6,2%</i>	<i>6,7%</i>
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	7,8	10,3	12,2
<i>EBT-Marge</i>	<i>1,8%</i>	<i>3,9%</i>	<i>3,7%</i>	<i>4,5%</i>	<i>5,2%</i>
Ertragsteuern	-1,5	-2,8	-1,8	-2,4	-3,0
<i>Steuerquote</i>	<i>38,0%</i>	<i>36,0%</i>	<i>23,1%</i>	<i>23,3%</i>	<i>24,6%</i>
Minderheitenanteile	-1,0	-1,1	-1,1	-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	7,5	8,5
Stationäre Verkehrstechnik	6,9	9,1	7,8	9,2	10,3
Holding, Sonstige, Konsolidierung	-2,8	-2,3	-2,6	-2,7	-2,9
EBIT-Marge					
Mobile Verkehrstechnik	2,7%	4,0%	4,1%	4,9%	5,4%
Stationäre Verkehrstechnik	10,4%	13,5%	12,2%	12,3%	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
45,0 %	44,2 %	10,8 %

Ratingänderungen der letzten 12 Monate

Datum	Rating
-------	--------

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