

Schaltbau Holding AG

3. Quartal 2006 wie erwartet – 2007+ 2008 mit dynamischer Ergebnisentwicklung – Kursziel angehoben

Kaufen (Kaufen)

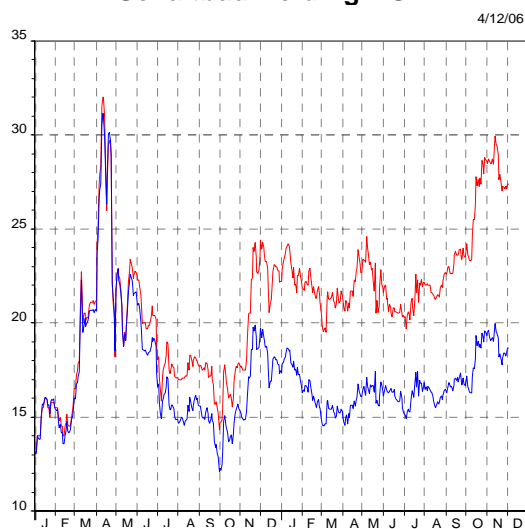
Kursziel	33 € (28 €)
Kurs (04.12.2006)	26,94 €
ISIN	DE0007170300
Marktkapitalisierung (Mio. €)	50,4
Anzahl Aktien (Mio.)	1,9
Homepage:	www.schaltbau.de

Schaltbau bestätigte mit dem Verlauf des dritten Quartals 2006 den eingeschlagenen Kurs wachsender Ergebnisse. Der starke Zuwachs bei Auftragseingang und Auftragsbestand lässt auch für 2007 weiteres Wachstum erwarten.

	2005	2006e	2007e	2008e
Umsatz (Mio. €)	203,9	211,0	214,8	220,3
EBIT (Mio. €)	12,1	11,3	12,8	14,3
EBIT-Marge (%)	5,9	5,4	6,0	6,5
EBITDA (Mio. €)	17,1	16,4	18,9	20,4
Ergebnis je Aktie (€)	2,10	2,55	3,50	3,85
Dividende je Aktie (€)	0,06	0,10	0,20	0,25
Buchwert je Aktie (€)	-9,1	-6,1	-2,0	2,4
KGV	12,9	10,6	7,7	7,0
EV/EBIT	10,6	11,7	10,3	9,3
EV/EBITDA	7,5	8,1	7,0	6,5
EV/Umsatz	0,7	0,6	0,6	0,6
Dividendenrendite (%)	0,2	0,4	0,7	0,9

- Schaltbau wird im Geschäftsjahr 2006 unsere Erwartungen eines um etwa 20% ansteigenden Nettoergebnisses erreichen. Das Ergebnis wird von den beiden Unternehmensbereichen Mobile- und Stationäre Verkehrssysteme getragen. Einen großen Anteil am Ergebnis leisten insbesondere die asiatischen Joint Ventures.
- Für das Gesamtjahr 2007 erwarten wir eine Beschleunigung des Ergebnismomentums. Nicht zuletzt durch eine verstärkte Auftragsvergabe der Deutschen Bahn sowie niedrigere Finanzierungskosten sollte ein weiterer Anstieg des Nettoergebnisses um 33% zu erreichen sein.
- Die Schaltbau-Aktie notiert deutlich unter ihrem fairen Wert. Mit einem KGV von 7,0 sowie einem EV/EBIT von 9,3 auf Basis der für 2008 zu erwartenden Ergebnisse hat der Aktienmarkt das Potential von Schaltbau auch nach den jüngsten Kurssteigerungen noch nicht antizipiert.
- Unser DCF Modell wurde unter Berücksichtigung der Perspektiven von 2008 und darüber hinaus überarbeitet. Wir gehen nunmehr von einem fairen Wert von 33 € aus (bisher 28 €). Mit den deutlicher erkennbaren Perspektiven ab 2007 sollte sich die Bewertungslücke in den nächsten 6 - 12 Monaten schließen.
- Wir heben unser Kursziel auf 33 € an und bestätigen unsere Kaufempfehlung.

Schaltbau Holding AG



- Kurs Schaltbau - Kurs Schaltbau rel. zu SDAX

Source: Thomson Datastream

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer auf Seite 8.

Sol ventis Wertpapierhandel sbank GmbH, Rohmerplatz 35, 60486 Frankfurt am Main; Tel.: 0 69-71 58 91 10
Online Research: www.sol ventis.de

Ergebnisse in den ersten neun Monaten 2006 bestätigen positive Erwartungen

Schaltbau konnte nach drei Quartalen im Jahr 2006 in den zwei Unternehmensbereichen Mobile und Stationäre Verkehrstechnik den seit Jahresanfang zu beobachtenden positiven Geschäftsverlauf fortsetzen.

Der Umsatz im Schaltbau Konzern lag nach neun Monaten mit 159,1 Mio. € (+5,1%) in Höhe unserer Erwartungen. Auch das operative Ergebnis erreichte mit 8,7 Mio. € (+3,6%) einen Wert im Rahmen der Markterwartungen.

Das Wachstum hat sich im dritten Quartal 2006 abgeschwächt, liegt aber immer noch klar im Rahmen der für das Gesamtjahr prognostizierten Werte. Insbesondere die höheren Abrufe für Bustüren aus der europäischen Nutzfahrzeugindustrie haben die Umsatzentwicklung begünstigt. Höhere Ergebnisbeiträge dürften auch die chinesischen Joint Ventures geleistet haben.

Perspektiven für Gesamtjahr 2006 klar erkennbar

Bedeutsam für die Gesamtjahresprognose ist der unverändert positive Verlauf der Auftragseingänge. Hier konnte auch im dritten Quartal eine weitere Ausweitung um 3% (gg. Vorjahr) erreicht werden. Der Auftragsbestand liegt nach neun Monaten 2006 um insgesamt 11,0% über dem Vorjahreswert. Die Zuwächse resultieren insbesondere aus dem Bereich Mobile Verkehrstechnik mit Schienenfahrzeugtüren.

Die Perspektiven für das Gesamtjahr 2006 sind weitgehend vorgezeichnet. Unsere Prognose eines Umsatzanstieges um 2,6% auf 209,3 Mio. € sowie ein Anstieg des Nettoergebnisses (nach Anteilen Dritter) um 20,8% auf 4,7 Mio. € dürften erreicht werden. Dazu trägt neben einer niedrigeren Steuerquote (Rückgang auf etwa 19% nach 36% in 2005) auch das Finanzergebnis bei. Die Finanzierungskosten haben sich nach neun Monaten 2006 um 8,2% auf -2,9 Mio. € reduziert. Hier wirkt sich die im Jahresverlauf durchschnittlich niedrigere Nettoverschuldung aus.

Unsere Schätzung für das Ergebnis je Aktie halten wir mit 2,53 € unverändert aufrecht.

Die trotz anhaltend hoher Auftragseingänge unveränderte Ergebniserwartung beruht auf der Annahme, dass es sich in verstärktem Maße um länger laufende Aufträge handelt, die ab dem nächsten Geschäftsjahr zur Ausführung bzw. Abrechnung kommen.

Rückkauf von Genussrechten reduziert Finanzierungskosten

Schaltbau hat zu Beginn des vierten Quartals 2006 ein Angebot zum Rückkauf der ausstehenden 500.000 Genussrechte präsentiert. Ziel des Rückkaufs – zu 16,25 € je Genussschein; Nominalwert 20 € – ist eine nachhaltige Reduzierung der Finanzierungskosten. Denn die Vergütung für die Genussrechte ist neben einer fixen Vergütung auch an die potentiell steigenden Dividendenzahlungen gekoppelt. Innerhalb der Angebotsfrist konnten insgesamt mehr als 137.000 Genussrechte (Gegenwert 2,2 Mio €) zurückgekauft werden. Diese Maßnahme sollte zu einer weiteren Reduzierung der Finanzierungskosten beitragen (ca. 0,2 Mio. € p.a.).

Abbau der Verschuldung – Positiver Eigenkapitalausweis ab 2008

Positiv bewerten wir auch den weiteren Abbau der Verschuldung. Sowohl durch den anhaltend hohen Free Cash Flow sowie die vorgenommene Kapitalerhöhung hat sich die (verzinsliche) Nettoverschuldung (ohne Pensionsrückstellungen und Genussrechtskapital) bereits per 30.09.2006 um 6 Mio. auf 48,8 Mio. € abgebaut. Dies ist beachtlich, denn durch das höhere Umsatzvolumen musste ein Anstieg des Working Capital verkräftet werden. Positiv hat sich dabei die Ende 2005 durchgeführte Kapitalerhöhung niedergeschlagen. Dadurch konnte die Eigenkapitalbasis um etwa 3,6 Mio. € gestärkt werden. Das im Schaltbau Konzern insgesamt noch negative Eigenkapital hat sich durch Ergebnisthesaurierung und dem Zufluss aus der Kapitalerhöhung (per 30.9.2006) um 9 Mio. € auf -12,8 Mio. € reduziert. Unter Berücksichtigung der auch für 2007 positiven Ergebniserwartungen und Gewinnthesaurierung rechnen wir ab 2008 erstmals wieder mit einer positiven Eigenkapitalquote im Schaltbau Konzern.

Ergebniswachstum 2007 wird von allen Geschäftsbereichen getragen – Impulse durch stärkeres internationales Geschäft

Auf der Basis des stark angestiegenen Auftragsbestandes (per 30. September 2006: 121,7 Mio. €, +11%) erwarten wir einen positiven Geschäftsverlauf für das Jahr 2007. Treiber eines weiteren Umsatzanstiegs sollten beide Geschäftsbereiche sein. Für den Bereich Mobile Verkehrstechnik erwarten wir durch die anhaltend positive Buskonjunktur neue Impulse. Daneben könnten neue internationale Aufträge in diesem Geschäftsbereich an Bedeutung gewinnen.

Für den Bereich Stationäre Verkehrssysteme können wir uns eine Belebung durch das veränderte Investitionsverhalten der Deutschen Bahn vorstellen. Durch die geplanten Investitionen in das Streckennetz der Deutschen Bahn profitiert Schaltbau dabei mit Produktgruppen wie Bahnübergangssiche-

nungssystemen (Signalsysteme und Steuerungen) sowie Weichenheizungen.

Insgesamt erwarten wir für 2007 im Schaltbau Konzern einen Anstieg des Umsatzes von 7,2% auf 224,3 Mio. €. Angesichts der Veränderung des Produktmix zu höhermargigen Produkten im Bereich der Stationären Verkehrssysteme gehen wir von einem Anstieg der EBIT-Marge von 5,1 auf 5,7% aus. Das operative Ergebnis sollte somit um 19,6% auf 12,8 Mio. € zulegen. Das Nettoergebnis im Schaltbau Konzern wird angesichts niedrigerer Finanzierungskosten überproportional zum operativen Ergebnis um etwa 33% ansteigen.

Weiter positives Ergebnismomentum 2008

Erstmals präsentierte Schaltbau auch erste Indikationen für die Perspektiven im Jahr 2008. Insbesondere ein höherer Anteil neu entwickelter Produkte, weitere Produktivitätsverbesserungen sowie das Bauprogramm zur Anpassung der Bahnübergänge in Ostdeutschland sollen zu einem Umsatzanstieg von etwa 2,5% sowie einer Verbesserung der operativen Ergebnisse um etwa 11,7% beitragen. Angesichts der dynamischen Ergebnisentwicklung der asiatischen Joint Ventures liegen unsere Schätzungen über den Erwartungen des Unternehmens.

Strategische Stärkung des Geschäftes im asiatischen Raum

Strategisch steht für Schaltbau der Ausbau des Auslandsgeschäftes im Vordergrund. Nach der erfolgreichen Etablierung der zwei bestehenden Joint Ventures, die inzwischen große Teile des Konzernergebnisses von Schaltbau erwirtschaften, hat sich das Management entschlossen seine Präsenz in dieser wachstumsstarken Region zu verstärken.

Mit dem neuen, im Oktober 2006 geschlossenen Joint Venture, Schaltbau Shenyang Electrical (Schaltbau Anteil 75%) sollen vor allem Schaltgeräte für Industrieanwendungen entwickelt und produziert werden. Entsprechend der Schaltbau Strategie ausschließlich wertschaffende Akquisitionen zu tätigen gehen wir in den nächsten Jahren von einem positiven Ergebniseinfluss aus.

Fairer Wert der Schaltbau-Aktie auf 33 € (28 € angehoben – Kurspotential etwa 20%)

Angesichts der sich deutlicher abzeichnenden positiven Ergebnisdynamik ab 2007 und einer weiteren Steigerung in 2008 zeichnet sich weiteres Kurspotential von etwa 20% ab.

Die zunehmende und sich verstetigende Ergebnisdynamik von Schaltbau hat bisher nur teilweise Eingang in die Börsenbewertung gefunden. Wir richten unsere Bewertungsüberlegungen auf die Perspektiven im Geschäftsjahr 2008 aus. Mit einem KGV von 7,0 sowie einem EV/EBIT von 9,3 ist die Schaltbau Aktie auch nach dem jüngsten Kursanstieg noch niedrig bewertet.

Unser DCF-Modell haben wir überarbeitet. Dabei wurde insbesondere die stärkere Unternehmensentwicklung ab 2008 berücksichtigt. Werterhöhende Veränderungen ergaben sich im Vergleich zu unseren bisherigen Annahmen aus der höheren Umsatzdynamik, aber auch durch den nachhaltigen Anstieg der Rentabilität. Auch die niedrigere Finanzverschuldung wurde berücksichtigt. Insgesamt ergibt sich auf der neuen Basis ein fairer Wert für die Schaltbau Aktie von etwa 33 € (bisher 28 €).

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 mit dem ab 2007 zunehmenden Ergebnismomentum, Spielraum für eine höhere Bewertung der Schaltbau-Aktie gegeben ist. Auf Basis unserer derzeitigen Annahmen beträgt das Kursziel für die Schaltbau-Aktie 33 € (Kurspotential etwa 20%). Wir bestätigen damit unsere Kaufempfehlung.

Schaltbau-Konzern: Umsatz und EBIT nach Bereichen

	2005		Q3 2006		Q1-3 2006		2006e		2007e		2008e	
	IFRS	yoy %	IFRS	yoy %	IFRS	yoy %	IFRS	yoy %	IFRS	yoy %	IFRS	yoy %
Stationäre												
Verkehrstechnik												
Umsatz	67,5	1,2					69,0	2,2	70,5	2,2	72,0	2,1
EBITDA	9,9	18,9					10,1	1,7	11,8	16,5	12,8	8,5
EBITDA-Marge %	14,7						14,6		16,7		17,7	
Abschreibung	0,8	-13,4					0,8	-2,6	1,5	83,8	1,5	0,0
EBIT	9,1	23,0					9,3	2,1	10,3	10,8	11,3	9,7
EBIT-Marge %	13,5						13,5		14,6		15,7	
Mobile												
Verkehrstechnik												
Umsatz	136,2	-7,9					141,7	4,0	144,0	1,6	148,0	2,8
EBITDA	9,6	11,6					9,2	-4,1	10,0	8,7	10,5	5,0
EBITDA-Marge %	7,0						6,5		6,9		7,1	
Abschreibung	4,2	3,6					4,2	1,1	4,5	7,1	4,5	0,0
EBIT	5,4	18,5					5,0	-8,1	5,5	10,0	6,0	9,1
EBIT-Marge %	4,0						3,5		3,8		4,1	
Holding/Sonstige												
Umsatz	0,2	-57,4					0,3	63,0	0,3	0,0	0,3	0,0
EBITDA	-2,5	-17,4					-2,9	17,7	-2,9	0,0	-2,9	0,0
EBITDA-Marge %	n.m.						n.m.		n.m.		n.m.	
Abschreibung	0,0	-100,0					0,1		0,1	0,0	0,1	0,0
EBIT	-2,5	-16,2					-3,0	22,1	-3,0	0,0	-3,0	0,0
EBIT-Marge %	n.m.						n.m.		n.m.		n.m.	
Schaltbau-Konzern												
Umsatz	203,9	-5,1	52,9	5,8	159,1	5,1	211,0	3,5	214,8	1,8	220,3	2,6
EBITDA	17,1	22,1	4,1		9,9		16,4	-3,9	18,9	15,1	20,4	7,9
EBITDA-Marge %	8,4		7,8		6,3		7,8		8,8		9,3	
Abschreibung	5,0	1,3	1,2		1,2		5,1	2,7	6,1	19,0	6,1	0,0
EBIT	12,1	33,5	2,9	-21,6	8,7	3,6	11,3	-6,5	12,8	13,3	14,3	11,7
EBIT-Marge %	5,9				5,5		5,4		6,0		6,5	
Finanzergebnis	-4,3	-12,9					-4,5	-4,2	-3,0	33,3	-3,0	0,0
Beteiligungsergebnis a.o. Ergebnis	0,1						0,9		0,1		0,1	
	0,0						0,0		0,0		0,0	
Ergebnis v.												
Ertragssteuern	7,9	71,1					7,7	-2,1	9,9	28,6	11,4	15,2
Brutto-Marge %	3,9						3,6		4,6		5,2	
Steuern	2,8	67,4					1,9	-31,5	2,3	16,7	2,8	23,9
Steuerquote %	36,0						25,2		22,9		24,6	
Konzernjahresüberschuss												
chuss	5,0	73,2	1,8	38,5	5,0	78,6	5,8	14,4	7,6	32,6	8,6	12,6
Anteile Dritter	1,1		0,1		0,9		1,0		1,1		1,4	
Konzernjahresüberschuss n. Anteilen												
Dritter	3,9	108,3	1,7	70,0	4,1	127,8	4,8	21,6	6,5	37,3	7,2	10,1
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	0,91	44,3	2,19	95,5	2,55	21,6	3,50	37,3	3,85	10,1

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	211,0	214,8	220,3	226,9	233,7	240,7	
Veränderung in %		-5%	3%	2%	3%	3%	3%	3%	
EBIT	9,1	12,1	11,3	12,8	14,3	14,7	15,2	16,4	
Veränderung in %		33%	-7%	13,3%	11,7%	3,1%	3,0%	7,8%	
EBIT-Marge	4,2%	5,9%	5,4%	6,0%	6,5%	6,5%	6,5%	6,8%	
EBT	4,6	7,9	7,7	9,9	11,1	11,9	12,7	13,1	
Ertragssteueraufwand	1,7	2,8	1,9	2,3	2,6	2,7	2,9	3,3	
Steuerquote	36,8%	36,0%	25,2%	22,9%	23,0%	23,0%	25,0%	25,0%	
NOPLAT	7,4	9,3	9,4	10,5	11,7	12,0	12,3	13,1	
Veränderung in %		26%	1%	12,6%	11,5%	2,3%	2,1%	6,8%	
Abschreibungen	4,9	5,0	5,1	6,1	6,1	6,5	7,0	8,0	
Investitionen	4,6	3,7	4,0	5,0	6,5	6,5	9,0	10,0	
Forderungen	26,96	27,86							
Verbindlichkeiten	16,64	16,83							
NWC	53,87	51,13	54,86	58,00	63,9	65,8	67,8	69,7	
in % vom Umsatz	25,1%	25,1%	26,0%	27,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	
Delta NWC		-2,74	3,73	3,14	5,89	1,92	1,97	1,96	
Free Cash Flows			6,7	8,5	5,4	10,1	8,3	9,1	169,1
Barwerte der FCFF			6,3	7,4	4,4	7,7	5,9	6,1	
Summe Barwerte FCFF			37,8						
Barwert Terminal Value			112,3						
in % des Unternehmenswertes			75%						
Wert des Unternehmens			150,1						
Netto-Finanzschulden			78,0						
Minderheiten			10,0						
Beteiligungen			0						
Wert des Eigenkapitals			62,1						
Wert pro Aktie			33,2						

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. Dezember 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: 05.09.06; 11.05.06; 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.