

## Schaltbau Holding AG

### Ziele 2005 erreicht – Ausblick positiv

#### Kaufen (Kaufen)

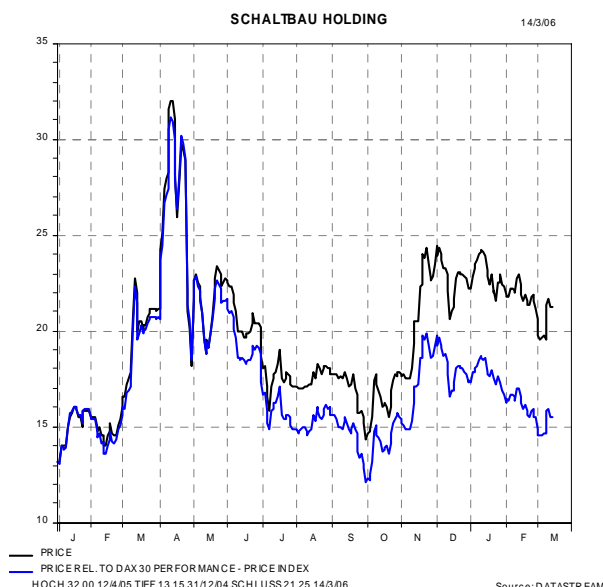
Kursziel	<b>28 € (28 €)</b>
Kurs (14.03.2006)	21,50 €
ISIN	DE0007170300
Marktkapitalisierung (Mio. €)	40,2
Anzahl Aktien (Mio.)	1,9
Homepage:	www.schaltbau.de

**Die vorläufigen Ergebnisse von Schaltbau zum Geschäftsjahr 2005 lagen im Rahmen unserer optimistischen Annahmen. Mit der Aufnahme der Dividendenzahlung bestätigt das Unternehmen das nachhaltig positive Ergebnismomentum.**

	2004	2005	2006e	2007e
		(IFRS)	(IFRS)	(IFRS)
Umsatz (Mio. €)	215,00	204,30	209,30	224,30
EBIT (Mio. €)	8,30	12,10	10,20	12,80
EBIT-Marge (%)	3,86	5,92	4,87	5,71
EBITDA (Mio. €)	14,11	17,08	16,28	18,88
Ergebnis je Aktie (€)*	1,42	2,34	2,25	3,42
Dividende je Aktie (€)	0,00	0,06	0,10	0,20
Buchwert je Aktie (€)*	-7,87	-11,66	-8,88	-4,87
KGV	15,14	9,19	9,57	6,28
Kurs/Buchwert	-2,73	-1,84	-2,42	-4,42
EV/EBIT	13,12	8,31	9,25	6,70
EV/EBITDA	7,72	5,89	5,79	4,54
EV/Umsatz	0,54	0,53	0,48	0,42
Dividendenrendite (%)	0,00	0,28	0,47	0,93

\* Aktienstückzahl nach Kapitalerhöhung gewichtet und verwässert

- Mit einem Umsatz von 204,3 Mio. € (-5,1%) und einem operativen Ergebnis von 12,1 Mio. € (+33%) wurden im Geschäftsjahr die von uns erwarteten Ergebnisse erreicht. Besonders ertragsstark entwickeln sich die chinesischen Gemeinschaftsunternehmen, die bis zu 45% zum Konzernergebnis beisteuern.
- Das laufende Geschäftsjahr 2006 ist ein Übergangsjahr. Wir erwarten bei einem leicht rückläufigen operativen Ergebnis aufgrund niedrigerer Finanzierungskosten einen Anstieg der Nettoergebnisse.
- Ab dem Geschäftsjahr 2007 ist durch eine verstärkte Auftragsvergabe von Seiten der Bahnindustrie mit einer Dynamisierung der Ergebnisse 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 6,2 sowie einem EV/EBIT von 7,6 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 mittelfristigen Kurspotential von mehr als 30%.



Bitte beachten Sie unseren Disclaimer auf Seite 6.

### **Ergebnisse 2005 im Rahmen der optimistischen Annahmen**

Der Umsatz lag mit 204,3 Mio. € (-5,1%) in Höhe unserer Erwartungen. Das operative Ergebnis erreichte mit 12,1 Mio. € (+33%) sogar einen Wert über unseren bisherigen Schätzungen (11,9 Mio. €). Bei einem anhaltend hohen Cash Flow konnten die Netto-Finanzschulden um etwa 8 Mio. € auf 44,4 Mio. € reduziert werden.

Stabile Umsatzstrukturen und eine Verschiebung im Produktmix, hin zu Produktkategorien mit höherer Rentabilität haben die Ergebnisentwicklung begünstigt. Nach Abschluss der Sanierungsphase hat Schaltbau damit das bereits im Jahr 2004 erreichte positive Ergebnismomentum bestätigt.

Auf der Ebene der Nettoergebnisse werden die Erfolge der Restrukturierung noch deutlicher. Angesichts weitgehend stabiler Finanzierungskosten konnte der Jahresüberschuss bei einer Steuerquote von etwa 40% auf 5,0 Mio. € (+66,7%) ausgeweitet werden.

Die hohen Ergebnisanteile Dritter in Höhe von 1,1 Mio. € beruhen vor allem auf Anteilen chinesischer Kooperationspartner an Gemeinschaftsunternehmen. Dies bestätigt unsere Annahme, dass in China mit einem Anteil am Konzernumsatz von unter 10% insgesamt etwa 45% des Konzernergebnisses erzielt wird.

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 Marktnischen ein.

### **Ausblick für 2006**

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, da Schaltbau in einem sich seitwärts bewegenden Markt Anteilsgewinne erzielt hat. Die temporär niedrigere Auftragsvergabe von Seiten der Bahnindustrie hat angesichts der Margenstärke des Geschäftsbereiches Stationäre Verkehrstechnik ein rückläufiges operatives Ergebnis (-15% yoy) im Schaltbau-Konzern zur Folge.

Nach dem Mittelzufluss durch die Ende 2005 vorgenommene Kapitalerhöhung rechnen wir mit einem leicht verbesserten Finanzergebnis. Zusammen

mit einer deutlich niedrigeren Steuerquote -nach Wegfall der Sonderbelastungen- sollte das Nettoergebnis um etwa 4,4% 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.

### **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 nach den vorgenommenen Wertberichtigungen noch negative Eigenkapital 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 6,2 sowie einem EV/EBIT von 6,7 auf Basis der für 2007 zu erwartenden Ergebnisse ist die Aktie wenig anspruchsvoll bewertet. Dies 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		2005e		2006e		2007e	
	HGB	yoy %	IFRS	yoy %	IFRS	yoy %	IFRS	yoy %
<b>Stationäre Verkehrstechnik</b>								
Umsatz	66,7	6,2	64,0	-4,0	68,0	6,3	75,0	10,3
EBITDA	8,4	54,7	11,3	34,2	10,0	-11,5	11,8	18,1
EBITDA-Marge %	12,6		17,6		14,7		15,7	
Abschreibung	1,5	2,0	1,5	-2,0	1,5	0,0	1,5	0,0
EBIT	6,9	74,2	9,8	42,0	8,5	-13,3	10,3	21,2
EBIT-Marge %	10,3		15,3		12,5		13,7	
<b>Mobile Verkehrstechnik</b>								
Umsatz	147,9	-2,9	140,0	-5,3	141,0	0,7	149,0	5,7
EBITDA	8,1	-24,9	10,0	23,5	9,2	-8,0	10,0	8,7
EBITDA-Marge %	5,5		7,1		6,5		6,7	
Abschreibung	4,2	-35,9	4,5	7,1	4,5	0,0	4,5	0,0
EBIT	3,9	-8,0	5,5	41,0	4,7	-14,5	5,5	17,0
EBIT-Marge %	2,6		3,9		3,3		3,7	
<b>Holding/Sonstige</b>								
Umsatz	0,4	33,3	0,3	-25,0	0,3	0,0	0,3	0,0
EBITDA	-2,4	-69,9	-4,2	75,3	-2,9	-31,0	-2,9	0,0
EBITDA-Marge %	n.m.		n.m.		n.m.		n.m.	
Abschreibung	0,1	0,0	-1,0		0,1		0,1	0,0
EBIT	-2,5	-68,9	-3,2	28,0	-3,0	-6,3	-3,0	0,0
EBIT-Marge %	n.m.		n.m.		n.m.		n.m.	
<b>Schaltbau-Konzern</b>								
Umsatz	215,0	-5,4	204,3	-5,0	209,3	2,4	224,3	7,2
<b>EBITDA</b>	<b>14,1</b>	<b>134,4</b>	<b>17,1</b>	<b>21,0</b>	<b>16,3</b>	<b>-4,7</b>	<b>18,9</b>	<b>16,0</b>
EBITDA-Marge %	6,6		8,4		7,8		8,4	
Abschreibung	5,8	-31,3	5,0	-14,3	6,1	22,1	6,1	0,0
<b>EBIT</b>	<b>8,3</b>	<b>n.m.</b>	<b>12,1</b>	<b>45,8</b>	<b>10,2</b>	<b>-15,7</b>	<b>12,8</b>	<b>25,5</b>
EBIT-Marge %	3,9		5,9		4,9		5,7	
Finanzergebnis	-3,8	3,6	-4,3	-13,2	-4,5	-4,7	-4,5	0,0
Beteiligungsergebnis	0,5		0,5		0,7		0,8	
a.o. Ergebnis	-0,9		0,0		0,0		0,0	
<b>Ergebnis v. Ertragssteuern</b>	<b>4,1</b>	<b>n.m.</b>	<b>8,3</b>	<b>102,4</b>	<b>6,4</b>	<b>-22,9</b>	<b>9,1</b>	<b>42,2</b>
Brutto-Marge %	1,9		4,1		3,1		4,1	
Steuern	1,7	n.m.	3,3	91,9	1,2	-63,9	1,6	33,3
<i>Steuerquote %</i>	<i>42,2</i>		<i>40,0</i>		<i>18,8</i>		<i>17,6</i>	
<b>Konzernjahresüberschuss</b>	<b>2,4</b>	<b>n.m.</b>	<b>5,0</b>	<b>110,1</b>	<b>5,2</b>	<b>4,4</b>	<b>7,5</b>	<b>44,2</b>
Anteile Dritter	1,0		1,1		1,0		1,1	
<b>Konzernjahresüberschuss n. Anteilen Dritter</b>	<b>1,4</b>	<b>n.m.</b>	<b>3,9</b>	<b>176,6</b>	<b>4,2</b>	<b>8,2</b>	<b>6,4</b>	<b>52,4</b>
Anzahl Aktien (gewichtet und verwässert)								
	1,2		1,7		1,9		1,9	
<b>Ergebnis je Aktie (gewichtet und verwässert)</b>	<b>1,42</b>		<b>2,34</b>		<b>2,25</b>	<b>-3,9</b>	<b>3,42</b>	<b>52,4</b>
<b>Ergebnis je Aktie (voll verwässert)</b>	<b>0,75</b>		<b>2,08</b>		<b>2,25</b>	<b>8,2</b>	<b>3,42</b>	<b>52,4</b>

Quelle: Schaltbau, Solventis Schätzung

**DCF-Modell Schaltbau**

	2003	2004	2005e	2006e	2007e	2008e	2009e	2010e	Terminal Value
			1	2	3	4	5	6	
<b>Umsatz</b>	227,4	215,0	204,3	209,3	224,3	233,3	240,3	245,1	
<b>Veränderung in %</b>		-5%	-5%	2%	7%	4%	3%	2%	
<b>EBIT</b>	-2,4	9,4	12,1	10,2	12,8	13,3	13,7	14,0	
<b>Veränderung in %</b>		-485%	29%	-15,7%	25,5%	3,9%	3,0%	2,0%	
<b>EBIT-Marge</b>	-1,1%	4,4%	5,9%	4,9%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	
<b>EBT</b>	-14,6	4,1	8,3	6,4	9,1	9,2	9,3	9,4	
<b>Ertragssteueraufwand</b>	-0,9	1,7	3,3	1,2	1,6	1,8	2,3	3,8	
<b>Steuerquote</b>	5,8%	42,2%	40,0%	18,8%	17,6%	20,0%	25,0%	40,0%	
<b>NOPLAT</b>	-1,6	7,7	8,8	9,0	11,2	11,5	11,4	10,2	
<b>Veränderung in %</b>		-583%	14%	2,5%	24,4%	2,3%	-0,7%	-10,2%	
<b>Abschreibungen</b>	8,5	5,8	5,0	6,1	6,5	6,5	7,0	8,0	
<b>Investitionen</b>	5,0	5,8	5,0	6,0	6,5	6,5	8,0	9,0	
<b>Forderungen</b>	27,24	30,46	34,32						
<b>Verbindlichkeiten</b>	17,31	16,63	14,7						
<b>NWC</b>	53,48	53,93	59,42	60,70	65,0	67,6	69,7	71,1	
<b>in % vom Umsatz</b>	23,5%	25,1%	29,1%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	
<b>Delta NWC</b>		0,45	5,49	1,28	4,35	2,60	2,03	1,39	
<b>Free Cash Flows</b>			3,3	7,8	6,9	8,9	8,3	7,8	146,9
<b>Barwerte der FCFF</b>			3,0	6,7	5,5	6,6	5,8	5,1	
<b>Summe Barwerte FCFF</b>			32,8						
<b>Barwert Terminal Value</b>			95,1						
<b>in % des Unternehmenswertes</b>			74%						
<b>Wert des Unternehmens</b>			127,9						
<b>Netto-Finanzschulden</b>			74,0						
<b>Minderheiten</b>			1						
<b>Beteiligungen</b>			0						
<b>Wert des Eigenkapitals</b>			52,9						
<b>Wert pro Aktie</b>			28,3						

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](http://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](http://www.solventis.de))**

- a) Erstmalige Veröffentlichung: 15. März 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: 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.**