

# Schaltbau Holding AG

## Türen schließen – Zug fährt ab

### Kaufen (-)

Kursziel	<b>28,3 €</b>
Kurs (29.11.2005)	23,10 €
ISIN	DE0007170300
Marktkapitalisierung (Mio. €)	39,3
Anzahl Aktien (Mio. verwässert)	1,7
Homepage:	<a href="http://www.schaltbau.de">www.schaltbau.de</a>

	2004	2005e	2006e	2007e
Umsatz (Mio. €)	215,00	204,30	209,30	224,30
EBIT (Mio. €)	8,30	11,90	10,20	12,80
EBIT-Marge (%)	3,86	5,82	4,87	5,71
EBITDA (Mio. €)	14,11	17,98	16,28	18,88
Ergebnis je Aktie (€)	0,83	2,21	2,47	3,76
Dividende je Aktie (€)	0,00	0,00	0,10	0,20
Buchwert je Aktie (€)	-8,65	-12,82	-9,76	-5,35
KGV	27,99	10,44	9,35	6,14
Kurs/Buchwert	-2,67	-1,80	-2,37	-4,32
EV/EBIT	13,01	9,70	10,70	7,86
EV/EBITDA	7,65	6,42	6,71	5,33
EV/Umsatz	0,53	0,53	0,55	0,49
<b>Dividendenrendite (%)</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,43</b>	<b>0,87</b>

2004 HGB, ab 2005 IFRS

**Die operativen Ergebnisse des Jahres 2005 bestätigen eindrucksvoll den Turnaround von Schaltbau. Die Strategie, den Konzern auf Komponenten für die mobile und stationäre Verkehrstechnik zu fokussieren, zahlt sich aus.**

- Das Geschäftsjahr 2006 wird ein Übergangsjahr für Schaltbau. Ab 2007 werden die Umsätze merklich anziehen. Im Bereich Stationäre Verkehrstechnik erreicht die Nachfrage nach einer temporären Delle wieder das Niveau von 2005 und der Bereich Mobile Verkehrstechnik wird eine deutlich erhöhte Profitabilität zeigen.
- Das Geschäftsmodell von Schaltbau ist auf Mengenwachstum mit auskömmlichen Margen ausgelegt. Auf der Basis einer starken Marktstellung in Deutschland erwarten wir zukünftiges Wachstum insbesondere in den noch unterentwickelten Bahntechnikmärkten in Osteuropa sowie Asien.
- Auf Basis klassischer Kennzahlen (2007e) liegt die Schaltbau-Aktie etwa im Schnitt der Peer Group. Nach unserem DCF-Modell, das die Projektionen der wichtigen Folgejahre berücksichtigt, beläuft sich der faire Wert der Schaltbau-Aktie auf 28,3 €. Wir gehen davon aus, dass der Kurs auf Sicht von 12 Monaten auf das faire Niveau steigen wird.

Schaltbau Holding AG



Bitte beachten Sie unseren Disclaimer auf Seite 28.

# Inhalt

<b>Inhalt .....</b>	<b>2</b>
<b>Investment Case .....</b>	<b>3</b>
<b>SWOT Analyse .....</b>	<b>4</b>
<b>Unternehmensüberblick .....</b>	<b>6</b>
<b>Mobile Verkehrstechnik.....</b>	<b>6</b>
<b>Stationäre Verkehrstechnik .....</b>	<b>9</b>
<b>Umsatz nach Marktsegmenten .....</b>	<b>10</b>
<b>Finanzen .....</b>	<b>11</b>
<b>Management.....</b>	<b>14</b>
<b>Aktionärsstruktur .....</b>	<b>15</b>
<b>Bewertung der Schaltbau-Aktie .....</b>	<b>16</b>
<b>Peer Group-Vergleich .....</b>	<b>16</b>
<b>DCF-Bewertung.....</b>	<b>18</b>
<b>Bewertung des Schaltbau-Genussscheins .....</b>	<b>25</b>
<b>Disclaimer .....</b>	<b>28</b>

---

# Investment Case

## Türen schließen - Zug fährt ab

- Schaltbau hat sich seit 2003 von einer sanierungsbedürftigen Beteiligungsholding zu einem fokussierten Hersteller von mobilen und stationären Verkehrssystemen entwickelt. Schaltbau nimmt heute eine führende Marktposition unter den Herstellern in seinen Marktnischen ein.
- Schaltbau beliefert mit den zwei Geschäftsbereichen Mobile und Stationäre Verkehrssysteme vor allem die Bus- und Bahnindustrie.
- Die Ergebnisse des Jahres 2005 bestätigen die Erfolge des neuen Managements. Nach Abschluss der Restrukturierung und der anschließenden Rekapitalisierung dürfte im Gesamtjahr ein operatives Ergebnis (EBIT) von knapp 12 Mio. € (+28,5% ggü. Vorjahr auf vergleichbarer Basis) erreicht werden.
- Das Geschäftsjahr 2006 wird ein Übergangsjahr. Das hängt primär mit einer temporären Delle in der Stationären Verkehrstechnik zusammen. Dagegen entwickelt sich die Mobile Verkehrstechnik bei deutlich verbesserten Margen kontinuierlich weiter. Aufgrund des vorübergehend ungünstigeren Produktmixes geht das EBIT auf Konzernebene 2006 um etwa 13% zurück.
- Auf der Basis einer gestrafften Kostenstruktur erwarten wir ab dem Jahr 2007 eine dynamischere Gewinnentwicklung, das EBIT wird über 25% zulegen. Angesichts langer Planungszeiträume lässt sich bereits heute ein potentiell höheres Auftragsvolumen vor allem von Seiten der Bahnindustrie ableiten.
- Das Geschäftsmodell von Schaltbau ist nach den vorgenommenen Restrukturierungsmaßnahmen vor allem Umsatz getrieben. Eine Belebung des Geschäftsvolumens hat starke Kostendegressionseffekte zur Folge. Daraus erklärt sich im Wesentlichen der von uns geschätzte überdurchschnittliche Ergebnisanstieg von mehr als 25% in 2007. Angesichts des rückläufigen Verschuldungsgrades und des damit verbundenen niedrigeren Finanzierungsaufwandes dürften die Nettoergebnisse noch dynamischer steigen.
- Auf Basis der Konsensus-Schätzungen (Thomson Financial) für die Peers bewegt sich die Bewertung der Schaltbau-Aktie (2007e) im Rahmen der Vergleichsunternehmen.
- Die Bewertungsanalyse anhand eines zweistufigen DCF-Modells berücksichtigt darüber hinaus den wichtigen längerfristigen Zeitraum. Danach liegt der faire Wert der Schaltbau-Aktie bei 28,3 €. 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 steigen wird.

# SWOT Analyse

## Stärken

- **Marktanteil:** Hoher Marktanteil bei Bus- und Bahntürsystemen in Deutschland.
- **Internationalisierung:** Über eine Beteiligung in Polen und über zwei Joint Venture in China hat Schaltbau in attraktiven Märkten eine Plattform, die in den nächsten Jahren ausgebaut wird.
- **Rentabilität:** Der Unternehmensbereich Stationäre Verkehrssysteme verfügt über eine nachhaltig hohe Rentabilität.
- **Management:** Das neue Management unter der Führung von Dr. Cammann hat konsequent eine Fokussierung auf das Kerngeschäft betrieben.
- **Wachstum:** Investitionen in die Bahninfrastruktur der osteuropäischen Beitrittsländer wird das Umsatzwachstum ab 2007 beschleunigen. Auch in Asien gibt es erheblichen Nachholbedarf. In beiden Regionen ist Schaltbau präsent.
- **Erhöhte Mittel für Eisenbahninfrastruktur:** Der Koalitionsvertrag der neuen Bundesregierung sieht für den Erhalt und Ausbau der Schienenwege deutlich erhöhte und verstetigte Mittel vor. Davon wird auch Schaltbau profitieren.
- **Überproportionales Ergebniswachstum:** Die Ergebnisse werden vor dem Hintergrund optimierter Kostenstrukturen und geringerer Finanzschulden überproportional steigen.

## Schwächen

- **Kundenstruktur:** Abhängigkeit von der Auftragsvergabe weniger Hersteller von Bus- und Bahnfahrzeugen.
- **Rentabilität:** Im größten Unternehmensbereich Mobile Verkehrstechnik ist die Rentabilität aufgrund von Altlasten in Form unprofitabler Aufträge noch gering.
- **Kapitalausstattung:** Der Schaltbau-Konzern weist ein negatives Eigenkapital aus trotz umfangreicher Kapitalmaßnahmen.
- **Verschuldungsgrad:** Die Netto-Finanzverschuldung (ca. 90 Mio. €, einschließlich Pensionsrückstellungen und Genussrechte) bewegt sich noch immer auf einem hohen Niveau. Dadurch wird die Möglichkeit für externes Wachstum limitiert.

## Chancen

- **Geographische Expansion:** Mobile und stationäre Verkehrstechniken verfügen über ein großes Potential in Osteuropa und Asien, das es zu heben gilt.
- **Kooperationen:** Zwei profitable Joint Venture in China bilden eine gute Plattform, um am wachsenden asiatischen Markt zu partizipieren.
- **Wachstum:** Die östlichen EU-Beitrittsländer werden in der Bahntechnik westliche Sicherheitsstandards z.B. bei Bahnübergängen einführen. Daraus entsteht die Möglichkeit für zusätzliche Aufträge beispielsweise aus Polen, wo Schaltbau bereits an einem Bahntechnik-Unternehmen beteiligt ist.
- **Bauprogramm 2010:** Dieses Infrastruktur-Programm des Bundes sieht die Modernisierung von rund 800 Bahnübergängen in Ostdeutschland ab 2007 vor. Das Programm hat ein Volumen von 200 Mio. € über vier Jahre. Ein Teil des Kuchens dürfte auf Schaltbau entfallen.
- **Expansion/Akquisition:** Im Fall einer verbesserten Kapitalausstattung könnten bereits projektierte Akquisitionen in Wachstumsmärkten realisiert werden.
- **Hohe Energiepreise:** Die gestiegenen Energiepreise haben eine vermehrte Nutzung öffentlicher Verkehrsmittel zur Folge. Als Zulieferer für das mobile und stationäre Material eröffnen sich dadurch für Schaltbau Wachstumschancen.

## Risiken

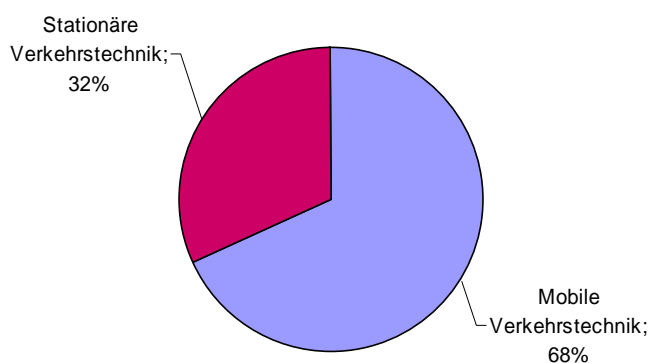
- **Zyklizität:** Die Branchen mobile und stationäre Verkehrstechnik verfügen über eine endogene Zyklizität. Zulieferer wie Schaltbau können sich diesen Schwankungen kaum entziehen.
- **Auftragsreichweite:** Aufgrund der geringen Vorlaufzeit unterliegt das Geschäft mit Bustüren einer eingeschränkten Planbarkeit.
- **Märkte:** Die für Schaltbau relevanten Bereiche der mobilen und stationäre Verkehrstechnik versprechen in den nächsten Jahren eine erhöhte Wachstum. Oftmals ist aber unsicher, wann entsprechende Aufträge akquiriert werden können.
- **Produktionsverlagerung Ausland:** Der Ausbau ausländischer Märkte ist naturgemäß mit besondere Risiken behaftet. Schaltbau muss diesen Weg aber gehen, um zukünftiges Wachstum zu generieren. Darüber hinaus dürften wesentliche Kunden ihre Produktion in das Ausland verlagern, dem sich Zulieferer wie Schaltbau oftmals nicht entziehen können.

## Unternehmensüberblick

Schaltbau hat sich nach einer tief greifenden Restrukturierung von einem stark diversifizierten Konglomerat zu einem fokussierten Hersteller von Komponenten für mobile und stationäre Verkehrstechnik entwickelt. 2005 entfallen etwa 68% des Umsatzes auf den Bereich Mobile Verkehrstechnik (Türsysteme für Busse und Bahnen, Türsteuerungen, Einstiegshilfen, Fahr-schalter, Fahrzeugausrüstungen und Komponenten) und 32% auf die Stationäre Verkehrstechnik (Bahnübergangssysteme, Stromabnehmer, Batterieladegeräte, Energieversorgungen, Warntechnik und Weichenheizungen).

---

### Umsatz nach Geschäftsbereichen 2005e



Quelle: Solventis Schätzung

---

### Mobile Verkehrstechnik

Mit einem Umsatz von voraussichtlich 140 Mio. € in 2005 ist der Bereich Mobile Verkehrstechnik der größte Unternehmensbereich im Schaltbau-Konzern. Auf ihn entfallen etwa 68% des Umsatzes und 36% des EBITs in 2005. Die Geschäftsaktivitäten sind in der Bode-Gruppe (Umsatz 2004: 97,5 Mio. €) und in der Schaltbau GmbH-Gruppe (Umsatz 2004: 49,9 Mio. €) zusammengefasst.

### Bode-Gruppe

Bode hat sich in wenigen Jahren zum Marktführer (Anteil ca. 60%) von automatischen Türsystemen für Reise- und Stadtbusse in Europa entwickelt. Bode ist Systemlieferant von Außenschwing- und Innenschwenktüren für alle bedeutenden Bushersteller. Bode bedient auch in großem Umfang den Bahntechnik Markt. Dazu gehören druckdichte Türen für den ICE der Deutschen Bahn. Alle ICE-Folgegenerationen und viele Nah- und Fernverkehrszüge sowie Stadt- und Straßenbahnen sind mit Bode-Türsystemen ausgestattet. Bode ist mit einem Anteil von etwa 25% drittgrößter Anbieter in Europa.

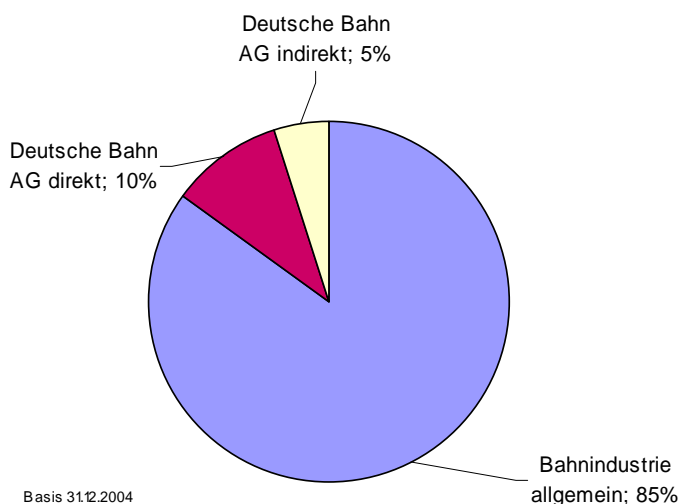
---

### Schaltbau GmbH-Gruppe

Die Schaltbau GmbH ist in den Bereichen elektromechanische Produkte für Industrieanwendungen und für die Verkehrstechnik tätig. Steckverbinder, Schnappschalter und Gleichstromschütze von Schaltbau werden sowohl im Maschinen- und Apparatebau, in der Mess-, Steuer- und Regeltechnik als auch in der Bahnverkehrstechnik verwendet. Elektrische Ausrüstungen für Reisezugwagen sowie Fahrschalter und Fahrzeugkomponenten kommen weltweit im Nah- und Fernverkehr und in Hochgeschwindigkeitszügen zum Einsatz.

Der Bereich Mobile Verkehrstechnik weist eine zyklische Geschäftsentwicklung auf. Innerhalb einer oligopolistischen Marktstruktur sind sowohl die Bode-Gruppe als auch die Schaltbau GmbH-Gruppe in starkem Maße von wenigen großen Auftraggebern wie der Deutschen Bahn (siehe Grafik) abhängig. Entsprechend wirken sich kurzfristige Auftragsschwankungen auf die Umsatzentwicklung aus. Grundsätzlich ist Bode in Wachstumsmärkten tätig. Der Bedarf an Stadtbussen sowie die Erneuerung der europäischen Bahntechnik ist unverändert hoch. Angesichts der schwierigen gesamtwirtschaftlichen Situation in wichtigen Abnehmermärkten lässt sich die Realisierung und Umsetzung des Bedarfs in konkrete Auftragsvergaben nur schwer planen.

### Umsatz 2005e: Mobile Bahntechnik



Quelle: Schaltbau

### **Strategie: Ausweitung von Marktanteilen in Europa**

Angesichts der erreichten hohen Marktanteile von ca. 85% bei Bussen in Deutschland ist die Strategie auf eine Erhöhung der Marktanteile in Europa ausgerichtet. Gleichzeitig zeichnet sich eine deutliche Verbesserung der EBIT-Marge ab. Die letzten unrentablen Aufträge laufen 2006 aus. Ab 2007 greifen dann Aufträge mit auskömmlichen Margen. Im Verbund mit steigenden Volumina und den damit verbundenen Skalierungseffekten wird die EBIT-Marge deutlich steigen. Dann werden auch die Kapitalkosten verdient.

Neben den Altlasten in Form unprofitabler Aufträge beruht die mangelnde Ertragskraft darauf, dass die personalkostenintensive Fertigung fast ausschließlich in Deutschland stattfindet. Höhere Auftragsvolumen könnten zwar den Personalkostenanteil reduzieren. Dadurch lässt sich das strukturelle Kostenproblem jedoch nicht beseitigt. Da zukünftiges Wachstum vor allem in den osteuropäischen Märkten stattfinden wird, können wir uns eine Ausweitung der Produktionsbasis in Polen oder neue Standorte mit geringeren Personalkosten vorstellen. Insgesamt gilt es dabei zwischen den niedrigeren Personal- und höheren Logistikkosten abzuwägen.

Bemerkenswert für den Geschäftsbereich ist das Engagement in Asien. Insbesondere in China hat sich Schaltbau über zwei Joint Venture mit chinesischen Partnern eine gute Ausgangsposition erarbeitet. Das Joint Venture „Xi'an Schaltbau“, an dem Schaltbau 50% hält und das voll konsolidiert wird, dürfte 2005 einen Umsatz von über 10 Mio. € erzielen bei einer Netto-Marge von etwa 20%. Das zweite Joint Venture „Beijing Bode“, an dem Schaltbau mit 49% beteiligt ist und das at equity konsolidiert wird, dürfte bei einem Umsatz von etwa 8 Mio. € eine Netto-Marge im oberen einstelligen Bereich abwerfen.

### **Impulse durch Großaufträge ab 2007**

Insgesamt könnte der Bereich Mobile Verkehrstechnik der Wachstumstreiber des Schaltbau-Konzerns werden. Denn hier liegt das größte Geschäftsvolumen der Unternehmensgruppe und eine nachhaltige Verbesserung der Rentabilität würde sich überdurchschnittlich stark in den Konzernergebnissen niederschlagen. Schaltbau selbst rechnet nach einem Übergangsjahr 2006 mit einer stärkeren Belebung der Auftragslage ab dem Geschäftsjahr 2007. Insbesondere von Seiten der Bahntechnik ist dann mit höheren Umsätzen zu rechnen. Exemplarisch dafür ist der jüngst vergebene Auftrag der niederländischen Staatsbahnen (Auftragsvolumen für Schaltbau ca. 28 Mio. €), den die Schaltbautochter Bode gemeinsam mit Bombardier und Siemens realisieren wird.

## Stationäre Verkehrstechnik

Der zweite Konzernbereich, Stationäre Verkehrssysteme (Umsatzanteil: 32%; Ergebnisanteil: 64%) dürfte 2005 einen Umsatz von rund 65 Mio. € erzielen. Die Geschäftsaktivitäten sind in der Pintsch-Gruppe zusammengefasst. Für die Absatzgebiete Schiene und Wasserstraßen bietet Pintsch eine breite Palette sicherheitstechnischer Produkte an. Ein Schwerpunkt ist die stationäre Bahnverkehrstechnik. Für die sichere Koordination von Bahn- und Straßenverkehr bietet das Unternehmen komplette Bahnübergangssicherungsanlagen an. Weitere Produktbereiche sind Fahrzeugausrüstungen, Warn- und Antriebstechnik sowie in geringerem Umfang Seezeichen.

Die Marktpositionierung der einzelnen Produktgruppen ist unterschiedlich ausgeprägt. Pintsch vertreibt seine Produkte vor allem im deutschsprachigen Raum und hält dort Marktanteile zwischen 10 und 40%.

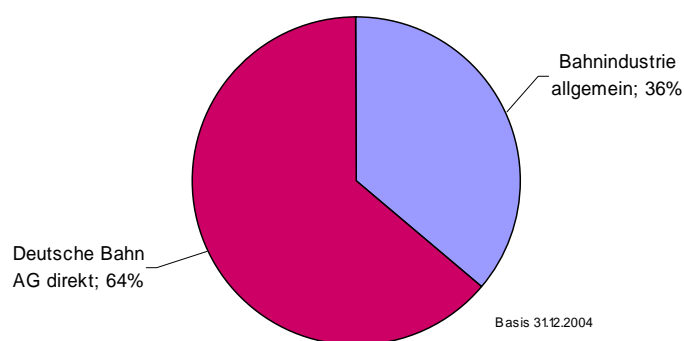
Die Ergebnisse im Bereich Stationäre Verkehrssysteme sind von vergleichsweise hohen Umsatz-Margen gekennzeichnet. Pintsch erzielt regelmäßig zweistellige EBIT-Margen. Angesichts der geringen Fertigungstiefe ist dies ein bemerkenswert hohes Niveau. Nach unserer Einschätzung könnte die Ertragskraft sowohl durch Kostendegression als auch durch einen optimierten Einkauf weiter gesteigert werden.

In den angestammten Produktgruppen erwarten wir in den nächsten Jahren ein moderates Umsatzwachstum. Das Unternehmen ist auf etablierten, jedoch wenig wachstumsträchtigen Märkten gut positioniert. Zum großen Teil handelt es sich um öffentliche Auftraggeber. Insgesamt stellt der Geschäftsbereich ein stabilisierendes Element und die größte Ertragsquelle im Schaltbau-Konzern dar.

Die Strategie von Schaltbau in diesem Unternehmensbereich ist auf eine Ausweitung des internationalen Geschäfts ausgerichtet. Schwerpunkte bilden dabei insbesondere Osteuropa und Asien. In Osteuropa, vor allem in Polen, können wir uns auch kleinere Akquisitionen vorstellen.

---

### Umsatz 2005e: Stationäre Bahntechnik



Quelle: Schaltbau

---

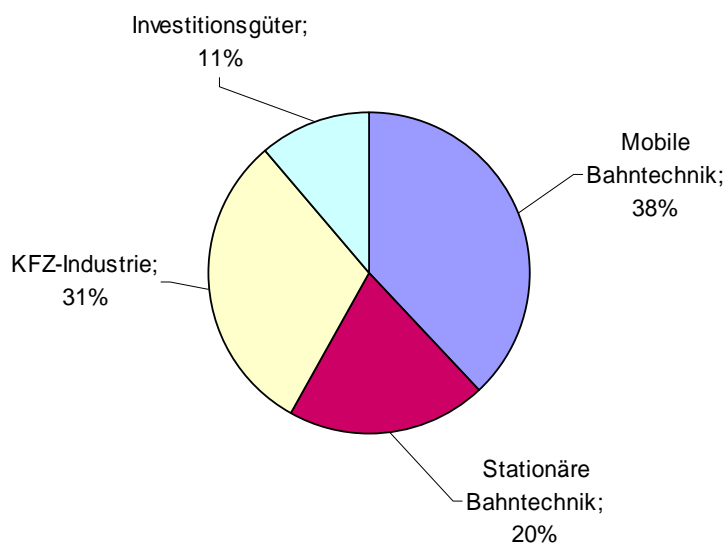
### Umsatz nach Marktsegmenten

Die nachstehende Grafik gliedert den Umsatz des Schaltbau-Konzerns nach Marktsegmenten. Auf die mobile und stationäre Bahntechnik entfällt ein Umsatzanteil von knapp 60%. Das zweitgrößte Segment ist die KFZ-Industrie. Das Schlusslicht bildet die Investitionsgüterindustrie mit 11%.

Die Kunden sind überwiegend große Unternehmen wie Staatsbahnen und Produzenten von Nah- und Fernverkehrszügen oder Hersteller aus der KFZ-Industrie. Damit liefert Schaltbau an Unternehmen aus Branchen, in denen teils ein scharfer Preiswettbewerb herrscht.

---

#### Umsatz nach Marktsegmenten 2005e



Basis 31.12.2004

Quelle: Schaltbau

---

## Finanzen

### **Rekapitalisierung 2004**

Den entscheidenden Schritt hin zu einer langfristig gesicherten Finanzierung des Konzerns stellte das Rekapitalisierungskonzept dar, das auf einer außerordentlichen Hauptversammlung Ende 2003 beschlossen wurde. Das Konzept bestand aus einer vereinfachten Kapitalherabsetzung sowie der Begebung von Genussrechten mit beigefügten Optionsrechten über 12 Mio. €. Davon übernahmen die Banken 11,8 Mio. € gegen Bankverbindlichkeiten. Außerdem wurden vom Bankenkonsortium 26 Mio. € als langfristiges Tilgungsdarlehen ausgereicht (Laufzeit bis 31. Dezember 2010).

### **Nach Sanierung Ergebnisverbesserung bereits 2005**

Schaltbau hat die Sanierung erfolgreich abgeschlossen. Eine konsequente Straffung der Konzernstruktur, die Implementierung eines effizienten Controllings sowie eine Fokussierung auf die Kerngeschäftsfelder Mobile und Stationäre Verkehrstechniksysteme zeigen Erfolge.

Trotz eines schwachen ersten Halbjahres 2005 werden die Jahresziele im Schaltbau-Konzern erreicht. Wir gehen – in dem erstmals nach IFRS erstellten Jahresabschluss – von einem operativen Ergebnis in Höhe von knapp 12 Mio. € (+28,5% ggü. Vorjahr auf vergleichbarer Basis) aus. Insbesondere im zweiten Halbjahr 2005 haben sich die Auftragseingänge und Umsätze in beiden Geschäftsbereichen stark verbessert. Im Bereich der Mobilien Verkehrstechnik profitieren die Beteiligungen Bode und Schaltbau GmbH vor allem von höheren Aufträgen aus der Nutzfahrzeugindustrie. Die Ertragskraft wird durch die konsequente Ergebnisorientierung gestärkt. Unter dem neuen Management wird auf unrentable Aufträge verzichtet. Dies ist auch erforderlich, denn mit dem derzeitigen Ergebnisniveau werden noch keine ausreichenden Kapitalrenditen erwirtschaftet. Auch im Geschäftsbereich Stationäre Verkehrssysteme wird bei stagnierenden Märkten ein Ergebnisanstieg in 2005 realisiert.

Hochprofitabel ist das chinesische Joint Venture Xi'an Schaltbau. Das dort im Geschäft mit Komponenten für die Bahntechnik erzielte Nettoergebnis von mehr als 2 Mio. € entspricht einem Anteil am Jahresüberschuss des Schaltbau-Konzerns von etwa 45% in 2005.

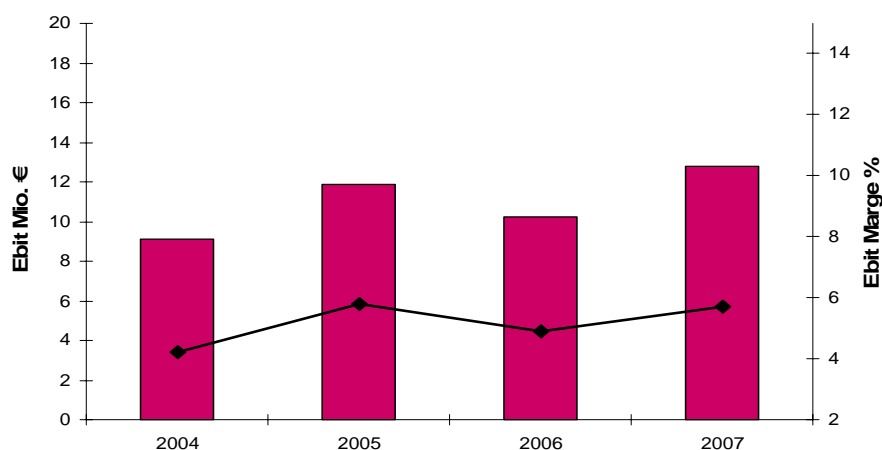
Angesichts einer geringeren Verschuldung sowie verminderten Finanzierungskosten auch infolge der Begebung von Genussrechten dürfte sich das Finanzergebnis um etwa 0,5 Mio. € in 2005 verbessern.

Beim Nettoergebnis rechnen wir mit einem Anstieg um 58% auf 4,9 Mio. € in 2005. Der höhere Gewinn in Verbund mit rückläufigen Investitionen und geringen Steuerzahlungen aufgrund des Verlustvortrags wird konsequent zum Abbau der Finanzverschuldung eingesetzt.

### 2006 ist ein Übergangsjahr

2006 wird der Umsatz des Schaltbau-Konzerns nur moderat steigen. Das hängt mit der noch verhaltenen Auftragsvergabe durch die Bahnindustrie zusammen. Das Geschäft mit den Buserstellern läuft dagegen besser, weil Schaltbau in einem sich seitwärts bewegenden Markt Anteilsgewinne erzielen wird. Die temporär niedrigere Auftragsvergabe von Seiten der Bahnindustrie hat angesichts der Margenstärke des Geschäftsbereiches Stationäre Verkehrstechnik ein rückläufiges operatives Ergebnis (-13%) im Schaltbau-Konzern zur Folge. Durch ein besseres Finanzergebnis und eine niedrigere Steuerquote wird das Nettoergebnis 2006 jedoch um etwa 10% zulegen.

#### Operatives Ergebnis (EBIT) und Margenentwicklung



Quelle: Schaltbau AG, Solventis Schätzung

### **Ab 2007 mehr Umsatzdynamik mit überproportionalem Ergebniswachstum**

Unser Ergebnismodell stützt sich auf eine dynamisierte Ergebnisentwicklung ab dem Geschäftsjahr 2007. Angesichts relativ langer Planungszeiträume zeichnet sich bereits heute eine Belebung des Bahntechnik-Geschäfts 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 deutlich 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-Sicherungssysteme sowie Weichenheizungen. Für den Bereich Mobile Verkehrstechnik könnten sich vor allem Impulse aus der Gewinnung neuer Kunden außerhalb Deutschlands ergeben.

### **Finanzierungsposition verbessert – Akquisitionen erfordern höheres Eigenkapital**

Durch den konsequenten Verkauf nicht-profitabler Tätigkeitsfelder sowie den Verkauf nicht zum Kerngeschäft gehörender Unternehmensbereiche hat das Management das Unternehmen entscheidend gestärkt. Auch das Working Capital wurde deutlich reduziert.

Die Bilanz des Schaltbau-Konzerns ist noch von einem negativen Eigenkapital von etwa 21,8 Mio. € (IFRS) geprägt. Durch eine Rekapitalisierung, die unter anderem eine kleinere Kapitalerhöhung sowie die Begebung von Genussscheinen (etwa 10 Mio. €) beinhaltet, hat sich die Finanzierungssituation bereits verbessert. Bei einer Bilanzsumme von rund 136 Mio. € per 30.9.2005 werden Netto-Finanzverbindlichkeiten einschließlich der Genussscheine und Pensionsrückstellungen in Höhe von 90 Mio. € ausgewiesen.

Durch den anhaltend hohen Free Cash Flow wird Schaltbau die Verschuldung in den nächsten Jahren im Schnitt um 5 Mio. € p. a. abbauen. Unberücksichtigt bleibt dabei die Finanzierung zukünftiger Akquisitionen.

Nach unserer Einschätzung sind für nennenswerte Investitionen bzw. Akquisitionen eine breitere Eigenkapitalbasis erforderlich. Angesichts der zunehmenden Ertragskraft sind die Voraussetzungen für entsprechende Maßnahmen günstig.

## Management

Seit Ende 2001 bzw. Juli 2003 ist bei Schaltbau ein Management-Team installiert, das konsequent und zielgerichtet auf den Ergebnis-Turnaround und damit profitables Unternehmenswachstum hingearbeitet hat. Dem Vorstand unter Leitung von Dr. Ing. Jürgen Cammann ist es gelungen, die Strukturveränderungen nach innen und außen erfolgreich durchzusetzen. Der Bereich Finanzen, Controlling und Personal wird im Vorstand von Waltraud Hertreiter verantwortet.

### **Dr. Ing. Jürgen Cammann (52)**

Dr. Ing. Jürgen Cammann war bisher in verschiedenen Geschäftsführerfunktionen in der Konsum- und Investitionsgüterindustrie tätig. Er verfügt über besondere Erfahrungen in den Bereichen Produktion und Entwicklung sowie Vertrieb. Zuletzt war Cammann als Geschäftsführer zuständig für das operative Geschäft der REXEL-Gruppe in Deutschland mit einer Umsatzverantwortung von mehr als 500 Mio. €. Die Unternehmensgruppe, mit Hauptsitz Paris, ist Weltmarktführer im Vertrieb von Elektromaterial.

Seit 29. Oktober 2001 ist Dr. Cammann Sprecher des Vorstands der Schaltbau Holding AG.

### **Waltraud Hertreiter (52)**

Nach ersten Berufserfahrungen in der Industrie trat die Dipl. Betriebswirtin 1983 in die Bayerische Vereinsbank ein. Dort war sie zuletzt als Abteilungsleiterin mit Unternehmensanalysen sowie der federführenden Betreuung komplexer Kreditfälle betraut. Seit 1997 war Waltraud Hertreiter in einem mittelständischen Unternehmen der Textilindustrie mit einem Jahresumsatz von 500 Mio. € und weltweit 2.500 Mitarbeitern als kaufmännische Geschäftsführerin tätig.

Seit 1. Juli 2003 ist Frau Hertreiter Mitglied des Vorstands der Schaltbau Holding AG. Sie verantwortet die Bereiche Finanzen/Rechnungswesen, Controlling und Personal.

### **Aufsichtsrat**

Der Aufsichtsrat wird von Dr. Hans J. Zimmermann geleitet. Er ist Repräsentant von Sal. Oppenheim jr. & Cie. KGaA, Köln.

## Aktionärsstruktur

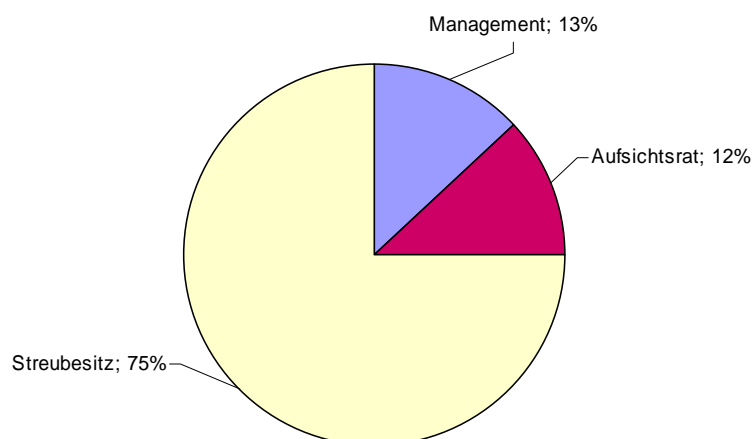
Die Aktionärsstruktur hat sich im Zusammenhang mit der Installierung des neuen Managements stabilisiert. Zu Beginn der Sanierung war noch ein Private Equity Investor (Endeavour) mit 27,4% an Schaltbau beteiligt.

Derzeit werden durch die Familie des Vorstandsvorsitzenden etwa 13% des Aktienkapitals gehalten. Auf die Familie des Aufsichtsratsvorsitzenden entfallen etwa 12% des Aktienkapitals.

Mit einem Free Float von 75% hat Schaltbau heute eine breite Aktionärsbasis erreicht. Große Teile des Free Float entfallen dabei auf deutsche institutionelle Investoren.

---

### Aktionärsstruktur



Quelle: Schaltbau

---

## Bewertung der Schaltbau-Aktie

Wir bewerten Unternehmen wie Schaltbau sowohl anhand klassischer Kennzahlen wie dem KGV als auch auf Basis von EV-Kennzahlen, die die gesamte Finanzierungssituation des Unternehmens einbeziehen. Als Vergleichsmaßstab diente eine internationale Peer Group, die sowohl Nutzfahrzeughersteller als auch Bahntechnik-Unternehmen umfasst. Neben einer klassischen Bewertung haben wir mit Hilfe eines Discounted-Cash-Flow-Modells einen fairen Wert für die Schaltbau-Aktie ermittelt und so unsere Einschätzung abgesichert.

### **Peer Group-Vergleich**

Börsennotierte Unternehmen zu finden, die mit Schaltbau vergleichbar sind, ist vor dem Hintergrund des besonderen Geschäftsmodells mit der Fokussierung auf die mobile und stationäre Verkehrstechnik schwierig. Die internationalen Vergleichsunternehmen kommen aus dem Nutzfahrzeugbau sowie aus der Verkehrstechnik.

## Peer Group-Vergleich

Unternehmen	Kurs 29.11.05	Währung	KGV 05	KGV 06	KGV 07	Kurs/Buch- wert 2005	Kurs/Buch- wert 2006
MAN AG	42,5	EUR	14,4	12,4	11,4	2,0	1,8
SIEMENS	64,99	EUR	15,3	13,0	12,4	2,0	1,8
VOSSLOH	46,91	EUR	14,3	11,6	10,6	1,9	1,7
DEUTZ AG	3,64	EUR	32,3	16,1	9,9	1,5	1,5
BOMBARDIER	2,21	CAN	18,4	12,7	10,5	1,7	1,5
GENERAL ELECTRIC	35,93	USD	20,9	18,1	16,0	3,3	3,0
<b>Durchschnitt (ungewichtet)</b>			<b>19,3</b>	<b>14,0</b>	<b>11,8</b>	<b>2,1</b>	<b>1,9</b>
SCHALTBAU HOLDING AG	23,1	EUR	10,4	9,4	6,1	-1,9	-2,3
<b>Abweichung Schaltbau v. Durchschnitt %</b>			<b>-45,9</b>	<b>-33,2</b>	<b>-48,0</b>	<b>-190,0</b>	<b>-223,4</b>

Unternehmen	Kurs 29.11.05	Währung	EV/EBITDA 05	EV/EBITDA 06	EV/EBITDA 07	EV/EBIT 05	EV/EBIT 06	EV/EBIT 07	EV/Sales 2005	EV/Sales 2006	Ebit Marge % 2005	Ebit Marge % 2006	Ebit Marge % 2007
MAN AG	42,5	EUR	6,2	5,5	5,1	10,2	8,7	7,8	0,4	0,4	5,0	5,6	5,9
SIEMENS	64,99	EUR	7,6	6,5	5,8	12,3	10,3	9,0	0,7	0,6	6,1	6,7	7,6
VOSSLOH	46,91	EUR	7,7	6,2	5,4	9,9	7,7	6,8	0,9	0,7	9,1	9,8	10,6
DEUTZ AG	3,64	EUR	8,3	5,9	4,1	18,7	13,2	8,7	0,3	0,3	3,3	4,3	5,0
BOMBARDIER	2,21	CAN	5,5	4,5	3,8	11,3	8,0	6,1	0,4	0,4	3,3	4,4	5,6
GENERAL ELECTRIC	35,93	USD	10,3	9,0	7,7	10,8	10,2	8,1	2,4	2,2	22,1	21,9	27,5
<b>Durchschnitt (ungewichtet)</b>			<b>7,6</b>	<b>6,3</b>	<b>5,3</b>	<b>12,2</b>	<b>9,7</b>	<b>7,8</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>8,2</b>	<b>8,8</b>	<b>10,4</b>
SCHALTBAU HOLDING AG	23,1	EUR	6,4	6,7	5,3	9,7	10,7	7,9	0,5	0,6	5,8	4,9	5,7
<b>Abweichung Schaltbau v. Durchschnitt %</b>			<b>-15,6</b>	<b>6,9</b>	<b>0,2</b>	<b>-20,4</b>	<b>10,2</b>	<b>1,2</b>	<b>-36,9</b>	<b>-27,2</b>	<b>-28,7</b>	<b>-44,6</b>	<b>-44,9</b>

Quelle: Thomson Financial, Solventis Schätzung

### **Bewertung der Schaltbau-Aktie ggü. den Peers unauffällig**

Schaltbau weist auf Basis klassischer Kennzahlen (2007e) eine Bewertung auf dem Niveau der Vergleichsunternehmen auf. Dies beruht nach unserer Einschätzung auf der Tatsache, dass Schaltbau noch immer eine ausgeprägte Turnaround-Phase durchläuft und erst ab 2007 eine höhere Gewinndynamik aufweisen wird als die Peer Group.

Ein ähnliches Bild ergibt die EV-Bewertung, siehe Tabelle S.16. Die operativen Ergebnisse (EBIT) für 2007 zeigen in Relation zum gesamten Unternehmenswert (EV) eine kleine Prämie von 2-3% für Schaltbau an. Eine deutliche Unterbewertung von fast 30% zeigt die Relation „EV zu Umsatz“. Dieser Parameter bezieht insbesondere die Marktstellung der Unternehmen mit ein. Nach unserer Einschätzung ist langfristig für Schaltbau eine Annäherung an den Branchendurchschnitt zu erwarten. Damit würde den hohen und noch wachsenden Marktanteilen in den relevanten europäischen Märkten für Verkehrstechnik in stärkerem Masse Rechnung getragen.

### **DCF-Bewertung**

Unsere DCF-Bewertung beruht bis zum Jahr 2010 auf einer Detailplanung, bei der der Free Cash Flow jährlich projiziert wird. Wir unterstellen ein Umsatzwachstum 2004 - 2010 von etwa 2,6% p. a., das von einer leichten Margenverbesserung begleitet wird. Wir erwarten, dass das Investitionsvolumen 2004-2007 mit 5-9 Mio. € konstant beibehalten wird. Gleichzeitig erwarten wir einen moderaten Abbau der Finanzverschuldung.

Für den Endwert treffen wir außerdem folgende konservative Annahmen:

EBIT-Marge 5,7%

Umsatzwachstum 1,0%

Für die WACC-Kalkulation haben wir einen risikolosen Zinssatz von 3,8% und eine Marktrisikoprämie von 4,2% unterstellt. Die Vorsteuerkosten des Fremdkapitals werden mit 6,9% für die Detailplanung und auch für den Endwert angesetzt. Das Beta für die Detailplanung beträgt angesichts der schwierigen Kapitalmarkthistorie sowie der hinter Schaltbau liegenden Restrukturierungsphase 1,6. Für den Endwert haben wir ein Beta von 1,2 unterstellt. Die Steuerquote beträgt 20% für die Detailplanung und nach Auslaufen der Verlustvorträge 40% für den Endwert.

Unter Verwendung unserer Projektionen ergibt das DCF-Modell einen fairen Wert von 48,1 Mio. € für das Eigenkapital bzw. 28,3 € pro Aktie.

---

**DCF-Bewertung Schaltbau (Mio. €)**

<b>Detailplanung</b>	<b>2005e – 2010e</b>
PV Detailplanung	34,0
PV Terminalwert	101,3
<b>Enterprise Value</b>	<b>135,3</b>
- Nettoverschuldung	-86,2
- Minderheitenanteile zu Marktwerten	1,0
<b>Fair Value Equity</b>	<b>48,1</b>
<b>Fair Value per Share</b>	<b>28,3</b>

Quelle: Solventis Schätzung

---

**Kursziel für die Schaltbau-Aktie 28,3 €**

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass vor dem Hintergrund des ab 2007 zunehmenden Ergebnismomentums noch Spielraum für eine höhere Bewertung der Schaltbau-Aktie gegeben ist. Wir gehen davon aus, dass mit einer Bestätigung des zu erwartenden Ergebnisswings ab 2007 eine über unserem Kursziel liegende Bewertung möglich ist.

Auf Basis unserer derzeitigen Annahmen beträgt das Kursziel für die Schaltbau-Aktie 28,3 €.

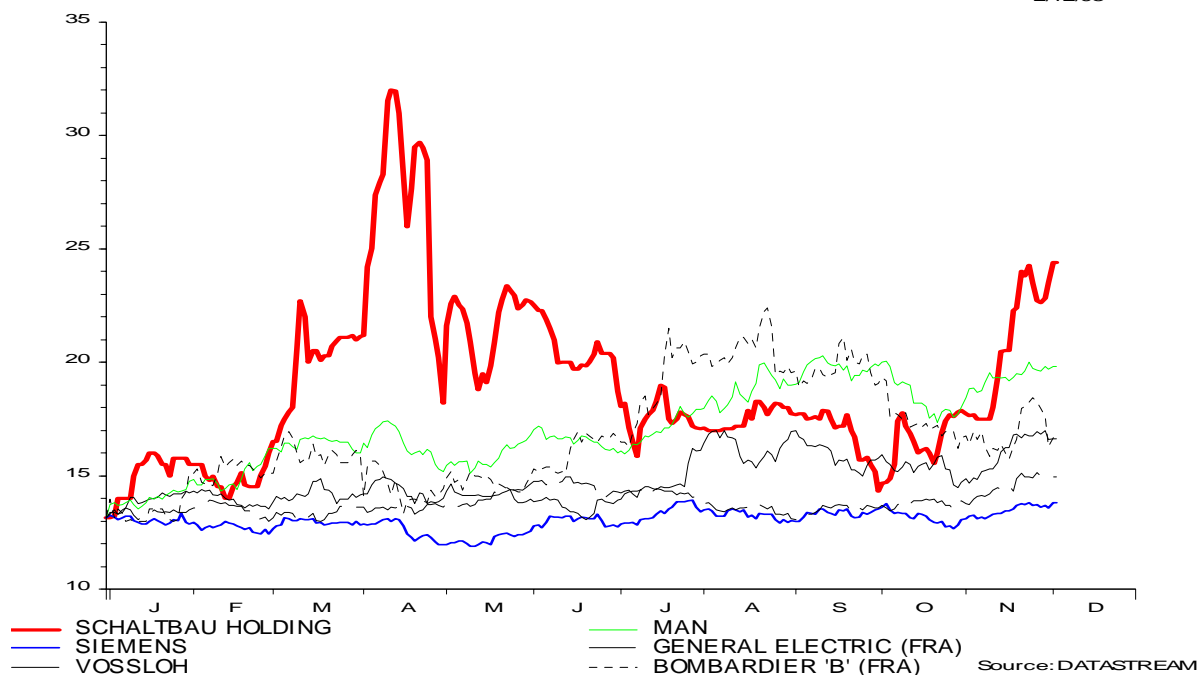
---

### Kursentwicklung: von hoher Volatilität im laufenden Geschäftsjahr geprägt

Schaltbau ist derzeit noch im Geregelteten Markt der Deutschen Börse notiert. Die Aktie hat im Jahr 2005 bei hoher Volatilität insgesamt um etwa 67% zugelegt. Nach einem kräftigen Kursgewinn im ersten Halbjahr war ein stetiger Rückgang der Bewertung bis zur Veröffentlichung des Zwischenberichtes nach neun Monaten und der Bestätigung der Unternehmensziele für das laufende Geschäftsjahr zu beobachten. Bei der aktuellen Bewertung berücksichtigt der Markt u. E. nur teilweise die zunehmende Gewinndynamik von Schaltbau ab dem Geschäftsjahr 2007.

Kurs relativ zu Peers

2/12/05



## Schaltbau-Konzern: Umsatz und EBIT nach Bereichen

	2003	2004					2005e	2006e	2007e				
	HGB	HGB	yoy %	Q1-3 2005	yoy %	Q4/05e	yoy %	IFRS	yoy %	IFRS	yoy %	IFRS	yoy %
<b>Stationäre Verkehrstechnik</b>													
Umsatz	62,8	66,7	6,2					64,0	-4,0	68,0	6,3	75,0	10,3
EBITDA	5,4	8,4	54,7					11,1	31,8	10,0	-9,9	11,8	18,1
EBITDA-Marge %	8,6	12,6						17,3		14,7		15,7	
Abschreibung	1,5	1,5	2,0					1,5	-2,0	1,5	0,0	1,5	0,0
EBIT	4,0	6,9	74,2					9,6	39,1	8,5	-11,5	10,3	21,2
EBIT-Marge %	6,3	10,3						15,0		12,5		13,7	
<b>Mobile Verkehrstechnik</b>													
Umsatz	152,4	147,9	-2,9					140,0	-5,3	141,0	0,7	149,0	5,7
EBITDA	10,8	8,1	-24,9					10,0	23,5	9,2	-8,0	10,0	8,7
EBITDA-Marge %	7,1	5,5						7,1		6,5		6,7	
Abschreibung	6,6	4,2	-35,9					4,5	7,1	4,5	0,0	4,5	0,0
EBIT	4,2	3,9	-8,0					5,5	41,0	4,7	-14,5	5,5	17,0
EBIT-Marge %	2,8	2,6						3,9		3,3		3,7	
<b>Holding/Sonstige</b>													
Umsatz	0,3	0,4	33,3					0,3	-25,0	0,3	0,0	0,3	0,0
EBITDA	-7,9	-2,4	-69,9					-3,1	29,3	-2,9	-6,5	-2,9	0,0
EBITDA-Marge %	n.m.	n.m.						n.m.		n.m.		n.m.	
Abschreibung	0,1	0,1	0,0					0,1	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0
EBIT	-8,1	-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.		n.m.	
<b>Schaltbau-Konzern</b>													
Umsatz	227,4	215,0	-5,4	151,1	-8,3	53,2	-8,3	204,3	-5,0	209,3	2,4	224,3	7,2
<b>EBITDA</b>	<b>6,0</b>	<b>14,1</b>	<b>134,4</b>					<b>18,0</b>	<b>27,4</b>	<b>16,3</b>	<b>-9,5</b>	<b>18,9</b>	<b>16,0</b>
EBITDA-Marge %	2,6	6,6						8,8		7,8		8,4	
Abschreibung	8,5	5,8	-31,3					6,1	4,6	6,1	0,0	6,1	0,0
<b>EBIT</b>	<b>-2,4</b>	<b>8,3</b>	<b>n.m.</b>	<b>8,4</b>	<b>n.m.</b>	<b>3,5</b>	<b>n.m.</b>	<b>11,9</b>	<b>43,4</b>	<b>10,2</b>	<b>-14,3</b>	<b>12,8</b>	<b>25,5</b>
EBIT-Marge %	-1,1	3,9						5,8		4,9		5,7	
Finanzergebnis	-3,9	-3,8	3,6	-3,6	47,8	-1,2	n.m.	-4,3	-13,2	-4,5	-4,7	-4,5	0,0
Beteiligungsergebnis	1,1	0,5						0,5		0,7		0,8	
a.o. Ergebnis	-9,4	-0,9						0,0		0,0		0,0	
<b>Ergebnis v. Ertragssteuern</b>	<b>-14,6</b>	<b>4,1</b>	<b>n.m.</b>	<b>4,8</b>	<b>n.m.</b>	<b>2,3</b>	<b>n.m.</b>	<b>8,1</b>	<b>97,6</b>	<b>6,4</b>	<b>-21,0</b>	<b>9,1</b>	<b>42,2</b>
Brutto-Marge %	-6,4	1,9						4,0		3,1		4,1	
Steuern	-0,9	1,7	n.m.	1,9	n.m.	0,9	n.m.	3,2	87,3	1,2	-63,0	1,6	33,3
Steuerquote %	n.m.	42,2		40,0		40,0		40,0		18,8		17,6	
<b>Konzernjahresüberschuss</b>	<b>-13,8</b>	<b>2,4</b>	<b>n.m.</b>	<b>2,9</b>	<b>n.m.</b>	<b>1,4</b>	<b>n.m.</b>	<b>4,9</b>	<b>105,1</b>	<b>5,2</b>	<b>7,0</b>	<b>7,5</b>	<b>44,2</b>
Anteile Dritter	0,6	1,0		1,0		0,2		1,1		1,0		1,1	
<b>Konzernjahresüberschuss n. Anteilen Dritter</b>	<b>-14,4</b>	<b>1,4</b>	<b>n.m.</b>	<b>1,9</b>	<b>n.m.</b>	<b>1,2</b>	<b>n.m.</b>	<b>3,8</b>	<b>168,0</b>	<b>4,2</b>	<b>11,7</b>	<b>6,4</b>	<b>52,4</b>
Anzahl Aktien	1,7	1,7		1,7		1,7		1,7		1,7		1,7	
<b>Ergebnis n. Steuern je Aktie</b>	<b>-8,4</b>	<b>0,8</b>	<b>n.m.</b>	<b>1,1</b>	<b>n.m.</b>	<b>0,7</b>	<b>n.m.</b>	<b>2,2</b>	<b>168,0</b>	<b>2,5</b>	<b>11,7</b>	<b>3,8</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	11,9	10,2	12,8	13,3	13,7	14,0	
<b>Veränderung in %</b>		-485%	27%	-14,3%	25,5%	3,9%	3,0%	2,0%	
<b>EBIT-Marge</b>	-1,1%	4,4%	5,8%	4,9%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	
<b>EBT</b>	-14,6	4,1	8,1	6,4	9,1	9,2	9,3	9,4	
<b>Ertragssteueraufwand</b>	-0,9	1,7	3,2	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	8,7	9,0	11,2	11,5	11,4	10,2	
<b>Veränderung in %</b>		-583%	13%	3,9%	24,4%	2,3%	-0,7%	-10,2%	
<b>Abschreibungen</b>	8,5	5,8	6,1	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>			4,3	7,8	6,9	8,9	8,3	7,8	162,9
<b>Barwerte der FCFF</b>			4,0	6,7	5,5	6,6	5,8	5,1	
<b>Summe Barwerte FCFF</b>			33,7						
<b>Barwert Terminal Value</b>			105,4						
<b>in % des Unternehmenswertes</b>			76%						
<b>Wert des Unternehmens</b>			139,1						
<b>Netto-Finanzschulden</b>			90,0						
<b>Minderheiten</b>			1						
<b>Beteiligungen</b>			0						
<b>Wert des Eigenkapitals</b>			48,1						
<b>Wert pro Aktie</b>			28,3						

Quelle: Solventis Schätzung

**Schaltbau-Konzern: GuV**

	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005e</b>	<b>2006e</b>		<b>2007e</b>	
	<b>HGB</b>	<b>HGB</b>	<b>IFRS</b>	<b>IFRS</b>	<b>yoy %</b>	<b>IFRS</b>	<b>yoy %</b>
<b>Schaltbau-Konzern</b>							
Umsatz	227,4	215,0	204,3	209,3	2,4	224,3	7,2
aktv. Eigenleistung	-1,4	-0,7	0,0	0,0		0,0	
Sonstige betriebl. Erträge	9,7	5,8	0,0	0,0		0,0	
Materialaufwand	123,3	110,0	100,0	104,0	4,0	112,0	7,7
<i>Materialaufwand-Quote %</i>	<i>54,3</i>	<i>51,2</i>	<i>48,9</i>	<i>49,7</i>		<i>49,9</i>	
Personalaufwand	76,9	71,2	65,0	67,0	3,1	69,9	4,3
<i>Personalaufwandsquote %</i>	<i>33,8</i>	<i>33,1</i>	<i>31,8</i>	<i>32,0</i>		<i>31,2</i>	
Sonstige betriebl. Aufwendungen	29,4	24,9	21,3	22,0	3,3	23,5	6,8
<b>EBITDA</b>	<b>6,0</b>	<b>13,9</b>	<b>18,0</b>	<b>16,3</b>	<b>-9,5</b>	<b>18,9</b>	<b>16,0</b>
<b>EBITDA-Marge %</b>	<b>2,6</b>	<b>6,5</b>	<b>8,8</b>	<b>7,8</b>		<b>8,4</b>	<b>8,2</b>
Abschreibungen	9,0	5,8	6,1	6,1	0,0	6,1	
<b>EBIT</b>	<b>-3,1</b>	<b>8,1</b>	<b>11,9</b>	<b>10,2</b>	<b>-14,3</b>	<b>12,8</b>	<b>25,5</b>
<b>EBIT-Marge %</b>	<b>-1,3</b>	<b>3,8</b>	<b>5,8</b>	<b>4,9</b>		<b>5,7</b>	
Finanzergebnis	-2,3	-3,1	-3,8	-3,8	0,0	-3,7	-2,6
<b>Ergebnis v. Ertragssteuern</b>	<b>-5,31</b>	<b>5,09</b>	<b>8,1</b>	<b>6,4</b>	<b>-21,0</b>	<b>9,1</b>	<b>42,2</b>
Bruttomarge %	-2,3	2,4	4,0	3,1		4,1	
a.o. Ergebnis	-9,4	-0,9	0,0	0,0		0,0	
Steuern	-0,9	1,7	3,2	1,2	-63,0	1,6	33,3
<i>Steuerquote %</i>	<i>16,1</i>	<i>34,0</i>	<i>40,0</i>	<i>18,8</i>		<i>17,6</i>	
<b>Ergebnis n. Steuern</b>	<b>-13,8</b>	<b>2,5</b>	<b>4,9</b>	<b>5,2</b>	<b>7,0</b>	<b>7,5</b>	<b>44,2</b>
Anteile Dritter	0,6	1,0	1,1	1,0		1,1	
<b>Konzernjahresüberschuss</b>	<b>-14,4</b>	<b>1,5</b>	<b>3,8</b>	<b>4,2</b>	<b>11,7</b>	<b>6,4</b>	<b>52,4</b>
Anzahl Aktien	1,7	1,7	1,7	1,7		1,7	
<b>Ergebnis n. Steuern je Aktie (€)</b>	<b>-8,5</b>	<b>0,9</b>	<b>2,2</b>	<b>2,5</b>	<b>11,7</b>	<b>3,8</b>	<b>52,4</b>

Quelle: Schaltbau, Solventis Schätzung

**Schaltbau-Konzern: Bilanz**

	2003 HGB	2004 HGB	2005e IFRS	2006e IFRS	yoy %	2007e IFRS	yoy %
<b>Aktiva</b>							
Kassenbestand	13,8	8,5	1,8	2,0	9,3	2,0	0,0
Forderungen Lieferungen und Leistungen	27,2	26,1	28,0	27,0	-3,6	28,0	3,7
Vorräte	25,1	25,8	39,9	40,0	0,3	42,0	5,0
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	4,0	3,4	6,3	4,0	-36,7	5,0	25,0
Rechnungsabgrenzung	0,4	0,3	0,0	0,0		0,0	
Aktive latente Steuern	7,4	7,0	11,9	10,0		10,0	
Nicht durch EK gedeckter Fehlbetrag	30,5	17,2	0,0	0,0		0,0	
<b>Summe Umlaufvermögen</b>	<b>108,5</b>	<b>88,1</b>	<b>87,9</b>	<b>83,0</b>	<b>-5,6</b>	<b>87,0</b>	<b>4,8</b>
Sachanlagen	26,7	27,1	37,9	39,0	2,9	41,0	5,1
Immaterielle Vermögenswerte	4,7	4,0	5,0	5,0	-0,4	5,0	0,0
Finanzanlagen	10,0	4,1	5,4	5,5	1,5	5,5	0,0
<b>Summe Anlagevermögen</b>	<b>41,3</b>	<b>35,2</b>	<b>48,4</b>	<b>49,5</b>	<b>2,4</b>	<b>51,5</b>	<b>4,0</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>149,8</b>	<b>123,3</b>	<b>136,2</b>	<b>132,5</b>	<b>-2,7</b>	<b>138,5</b>	<b>4,5</b>
<b>Passiva</b>							
<b>Summe kurzfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>29,3</b>	<b>26,9</b>	<b>75,5</b>	<b>75,9</b>	<b>0,5</b>	<b>75,7</b>	<b>-0,3</b>
Pensionsrückstellungen	16,3	16,0	16,0	16,0	0,0	16,0	0,0
Sonstige Rückstellungen	20,6	19,7	8,9	9,0	0,9	10,0	11,1
Summe Rückstellungen	37,0	35,7	24,9	25,0	0,3	26,0	4,0
Langfr. Verbindlichkeiten Kreditinstitute	71,7	60,7	16,4	13,2	-19,5	9,9	-25,0
Genussrechtskapital	11,8	10,0	10,0	10,0	0,0	10,0	0,0
Latente Steuern			6,3	6,0	-4,6	6,0	0,0
<b>Summe langfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>120,5</b>	<b>106,3</b>	<b>57,6</b>	<b>48,2</b>	<b>-16,3</b>	<b>45,9</b>	<b>-4,8</b>
Kapitalanteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0		0,0	
<b>Eigenkapital</b>	<b>0,0</b>	<b>-10,0</b>	<b>-21,8</b>	<b>-16,6</b>	<b>-23,8</b>	<b>-9,1</b>	<b>-45,2</b>
<b>Summe Passiva</b>	<b>149,8</b>	<b>123,2</b>	<b>136,3</b>	<b>132,5</b>	<b>-2,8</b>	<b>138,5</b>	<b>4,5</b>

Quelle: Schaltbau, Solventis Schätzung

## Bewertung des Schaltbau-Genussscheins

<b>Volumen:</b>	500.000 Genussscheine zu je 20,00 € (Nennwert)
<b>Laufzeit:</b>	Dezember 2003 – Frühjahr 2014
<b>Ausschüttung:</b>	<b>3% des Nennwertes (=0,60 €) + das Fünffache der Dividende, max. 12% den Nennwertes (=2,40 €).</b>
<b>Ausschüttungszeitpunkt:</b>	jeweils am Tag nach der Hauptversammlung der Schaltbau AG
<b>Nennwert:</b>	20,00 €
<b>Rückzahlung / Kündigung:</b>	Rückzahlung des Genussscheins zum Nennwert nach der Hauptversammlung im Frühjahr 2014.
<b>WKN/ ISIN Schaltbau-Aktie:</b>	DE000A0BNUNO
<b>Kurs des Genussscheins (1.12.2005):</b>	<b>14,00 €</b>

**Tabelle: Renditeverlauf Genussschein**

<b>Ausschüttung Genussschein</b>	<b>2005e</b>	<b>2006e</b>	<b>2007e</b>	<b>2008e</b>	<b>2009e</b>	<b>2010e</b>	<b>2011e</b>	<b>2012e</b>	<b>2013e</b>
Basisausschüttung	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Dividendenabhängige Ausschüttung	0,0	0,5	1,0	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
Gesamtausschüttung	0,6	1,1	1,6	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1
<b>Verzinsung Genussschein</b>									
Basisverzinsung %	7,35	4,29	4,29	4,29	4,29	4,29	4,29	4,29	4,29
Rendite einschl. dividendenabhängige Ausschüttung % (annualisiert)	7,35	4,29	7,86	11,43	15,00	15,00	15,00	15,00	15,00
<b>Dividende je Schaltbau-Aktie</b>	<b>0,00</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>

Quelle: Solventis Schätzung

### **Bewertung des Schaltbau-Genusscheins**

Neben der Schaltbau-Aktie besteht auch die Möglichkeit, sich über einen Genusschein an der Unternehmensentwicklung zu beteiligen. Der Schaltbau-Genusschein stellt einen wenig risikobehafteten Einstieg in die Schaltbau AG dar. Die laufende Verzinsung des Genusscheins beruht auf zwei unterschiedlichen Komponenten. Die Basisverzinsung ist mit 3% vom Nennwert in Höhe von 20 € d.h. 0,60 € je Genusschein festgelegt. Darüber hinaus partizipieren die Genusscheininhaber im Fall von Dividendenzahlungen durch Schaltbau. Den Genusscheininhabern steht dabei die fünffache Dividende je Schaltbau-Aktie zu. Dies gilt bis zu einem Maximalbetrag für die Gesamtausschüttung des Genusscheins von bis zu 12% des Nennwertes bzw. 2,40 € je Genusschein.

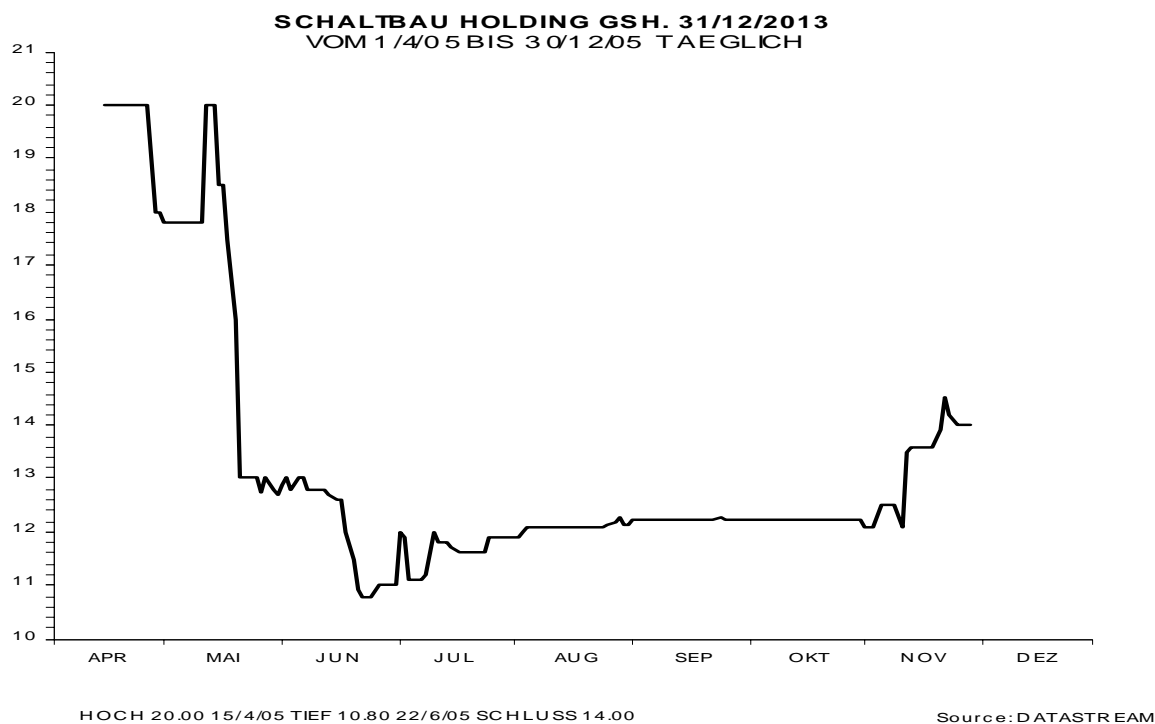
Insgesamt erzielen die Genusscheininhaber auf der aktuellen Kursbasis eine laufende Verzinsung von annualisierten 4,3%. Angesichts der unterstellten nachhaltig positiven Ergebnisse im Schaltbau-Konzern sowie der erwarteten Aufnahme von Dividendenzahlungen steigt die Rentabilität bis zum Geschäftsjahr 2010 auf etwa 15% an. In Abhängigkeit von der Dividende tritt eine Renditebegrenzung in Kraft, denn die Genusscheinbedingungen limitieren die Gesamtausschüttung des Genusscheins auf max. 12% des Nennwertes bzw. 2,4 €. Der Genusschein wird dann zum Nennwert (20 €) nach der Hauptversammlung zum Geschäftsjahr 2013 im Frühjahr 2014 zurückgezahlt. Den Rückzahlungsgewinn (Differenz zwischen Börsenkurs und Nennwert) von derzeit 42,9% haben wir bei unseren Überlegungen nicht berücksichtigt.

Wir haben in unserer Kalkulation lediglich eine relativ niedrige Ausschüttungsquote von Schaltbau in Höhe von 5% der Nettoergebnisse unterstellt. Die Wiederaufnahme von Dividendenzahlungen bei Schaltbau ist grundsätzlich möglich. Das in den Abschnitten zur Finanzierung von Schaltbau beschriebene negative Eigenkapital existiert lediglich in der Konzernbilanz und ist durch Abschreibungen auf Beteiligungsansätze entstanden. In der börsennotierten Obergesellschaft, der Schaltbau Holding AG besteht ein positives Eigenkapital, in Höhe von etwa 23 Mio. € (einschl. 10 Mio. Genussrechte). Da die Obergesellschaft das ausschüttende Organ ist, steht angesichts der positiven Ergebnisse einer Dividendenzahlung nichts entgegen. Zu berücksichtigen sind jedoch die noch hohe Finanzverschuldung sowie die Finanzierungsanforderungen im Schaltbau Konzern.

Die Risiken für die Genusscheininhaber liegen in einer unter unserem Prognoseansatz liegenden Verlauf der Nettoergebnisse. Während bei rückläufigen, jedoch positiven Nettoergebnissen auch bei Dividendenausfall noch die Basisverzinsung von derzeit etwa 4,3% gezahlt wird, besteht im Fall von negativen Nettoergebnissen das Risiko eines Totalausfalls der Ausschüttung für das jeweils betroffene Geschäftsjahr.

**Fazit:**

Insgesamt bleibt zu konstatieren, dass die Beteiligung an der Schaltbau Holding AG über das Vehikel Genussschein ein weniger risikobehafteter Weg ist. Dem steht im Langfristvergleich zur Schaltbau-Aktie natürlich auch nur ein begrenztes Renditepotential gegenüber. Aus markttechnischer Sicht bleibt noch die geringe Liquidität und Verfügbarkeit des Genussscheins im Vergleich zur Schaltbau-Aktie zu berücksichtigen. Wir empfehlen den Schaltbau-Genussschein bis zu einem Kurs von 17€ zum Kauf.



**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: 2. Dezember 2005

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

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

d) Vorangegangene Analysen: Es sind keine 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.

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

Klaus Schlote, Analyst (CEFA)

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