

Schaltbau Holding AG

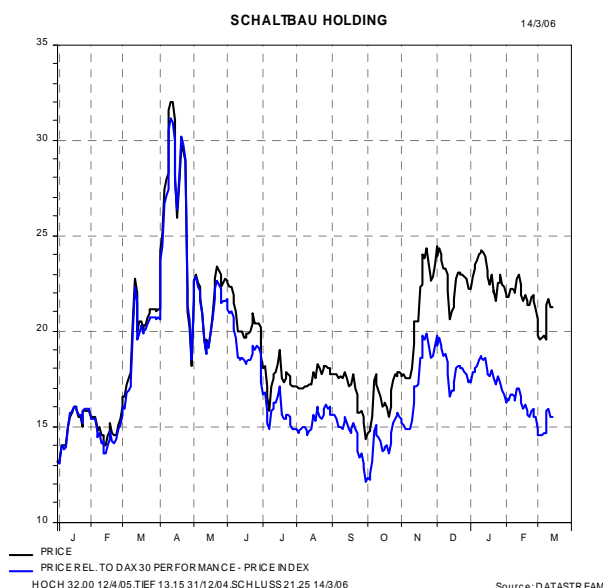
1. Quartal 2006 mit deutlich besserem Ergebnis – Ausblick positiv

Kaufen (Kaufen)

Kursziel	28 € (28 €)
Kurs (10.05.2006)	23,50 €
ISIN	DE0007170300
Marktkapitalisierung (Mio. €)	43,9
Anzahl Aktien (Mio.)	1,9
Homepage:	www.schaltbau.de

	2004	2005	2006e	2007e
		(IFRS)	(IFRS)	(IFRS)
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 (€)	1,4	2,3	2,5	3,5
Dividende je Aktie (€)	0,0	0,06	0,10	0,20
Buchwert je Aktie (€)	-14,6	-9,1	-6,0	-1,9
KGV	17,2	10,0	9,3	6,7
EV/EBIT	14,3	10,1	11,6	9,7
EV/EBITDA	9,3	7,1	7,4	6,6
EV/Umsatz	0,6	0,6	0,6	0,6
Dividendenrendite (%)	0,0	0,3	0,4	0,9

* Aktienstückzahl nach Kapitalerhöhung gewichtet und verwässert



Die Ergebnisse von Schaltbau zum Geschäftsjahr 2005 bestätigten unsere optimistischen Annahmen. Mit der Aufnahme der Dividendenzahlung bestätigt das Unternehmen das nachhaltig positive Ergebnismomentum.

- Mit einem Umsatz von 203,9 Mio. € (-5,1%) und einem operativen Ergebnis von 12,1 Mio. € (+33%) wurden im Geschäftsjahr 2005 die von uns erwarteten Ergebnisse erreicht. Besonders ertragsstark entwickelten sich die chinesischen Gemeinschaftsunternehmen, die insgesamt etwa 45% zum Konzernergebnis beisteuerten.
- Im ersten Quartal des laufenden Geschäftsjahres 2006 setzte sich der positive Trend fort. Der wachsende Auftragseingang (+20,7%) sowie vor allem das um 27% höhere operative Ergebnis sprechen für einen erneut positiven Geschäftsverlauf in 2006. Unsere Schätzungen für das Gesamtjahr haben wir leicht angehoben.
- Insgesamt dürfte das Geschäftsjahr 2006 jedoch ein Übergangsjahr bleiben, denn mit einer stärkeren Auftragsvergabe von Seiten der Bahnindustrie ist erst ab 2007 zu rechnen. Schaltbau profitiert sowohl von Aufträgen der Deutschen Bahn im Inland als auch durch eine verstärkte Nachfrage aus anderen europäischen Ländern.
- Die Bewertung der Schaltbau-Aktie ist wenig anspruchsvoll. Mit einem KGV von 6,7 sowie einem EV/EBIT von 9,7 auf Basis der für 2007 zu erwartenden Ergebnisse hat der Aktienmarkt das Potential von Schaltbau noch nicht erkannt.
- Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung und unser Kursziel von 28 €. Das entspricht einem Kurspotential von etwa 16%.

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer auf Seite 7.

Ergebnisse 2005 im Rahmen der optimistischen Annahmen

Der Umsatz im Schaltbau Konzern lag mit 203,9 Mio. € (-5,1%) in Höhe unserer Erwartungen. Das operative Ergebnis erreichte mit 12,1 Mio. € (+33%) sogar einen Wert über unseren ursprünglichen Schätzungen (11,9 Mio. €). Bei einem anhaltend hohen Cash Flow konnten die Netto-Finanzschulden um etwa 8 Mio. € auf 58,5 Mio. € reduziert werden.

Eine Verschiebung im Produktmix, hin zu Produktkategorien mit höherer Rentabilität hat die Ergebnisentwicklung begünstigt. Nach Abschluss der Sanierungsphase hat Schaltbau damit das im Jahr 2004 erreichte operative Ergebnis um mehr als 30% übertroffen.

Auf der Ebene der Nettoergebnisse werden die Erfolge der Restrukturierung noch deutlicher. Angesichts weitgehend stabiler Finanzierungskosten konnte der Jahresüberschuss bei einer Steuerquote von etwa 36% auf 5,0 Mio. € (+66,7%) ausgeweitet werden.

Die hohen Ergebnisanteile Dritter in Höhe von 1,1 Mio. € deuten darauf hin, dass insbesondere die chinesischen Joint Ventures mit stark positiven Ergebnissen zum Konzernresultat beigetragen haben. Wir schätzen den Umsatzanteil auf etwa 10% und den Ergebnisanteil im Konzern auf etwa 45%.

Angesichts der anhaltend positiven Nettoergebnisse hat sich das Unternehmen entschlossen erstmals wieder eine Dividende auszuschütten. Mit 0,06 € je Aktie handelt es sich zwar nur um eine Anlaufdividende. Dennoch unterstreicht der Vorstand mit dieser Maßnahme die Erwartung nachhaltig positiver Ergebnisse im Schaltbau-Konzern.

Insgesamt muss konstatiert werden, dass Schaltbau sich von einer sanierungsbedürftigen Beteiligungsholding zu einem fokussierten Hersteller von mobilen und stationären Verkehrssystemen entwickelt hat. Schaltbau nimmt damit eine führende Marktposition unter den Herstellern in seinen Märkten ein.

Erstes Quartal 2006 mit starkem Auftragsschub

Der Geschäftsverlauf im ersten Quartal 2006 war insbesondere von einem starken Zuwachs im Auftragseingang gekennzeichnet (+20,7% auf 59 Mio. €). Vor allem aus der Busindustrie ist eine höhere Nachfrage nach Türsystemen zu verzeichnen. Aber auch Umsatz (+4% auf 52 Mio. €) und operatives Ergebnis (+27,2% auf 2,8 Mio. €) haben sich im ersten Quartal 2006, ausgehend von einer sehr niedrigen Vorjahresbasis verbessert.

Ausblick für 2006: Ergebnisschätzung leicht angehoben

Das Geschäftsjahr 2006 wird ein Übergangsjahr. Nach unserer Einschätzung wird der Umsatz des Schaltbau-Konzerns im Geschäftsjahr moderat ansteigen. Das hängt mit der nur verhaltenen Auftragsvergabe durch die Bahnindustrie zusammen. Das Geschäft mit Busherstellern läuft dagegen seit Jahresanfang besser. Vor dem Hintergrund des besser als erwartet verlaufenen ersten Quartals 2006 haben wir unsere EBIT Schätzung für das Gesamtjahr von 10,2 Mio. € auf 10,7 Mio. € leicht angehoben. Im Ergebnis je Aktie wirkt sich dies mit einer Anhebung von 2,25 auf 2,50 € aus.

Insgesamt ist für 2006 mit einem leicht rückläufigen operativen Ergebnis im Schaltbau Konzern zu rechnen (-11,5% yoy). Die temporär niedrigere Auftragsvergabe von Seiten der Bahnindustrie wirkt sich dabei angesichts der Margenstärke des Geschäftsbereiches Stationäre Verkehrstechnik negativ aus. Nach dem Mittelzufluss durch die Ende 2005 vorgenommene Kapitalerhöhung rechnen wir jedoch mit einem verbesserten Finanzergebnis. Zusammen mit einer deutlich niedrigeren Steuerquote -nach Wegfall von Sonderbelastungen im Geschäftsjahr 2005- sollte das Nettoergebnis um etwa 16% zulegen.

Ergebniswachstum beschleunigt sich ab 2007

Das Geschäftsmodell von Schaltbau ist nach den vorgenommenen Restrukturierungsmaßnahmen vor allem umsatzgetrieben. Eine Belebung des Geschäftsvolumens hat starke Kostendegressionseffekte zur Folge. Ab 2007 erwarten wir eine dynamisierte Ergebnisentwicklung. Angesichts relativ langer Planungszeiträume zeichnet sich bereits heute eine Belebung des Bahntechnik-Geschäftes ab. Impulse erwarten wir von deutschen aber auch von neuen Kunden im europäischen Ausland. Das wird auf die Konzernzahlen 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 Bahnübergangs-Sicherungssystemen 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 positiven Ergebnisbeiträgen.

Bewertung der Schaltbau-Aktie – Ergebnispotential noch nicht antizipiert

Schaltbau weist auf der Basis klassischer Kennzahlen eine wenig anspruchsvolle Bewertung auf. Das beruht nach unserer Einschätzung auf der Tatsache, dass Schaltbau noch immer als Turnaround-Wert mit ausgeprägtem Risikoprofil gesehen wird. Auch das im Schaltbau-Konzern noch negative Eigenkapital (Wertberichtigungen im Rahmen der Sanierung) hat bisher zu einem Bewertungsabschlag geführt. Unberücksichtigt bleiben die sich zunehmend stabilisierende Ergebnisentwicklung sowie das hohe Ergebnispotential ab 2007, das vor allem durch eine stärkere Auftragsvergabe von Seiten der Bahnindustrie gestützt werden sollte.

Mit einem KGV von 6,7 sowie einem EV/EBIT von 9,7 auf Basis der für 2007 zu erwartenden Ergebnisse ist die Aktie niedrig bewertet. Diese Einschätzung wird auch weiterhin durch das DCF-Modell gestützt. Der faire Wert liegt danach bei etwa 28 € je Aktie.

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 €. Wir gehen davon aus, dass der Aktienkurs angesichts erhöhter öffentlicher Investitionen in die Bahninfrastruktur in Europa und Asien auf Sicht von 12 Monaten auf das faire Niveau ansteigen wird und bestätigen unsere Kaufempfehlung.

Schaltbau-Konzern: Umsatz und EBIT nach Bereichen

	2004 IFRS	2005e IFRS	yoy %	Q1		2006e IFRS	yoy %	2007e IFRS	yoy %
				2006 IFRS	yoy %				
Stationäre Verkehrstechnik									
Umsatz	66,7	67,5	1,2			68,0	0,7	75,0	10,3
EBITDA	8,4	9,9	18,9			10,5	5,4	11,8	12,4
EBITDA-Marge %	12,5	14,7				15,4		15,7	
Abschreibung	0,9	0,8	-13,4			1,5	79,0	1,5	0,0
EBIT	7,4	9,1	23,0			9,0	-1,2	10,3	14,4
EBIT-Marge %	11,1	13,5				13,2		13,7	
Mobile Verkehrstechnik									
Umsatz	147,8	136,2	-7,9			141,0	3,5	149,0	5,7
EBITDA	8,6	9,6	11,6			9,2	-4,1	10,0	8,7
EBITDA-Marge %	5,8	7,0				6,5		6,7	
Abschreibung	4,0	4,2	3,6			4,5	8,3	4,5	0,0
EBIT	4,6	5,4	18,5			4,7	-13,6	5,5	17,0
EBIT-Marge %	3,1	4,0				3,3		3,7	
Holding/Sonstige									
Umsatz	0,4	0,2	-57,4			0,3	63,0	0,3	0,0
EBITDA	-3,0	-2,5	-17,4			-2,9	17,7	-2,9	0,0
EBITDA-Marge %	n.m.	n.m.				n.m.		n.m.	
Abschreibung	0,0	0,0	-100,0			0,1		0,1	0,0
EBIT	-2,9	-2,5	-16,2			-3,0	22,1	-3,0	0,0
EBIT-Marge %	n.m.	n.m.				n.m.		n.m.	
Schaltbau-Konzern									
Umsatz	215,0	203,9	-5,1	52,0	4,0	209,3	2,6	224,3	7,2
EBITDA	14,0	17,1	22,1			16,8	-1,7	18,9	12,5
EBITDA-Marge %	6,5	8,4				8,0		8,4	
Abschreibung	4,9	5,0	1,3			6,1	22,2	6,1	0,0
EBIT	9,1	12,1	33,5	2,8	27,3	10,7	-11,5	12,8	19,6
EBIT-Marge %	4,2	5,9				5,1		5,7	
Finanzergebnis	-5,0	-4,3	-12,9			-3,7	14,4	-3,0	18,9
Beteiligungsergebnis	0,5	0,1				0,1		0,1	
a.o. Ergebnis	0,0	0,0				0,0		0,0	
Ergebnis v. Ertragssteuern	4,6	7,9	71,1			7,1	-9,8	9,9	39,4
Brutto-Marge %	2,1	3,9				3,4		4,4	
Steuern	1,7	2,8	67,4			1,3	-55,7	2,3	80,3
<i>Steuerquote %</i>	<i>36,8</i>	<i>36,0</i>				<i>17,7</i>		<i>22,9</i>	
Konzernjahresüberschuss	2,9	5,0	73,2	1,4	133,0	5,8	16,0	7,6	30,7
Anteile Dritter	1,0	1,1		0,6		1,1		1,1	
Konzernjahresüberschuss n. Anteilen Dritter	1,9	3,9	108,3	0,8		4,7	21,1	6,5	37,8
Anzahl Aktien (gewichtet)	1,4	1,7		1,9		1,9		1,9	
Anzahl Aktien (voll verwässert)	1,9	1,9		1,9		1,9		1,9	
Ergebnis je Aktie (gewichtet)	1,37	2,34	71,0	0,43		2,54	8,5	3,50	37,8
Ergebnis je Aktie (voll verwässert)	1,01	2,10	108,3	0,43		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: 11. Mai 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: 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.
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.