

Schaltbau Holding AG

2. Quartal 2006 bestätigt positiven Ergebnistrend - 2007 Beschleunigung der Ergebnisdynamik

Kaufen (Kaufen)

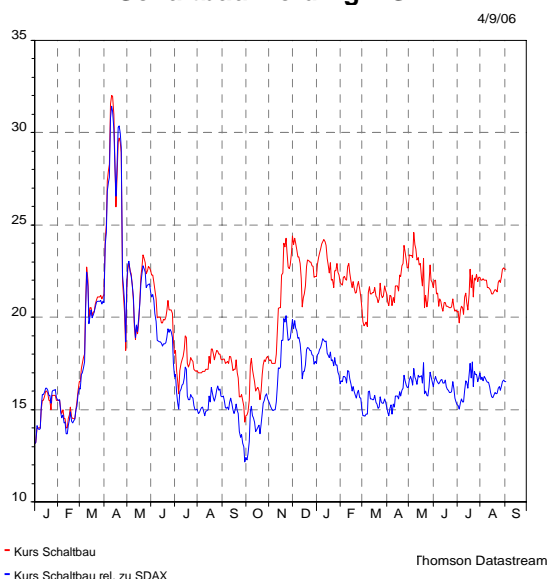
Kursziel	28 € (28 €)
Kurs (04.09.2006)	22,90 €
ISIN	DE0007170300
Marktkapitalisierung (Mio. €)	42,8
Anzahl Aktien (Mio.)	1,9
Homepage:	www.schaltbau.de

Schaltbau bestätigt mit dem Verlauf des ersten Halbjahres 2006 den eingeschlagenen Wachstumskurs. Der starke Zuwachs bei Auftragseingang und Auftragsbestand lässt auch ein positives zweites Halbjahr erwarten. Die Aktie notiert deutlich unter ihrem fairen Wert.

	2004	2005	2006e	2007e
Umsatz (Mio. €)	215,0	203,9	209,3	224,3
EBIT (Mio. €)	9,1	12,1	10,7	12,8
EBIT-Marge (%)	4,2	5,9	5,1	5,7
EBITDA (Mio. €)	14,0	17,1	16,8	18,9
Ergebnis je Aktie (€)	1,01	2,10	2,54	3,50
Dividende je Aktie (€)	0,0	0,06	0,10	0,20
Buchwert je Aktie (€)	-14,6	-9,1	-6,0	-1,9
KGV	22,8	10,9	9,0	6,5
EV/EBIT	14,2	10,0	11,7	9,8
EV/EBITDA	9,2	7,1	7,5	6,7
EV/Umsatz	0,5	0,6	0,6	0,6
Dividendenrendite (%)	0,0	0,3	0,4	0,9

- Mit einem Umsatz von 106,2 Mio. € (+2,6%) und einem operativen Ergebnis von 5,8 Mio. € (+24,9%) wurden im ersten Halbjahr 2006 die von uns erwarteten Ergebnisse erreicht. Treibender Faktor war eine verbesserte Auftragslage im Bereich der Bustüren sowie im Komponentengeschäft der Schaltbau GmbH.
- Für das Gesamtjahr 2006 erwarten wir insgesamt einen Anstieg des Nettoergebnisses um 21% auf 4,7 Mio. €.
- Ab 2007 rechnen wir mit einer stärkeren Ergebnisdynamik. Schaltbau sollte sowohl von Aufträgen der Deutschen Bahn im Inland als auch durch eine verstärkte Nachfrage aus anderen europäischen Ländern profitieren.
- Die Schaltbau-Aktie notiert deutlich unter ihrem fairen Wert. Mit einem KGV von 6,5 sowie einem EV/EBIT von 9,8 auf Basis der für 2007 zu erwartenden Ergebnisse hat der Aktienmarkt das Potential von Schaltbau noch nicht erkannt.
- Mit den deutlicher erkennbaren Perspektiven für 2007 sollte sich die Bewertungslücke in den nächsten 6 - 12 Monaten schließen.
- Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung und unser Kursziel von 28 €. Das entspricht einem Kurspotential von etwa 22%.

Schaltbau Holding AG



Bitte beachten Sie unseren Disclaimer auf Seite 6.

Ergebnisse im ersten Halbjahr 2006 bestätigen positive Erwartungen

Schaltbau konnte im zweiten Quartal 2006 in den zwei Unternehmensbereichen Mobile und Stationäre Verkehrstechnik den bereits seit Jahresanfang zu beobachtenden positiven Geschäftsverlauf fortsetzen.

Der Umsatz im Schaltbau Konzern lag im ersten Halbjahr mit 106,2 Mio. € (+5,1%) in Höhe unserer Erwartungen. Auch das operative Ergebnis erreichte mit 5,8 Mio. € (+24,9%) einen Wert im Rahmen der Markterwartungen.

Insbesondere die höheren Abrufe für Bustüren aus der europäischen Nutzfahrzeugindustrie hat die Umsatzentwicklung begünstigt. Die im Vorjahresvergleich höhere Rentabilität ist aber auch auf die höheren Ergebnisbeiträge der chinesischen Joint Ventures zurückzuführen.

Der Abschluss der Sanierungsphase wird durch die niedrigeren Finanzierungskosten bestätigt. Durch den Abbau der Finanzverschuldung im Vorjahresvergleich haben sich die Finanzierungskosten im ersten Halbjahr 2006 um 10% auf 1,9 Mio. € reduziert. Insgesamt konnte das Nettoergebnis im Schaltbau-Konzern im ersten Halbjahr 2006 mit 3,2 Mio. € mehr als verdoppelt werden.

Starker Auftragseingang – Auftragsbestand angestiegen

Beeindruckend war im ersten Halbjahr 2006 der Verlauf der Auftragseingänge. Der Auftragseingang im ersten Halbjahr erhöhte sich um 24% auf 115,0 Mio. €. Die Zuwächse resultieren insbesondere aus dem Bereich Mobile Verkehrstechnik mit Schienenfahrzeugtüren. Auch der Auftragsbestand ist stark angestiegen und erreichte mit 117,8 Mio. € einen um 12,6% höheren Wert.

Damit sind die Perspektiven für das zweite Halbjahr 2006 vorgezeichnet. Unsere Prognose eines Umsatzanstieges um 2,6% auf 209,3 Mio. € sowie ein Anstieg des Nettoergebnisses um 16% auf 5,8 Mio. € für das Gesamtjahr dürfte damit sicher erreicht werden. Unsere Schätzung für das Ergebnis je Aktie halten wir mit 2,54 € unverändert aufrecht.

Weiterhin Erwartung einer beschleunigten Ergebnisentwicklung ab 2007 – Strategie auf Expansion im Ausland ausgerichtet.

Wir erwarten weiterhin eine dynamischere Ergebnisentwicklung für Schaltbau ab 2007.

Angesichts relativ langer Planungszeiträume zeichnet sich eine Belebung des Bahntechnik-Geschäftes ab. Impulse erwarten wir von deutschen aber auch von neuen Kunden im europäischen Ausland. Das wird auf die Kon-

zernzahlen durchschlagen, denn 58% des Umsatzes entfallen auf die Bahntechnik. Das höhere Umsatzvolumen wird auf eine gestraffte Kostenstruktur treffen, so dass die Ergebnisse ab 2007 überproportional steigen werden. Die Absatzmengen werden in beiden Unternehmensbereichen anziehen, denn durch die geplanten Investitionen in das Streckennetz der Deutschen Bahn profitiert Schaltbau mit Produktgruppen wie Bahnübergangssicherungs-systemen sowie Weichenheizungen. Für den Bereich Mobile Verkehrstechnik könnten sich vor allem Impulse aus der Gewinnung neuer Kunden außerhalb Deutschlands ergeben. Auch für den größten Geschäftsbereich Bode mit der Produktion von Bustüren rechnen wir ab 2007 mit einer verbesserten Rentabilität und höheren Ergebnisbeiträgen.

Strategisch steht für Schaltbau der Ausbau des Auslandsgeschäftes im Vordergrund. Insbesondere in den großen Bahnmärkten in Osteuropa (Bsp. Polen) ergeben sich Chancen für den Absatz der Schaltbau Produkte. Diese regionale Expansion könnte nach erfolgreichem Abschluss der Sanierungsphase und einer erheblich verbesserten Finanzierungssituation durch ausgewählte Akquisitionen unterstützt werden. Dabei sollten wertschaffende Zukäufe Vorrang vor Marktanteilsgewinnen haben.

Fairer Wert der Schaltbau-Aktie weit über dem aktuellen Börsenkurs

Die zunehmende Ergebnisdynamik von Schaltbau hat bisher noch keinen Niederschlag in der Börsenbewertung gefunden. Mit einem KGV von 6,5 sowie einem EV/EBIT von 9,8 auf Basis der für 2007 zu erwartenden Ergebnisse ist die Aktie niedrig bewertet. Diese Einschätzung wird auch durch das DCF-Modell gestützt. Der faire Wert liegt danach bei etwa 28 € je Aktie.

Wir gehen davon aus, dass die Bewertungslücke in den nächsten 6 – 12 Monaten geschlossen werden kann. Die guten Perspektiven für 2007 und darüber hinaus dürften dann stärker in den Mittelpunkt der Bewertungsüberlegungen treten.

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass vor dem Hintergrund des ab 2007 zunehmenden Ergebnismomentums Spielraum für eine höhere Bewertung der Schaltbau-Aktie gegeben ist. Auf Basis unserer derzeitigen Annahmen beträgt das Kursziel für die Schaltbau Aktie 28 € (Kurspotential 22%). Wir gehen davon aus, dass der Aktienkurs angesichts erhöhter öffentlicher Investitionen in die Bahninfrastruktur in Europa auf Sicht von 6 - 12 Monaten auf das faire Niveau ansteigen wird und bestätigen unsere Kaufempfehlung.

Schaltbau-Konzern: Umsatz und EBIT nach Bereichen

	2005e		Q1 2006		Q2 2006		H1 2006		2006e		2007e	
	IFRS	yoy %	IFRS	yoy %	IFRS	yoy %	IFRS	yoy %	IFRS	yoy %	IFRS	yoy %
Stationäre												
Verkehrstechnik												
Umsatz	67,5	1,2							68,0	0,7	75,0	10,3
EBITDA	9,9	18,9							10,5	5,4	11,8	12,4
EBITDA-Marge %	14,7								15,4		15,7	
Abschreibung	0,8	-13,4							1,5	79,0	1,5	0,0
EBIT	9,1	23,0							9,0	-1,2	10,3	14,4
EBIT-Marge %	13,5								13,2		13,7	
Mobile												
Verkehrstechnik												
Umsatz	136,2	-7,9							141,0	3,5	149,0	5,7
EBITDA	9,6	11,6							9,2	-4,1	10,0	8,7
EBITDA-Marge %	7,0								6,5		6,7	
Abschreibung	4,2	3,6							4,5	8,3	4,5	0,0
EBIT	5,4	18,5							4,7	-13,6	5,5	17,0
EBIT-Marge %	4,0								3,3		3,7	
Holding/Sonstige												
Umsatz	0,2	-57,4							0,3	63,0	0,3	0,0
EBITDA	-2,5	-17,4							-2,9	17,7	-2,9	0,0
EBITDA-Marge %	n.m.								n.m.		n.m.	
Abschreibung	0,0	-100,0							0,1		0,1	0,0
EBIT	-2,5	-16,2							-3,0	22,1	-3,0	0,0
EBIT-Marge %	n.m.								n.m.		n.m.	
Schaltbau-Konzern												
Umsatz	203,9	-5,1	52,0	4,0	54,2	5,5	106,2	5,1	209,3	2,6	224,3	7,2
EBITDA	17,1	22,1					8,3		16,8	-1,7	18,9	12,5
EBITDA-Marge %	8,4						7,8		8,0		8,4	
Abschreibung	5,0	1,3					2,5		6,1	22,2	6,1	0,0
EBIT	12,1	33,5	2,8	27,3	3,0	27,3	5,8	24,9	10,7	-11,5	12,8	19,6
EBIT-Marge %	5,9						5,5		5,1		5,7	
Finanzergebnis	-4,3	-12,9					-1,9		-3,7	14,4	-3,0	18,9
Beteiligungsergebnis	0,1						0,1		0,1		0,1	
a.o. Ergebnis	0,0						0,0		0,0		0,0	
Ergebnis v.												
Ertragssteuern	7,9	71,1					4,0	53,7	7,1	-9,8	9,9	39,4
Brutto-Marge %	3,9						3,8		3,4		4,4	
Steuern	2,8	67,4					0,8		1,3	-55,7	2,3	80,3
Steuerquote %	36,0						19,4		17,7		22,9	
Konzernjahresüberschuss												
chuss	5,0	73,2	1,4	133,0	1,8		3,2	101,8	5,8	16,0	7,6	30,7
Anteile Dritter	1,1		0,6		0,2		0,8		1,1		1,1	
Konzernjahresüberschuss n. Anteilen												
Dritter	3,9	108,3	0,8		1,6		2,4	193,4	4,7	21,1	6,5	37,8
Anzahl Aktien (voll verwässert)	1,9		1,9		1,9		1,9		1,9		1,9	
Ergebnis je Aktie (voll verwässert)	2,10	108,3	0,43		0,86		1,28	158,0	2,54	21,1	3,50	37,8

Quelle: Schaltbau, Solventis Schätzung

DCF-Modell Schaltbau

	2004	2005	2006e	2007e	2008e	2009e	2010e	2011e	Terminal Value
			1	2	3	4	5	6	
Umsatz	215,0	203,9	209,3	224,3	228,8	233,4	238,0	242,8	
Veränderung in %		-5%	3%	7%	2%	2%	2%	2%	
EBIT	9,1	12,1	10,7	12,8	13,7	14,0	14,3	14,6	
Veränderung in %		33%	-12%	19,6%	7,2%	2,0%	2,0%	2,0%	
EBIT-Marge	4,2%	5,9%	5,1%	5,7%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	
EBT	4,6	7,9	7,1	9,9	10,6	10,8	11,0	11,2	
Ertragssteueraufwand	1,7	2,8	1,3	2,3	2,4	2,5	2,5	2,6	
Steuerquote	36,8%	36,0%	17,7%	22,9%	23,0%	23,0%	25,0%	25,0%	
NOPLAT	7,4	9,3	9,4	10,5	11,3	11,5	11,7	12,0	
Veränderung in %		26%	2%	11,6%	7,2%	2,0%	2,0%	2,0%	
Abschreibungen	4,9	5,0	6,1	6,1	6,5	6,5	7,0	8,0	
Investitionen	4,6	3,7	4,0	5,0	6,5	6,5	9,0	9,5	
Forderungen	26,96	27,86							
Verbindlichkeiten	16,64	16,83							
NWC	53,87	51,13	54,42	60,56	66,3	67,7	69,0	70,4	
in % vom Umsatz	25,1%	25,1%	26,0%	27,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	
Delta NWC		-2,74	3,28	6,14	5,79	1,33	1,35	1,38	
Free Cash Flows			8,2	5,5	5,5	10,2	8,4	9,1	168,4
Barwerte der FCFF			7,7	4,7	4,4	7,7	5,9	5,9	
Summe Barwerte FCFF			36,3						
Barwert Terminal Value			109,8						
in % des Unternehmenswertes			75%						
Wert des Unternehmens			146,1						
Netto-Finanzschulden			85,9						
Minderheiten			8						
Beteiligungen			0						
Wert des Eigenkapitals			52,2						
Wert pro Aktie			27,9						

Quelle: Solventis Schätzung

Haftungserklärung (Disclaimer), Pflichtangaben nach § 34b WpHG, mögliche Interessenkonflikte (Disclosures), Erstellerangaben und Aufsichtsbehörde

Die nachfolgenden Erläuterungen informieren den Leser über die gesetzlichen Vorgaben, die bei der Erstellung von Finanzanalysen zu beachten sind.

Die Erläuterungen der Anlageurteile, die Angaben zu den wesentlichen Informationsquellen, die Zusammenfassung der Bewertungsgrundlagen sowie die Angabe Prävention/Behandlung von Interessenkonflikten finden sie unter www.solventis.de

1. Haftungserklärung

Bei Erstellung dieser Analyse haben wir uns die tatsächlichen Angaben aus uns zur Verfügung stehenden, allgemein als zuverlässig angesehenen Quellen verschafft. Wir können keinen Anspruch auf Richtigkeit und Vollständigkeit dieser Informationen erheben. Die auf diesen tatsächlichen Angaben beruhenden Empfehlungen und/oder Prognosen unsererseits stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung der Studie dar. Nachträgliche Änderungen können nicht berücksichtigt werden. Eine Haftung für die Vollständigkeit oder Richtigkeit dieser Studie können wir nicht übernehmen, die Studie stellt kein Angebot und keine Aufforderung dar Aktien zu erwerben. Diese Studie ersetzt keinesfalls die anleger- und objektgerechte Beratung. Wir können nicht überprüfen, ob sich die Empfehlungen mit Ihren persönlichen Anlagestrategien und Zielen decken. Für eine anleger- und objektgerechte Beratung empfehlen wir Ihnen, einen Anlageberater aufzusuchen.

Urheberrecht an der Studie wird vorbehalten, Nachdruck ist nur mit unserer Zustimmung zulässig.

2. Pflichtangaben nach § 34b WpHG (soweit nicht unter www.solventis.de)

a) Erstmalige Veröffentlichung: 5. September 2006

b) Zeitliche Bedingungen vorgesehener Aktualisierungen: Eine Aktualisierung bereits veröffentlichter Analysen erfolgt nicht.

c) Aufsichtsbehörde: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt/M.

d) Es sind folgende Analysen in dem Zeitraum von 12 Monaten vor Veröffentlichung dieser Analyse veröffentlicht worden, die eine von dieser Analyse abweichende Empfehlung für eine bestimmte Anlageentscheidung enthalten: 11.05.2006; 15.03.06; 30.11.05.

e) Die Analyse ist vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht worden und ist danach nicht geändert worden.

f) Alle in der Analyse angegebenen Kurse und Kursverläufe beruhen auf den Schlusskursen soweit zu den Kursen und Kursverläufen keine anderweitigen Angaben gemacht werden.

3. Disclosures

Weder die Solventis Wertpapierhandelsbank GmbH noch ein mit ihr verbundenes Unternehmen noch eine bei der Erstellung mitwirkende Person

1. sind am Grundkapital des Emittenten mit mindestens 5 Prozent beteiligt.
2. waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines Konsortiums beteiligt, das Finanzinstrumente des Emittenten im Wege eines öffentlichen Angebots emittierte.
3. betreuen Finanzinstrumente des Emittenten an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen.
4. haben innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate mit Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften geschlossen oder eine Leistung oder ein Leistungsversprechen aus einer solchen Vereinbarung erhalten.

Die Solventis Wertpapierhandelsbank GmbH bzw. ein mit ihr verbundenes Unternehmen oder eine bei der Erstellung mitwirkende Person

1. halten Aktien des analysierten Emittenten im Handelsbestand/Anlagebestand.
2. haben mit den Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse getroffen,
3. unterliegen sonstigen Interessenkonflikten (z.B. Beauftragung durch den Emittenten).

4. Erstellung und Verbreitung

a) Verantwortung für die Erstellung und Verbreitung

Solventis Wertpapierhandelsbank GmbH

Sitz: Düsseldorf; HRB 34966, Amtsgericht Düsseldorf; Geschäftsführer Konrad Zorn, Joachim Schmitt.

b) Ersteller

Klaus Soer, Analyst

Mit Annahme der Finanzanalyse akzeptiert der Empfänger die Verbindlichkeit der vorstehenden Beschränkungen.