

Schaltbau Holding AG

Stärken und Chancen

- *Erfolgreiche Umstrukturierung:* Das Verkehrstechnik-Unternehmen hat seine Umstrukturierung erfolgreich abgeschlossen und konzentriert sich nun auf die Geschäftsbereiche mobile und stationäre Verkehrstechnik. Nach dem Verkauf einiger defizitärer Tochtergesellschaften ist mit keinen weiteren Belastungen zu rechnen.
- *Gute Marktpositionierung:* In Teilbereichen zählt die Schaltbau Holding zu den europäischen Marktführern und hat namhafte Unternehmen wie die Deutsche Bahn als Kunden.
- *Stabile Wachstumsperspektiven:* Aufgrund des Investitionsstaus im Schienenverkehrsnetz der Deutschen Bahn und im öffentlichen Nahverkehr verfügt die Schaltbau Holding über intakte Geschäftsaussichten mit stabilen Wachstumsperspektiven
- *Große Innenfinanzierungskraft:* Aufgrund des hohen Cashflow kann das Unternehmen sowohl die Verschuldung weiter zurückführen, als auch die Expansion aus eigener Kraft finanzieren.
- *Attraktive Bewertung:* Das faire Bewertungsniveau für den Unternehmenswert liegt nach unseren vorsichtigen Annahmen bei 50,77 Euro je Aktie. Das KGV 05 beträgt bei 5,5 und verringert sich auf Basis 2006 auf 5,3. Damit ist das Unternehmen auf dem aktuellen Kursniveau deutlich unterbewertet.

Schwächen und Risiken

- *Abhängigkeit von einem Großkunden:* Mit einem Anteil von rund 15 Prozent am Gesamtumsatz ist die Schaltbau Holding stark von den Aufträgen der Deutschen Bahn abhängig.

Kaufen (Ersteinschätzung)

Aktueller Kurs 21,00 Euro

Stammdaten

ISIN	DE0007170300
Branche	Technologie
Sitz der Gesellschaft	München
Internet	www.schaltbau.de
Ausstehende Aktien	1,7 Mio. Stück
Datum der Erstnotiz	1994
Marktsegment	Geregelter Markt
Marktkapitalisierung	35,7 Mio. Euro
Free Float	> 62 %

Kursentwicklung



Quelle: Market Maker

Hoch / Tief (3 Monate)	22,43 Euro / 13,00 Euro
Performance (3 Monate)	52 %
Ø-Umsatz (30 Tage)	ca. 308 Tsd. Euro / Tag

Kennzahlen

Geschäftsjahr (endet 30.09.)	2004	2005(e)	2006(e)
Gesamterlöse (Mio. EUR)	209,4	215,0	225,0
EpS (EUR)	2,08	3,82	4,00
Dividende / Aktie (EUR)	-	-	-
KUV	0,17	0,17	0,16
KGV	10,1	5,5	5,3
Dividendenrendite	k.A.	k.A.	k.A.

Unternehmensprofil

Verkehrstechnik- spezialist mit guter Marktpositionierung in Europa

Die Schaltbau Holding zählt zu den führenden Verkehrstechnikunternehmen in Europa. Die bereits 1929 gegründete Gesellschaft ist Anbieter von Komponenten und Systemen auf dem Gebiet Rekonstruktion, Renovierung und Modernisierung von Schienenfahrzeugen im Nah- und Fernverkehr. Die Geschäftstätigkeit ist in zwei Bereiche unterteilt, mobile und stationäre Verkehrstechnik. Zur ersten Sparte zählen z. B. automatische Türsysteme für Omnibusse und Personenzüge. Aber auch Bahnverkehrstechnik sowie elektrische Schalt- und Verbindungstechnik gehören zu dem Geschäftszweig. Die stationäre Verkehrstechnik umfasst z. B. Systeme zur Bahnübergangssicherung und Fahrzeugausrüstungen. Die Schaltbau Holding ist europaweit aktiv mit Schwerpunkt auf dem deutschen Markt.

Unternehmensführung auch Gesellschafter

Die Aktien der Schaltbau Holding sind am Regierten Markt der Münchner Börse notiert. Rund 62 Prozent der Anteile befinden sich im Streubesitz. Der Familie um den Vorstandsvorsitzenden Dr. Jürgen H. Cammann sind etwa 16 Prozent der Aktien zuzurechnen. Weitere 13 Prozent liegen bei der Familie Zimmermann und ca. 9 Prozent hält die Endeavour Beteiligungs GmbH. Der Konzern beschäftigt über seine vier Tochtergesellschaften rund 1.500 Mitarbeiter.

Markt und Strategie

Deutsche Bahn wichtigster Kunde

Die Schaltbau Holding kann über ihre spezialisierten Tochtergesellschaften als einer der europäischen Marktführer auf eine ganze Reihe von namhaften Kunden verweisen. Für die Deutsche Bahn ist Schaltbau einer der wichtigsten Ausrüster. Schaltbau generiert rund 15 Prozent seines Konzernumsatzes mit der Bahngesellschaft. Im Bereich stationäre Bahntechnik, der rund 35 Prozent zum Gesamtumsatz beiträgt, ist die Deutsche Bahn für rund ein Drittel der Umsätze verantwortlich. Genau in diesem Sektor hat sich in den letzten Jahren beim Bestandsnetz der Deutschen Bahn ein enormer Investitionsstau aufgebaut. Zwar ist kurzfristig nicht mit einem raschen Abbau der anstehenden Aufgaben zu rechnen, in den kommenden Jahren jedoch muss die Deutsche Bahn ihre Investitionen erhöhen, um gegenüber anderen Verkehrsmitteln konkurrenzfähig zu bleiben. Auch von Seiten der Politik ist dabei mit Unterstützung zu rechnen, wie die letzten Regierungsvorhaben zum Ausbau der Verkehrsinfrastruktur zeigen.

Entwicklung im öffentlichen Nahverkehr bedeutend

Einen weiteren wichtigen Absatzmarkt für die Schaltbau Holding stellen die Bushersteller dar. Entscheidend für die Nachfrageentwicklung in diesem Markt ist der öffentliche Nahverkehr. Auch hier hat sich ähnlich zur Deutschen Bahn in den letzten Jahren ein Investitionsstau gebildet, der zwar wohl nicht kurzfristig

abgebaut und einen signifikanten Nachfrageschub auslösen wird, aber langfristig schrittweise zurückgeführt wird. Auch in diesem Teilmarkt zählt die Schaltbau Holding zu den führenden Anbietern in Deutschland.

Stabile Wachstumsperspektiven

Kurzfristig dürfte es bei der Schaltbau Holding zwar zu keinem signifikanten Nachfrageschub kommen. Doch insgesamt findet sich das Unternehmen in einem intakten Marktumfeld wieder, das langfristig moderate und stabile Wachstumsperspektiven aufweist.

Kapazitätserweiterung in China

In der Fertigung beabsichtigt die Schaltbau Holding, verstärkt den Produktionsstandort China zu nutzen. Das Unternehmen ist dort über ein Joint-Venture engagiert. Bislang wurde mit den bestehenden Kapazitäten vor Ort nur der einheimische Markt bedient. In Zukunft sollen jedoch die Kostenvorteile weiter genutzt und auch Aufträge aus Europa abgearbeitet werden.

Geschäftsentwicklung

Vergangene Jahre von schwacher Konjunktur geprägt

In den letzten Jahren litten die Geschäftsergebnisse der Schaltbau Holding unter der schwachen Konjunktur und machten eine Umstrukturierung der Gesellschaft erforderlich. Es erfolgte eine Konzentration auf die Geschäftsbereiche stationäre und mobile Verkehrstechnik. Verlustbringende Tochtergesellschaften wurden konsequent abgebaut und Synergieeffekte in der neuen Unternehmensstruktur wurden genutzt. Im Rahmen eines Refinanzierungsmodells mit den Banken konnten die Verbindlichkeiten deutlich gesenkt werden.

Umstrukturierung erfolgreich abgeschlossen

Erste Erfolge der Umstrukturierung zeichneten sich bereits in den Geschäftszahlen für 2004 ab. Mit einem Gewinn von 2,5 Mio. Euro respektive 2,08 Euro je Aktie bei einem leicht angestiegenem Umsatz wurde der Break-even nachhaltig erreicht. Die Zahlen beinhalten einen einmaligen Buchverlust von rund 3 Mio. Euro aus dem Verkauf der italienischen Tochtergesellschaft Bode SUD.

	<i>GJ 2003</i>	<i>GJ 2004</i>	<i>Veränderung</i>
Umsatz	209,4 Mio.	215,0 Mio.	+ 2,7%
EBIT	neg.	8,0 Mio.	k. A.
Gewinn	neg.	2,5 Mio.	k. A.
EpS	neg.	2,08	k. A.

Kennzahlen im Jahresvergleich (Euro)

Genussrechte führen zu höherer Aktienstückzahl

Die Verschuldung konnte von 71,5 Mio. Euro Ende 2003 auf 60,7 Mio. Euro zum Ablauf des Geschäftsjahres 2004 verringert werden. Im Rahmen der Umfinanzierung hat die Schaltbau Holding, wie auf der letzten Hauptversammlung beschlossen, Genussrechte mit anhängenden Aktienoptionen begeben. Die In-

vestoren haben sich verpflichtet, die Optionen bis Ende 2005 in Aktien zu wandeln. Durch die Wandlung der Optionen in Aktien fließen der Schaltbau Holding im laufendem Jahr etwa 1,8 Mio. Euro an frischen Mitteln zu. Die Aktienanzahl erhöht sich dadurch um 500.000 Stück auf 1,7 Mio. Aktien.

Bewertung

Bewertung durch Ertragsdiskontierung

Das faire Bewertungsniveau für die Schaltbau Holding ermitteln wir anhand eines Modells der Ertragsdiskontierung, das auf der Schätzung der wesentlichen Werttreiber Umsatz, Umsatzrendite und Kapitalkosten beruht. Wir verzichten auf die typischen zusätzlichen Parameter und Annahmen des Discounted-Free-Cashflow-Modells, da diese im vorliegenden Fall die Aussagekraft und Genauigkeit unserer Bewertungstaxe nicht verbessern würden.

Diskontierungszins nach CAPM 10,16%

Den Diskontierungszins als Maß für die Eigenkapitalkosten bestimmen wir nach dem CAPM-Verfahren (Capital Asset Pricing Model). Dazu legen wir einen risikolosen Zinssatz von 3,26 Prozent (Umlaufrendite festverzinslicher deutscher Wertpapiere) und eine Risikoprämie für Aktieninvestitionen von 5,5 Prozent (Empfehlung des Arbeitskreises „Finanzierung“ der Schmalenbachgesellschaft). Den Beta-Faktor bestimmen wir aufgrund des volatilen Kursverlaufs in der Vergangenheit mit 1,4. Ein Beta-Faktor von 1,4 bedeutet, dass die Schwankung des untersuchten Wertpapiers etwas höher ist als die des zugrundegelegten Marktportfolios. Die Ermittlung des Beta-Faktors auf Basis einer Regressionsanalyse zwischen der Aktie der Schaltbau Holding und dem das Marktportfolio repräsentierenden MSCI-World-Index ist mittelfristig nicht aussagekräftig, da die Aktie der Schaltbau Holding eine hohe Volatilität und somit eine unzureichende Korrelation zum Gesamtmarkt aufweist. Auf Basis der obigen Annahmen erhalten wir einen Eigenkapitalkostensatz von 10,16 Prozent. Das „ewige Wachstum“ setzen wir mit 1 Prozent an. Die Aktienanzahl haben wir auf 1,7 Mio. Stück angepasst.

Vorsichtige Annahmen zur Geschäftsentwicklung

Bei unseren Prognosen bleiben wir zurückhaltend. Trotz des sich stetig verbessernden Finanzergebnisses durch die Rückführung der Verbindlichkeiten unterstellen wir für den Gewinn die selbe Entwicklung wie für den Umsatz. Für beide Parameter setzen wir eine moderate Wachstumsrate von 5 Prozent an. Dabei gehen wir für das laufende Geschäftsjahr von einem Umsatz von 225 Mio. Euro und einem Gewinn von 6,5 Mio. Euro oder 3,82 Euro je Anteilsschein aus. Während das Ergebnis des letzten Geschäftsjahres noch von einem negativen Einmaleffekt von rund 3 Mio. Euro belastet wurde, ist für 2005 mit keinen weiteren Belastungen aus der nun abgeschlossenen Umstrukturierung zu rechnen.

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Ewige Rente
Umsatz (in Mio. Euro)	225	236	248	261	274	287	302	317	
Nettorendite (in Prozent)	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	
Gewinn (in Mio. Euro)	6,5	6,8	7,1	7,5	7,9	8,3	8,7	9,1	
Gewinn je Aktie (in Euro)	3,82	4,00	4,18	4,41	4,65	4,88	5,12	5,35	59,02

Ertragswert der Schaltbau Holding: 86,31 Mio. Euro bzw. 50,77 Euro je Aktie

Ertragswert von 50,77 Euro

Auf Basis der vorsichtigen Annahmen zur Unternehmensentwicklung der kommenden Jahre ergibt sich für die Schaltbau Holding ein Unternehmenswert von 86,3 Mio. Euro bzw. 50,77 Euro je Aktie. Das ist deutlich oberhalb des aktuellen Börsenwertes von 21,00 Euro je Anteilsschein. Auch die Kurs-Gewinn-Verhältnisse auf Basis unserer Prognosen bestätigen die sehr günstige Bewertung. Das KGV für das aktuelle Geschäftsjahr liegt bei 5,5 und verringert sich auf 5,3 für 2006.

Hoher Cashflow sichert Expansion und Schuldentilgung

Aufgrund des sehr hohen Cashflow ist die Schaltbau Holding trotz der aktuell noch hohen Verschuldung in der Lage, sowohl die Unternehmensexpansion aus eigener Kraft zu finanzieren als auch die Verbindlichkeiten weiter rückzuführen. Auch in diesem Jahr sollen für den Schuldenabbau 6 Mio. Euro verwendet werden.

Unser Urteil: „Kaufen“

Die Schaltbau Holding hat die Umstrukturierung erfolgreich abgeschlossen und den Break-even nachhaltig erreicht. Das Unternehmen nimmt eine führende Position im Markt für Verkehrstechnik ein und verfügt über intakte Geschäftsaussichten mit moderaten Wachstumsperspektiven. Der hohe Cashflow verleiht der Schaltbau Holding eine große Innenfinanzierungskraft bei gleichzeitig ausreichendem Spielraum zur Schuldentilgung. Vor dem Hintergrund der äußerst günstigen Bewertung empfehlen wir die Aktie der Schaltbau Holding zum Kauf.

Haftungsausschluss

Die in diesem Dokument publizierten Angaben begründen weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Anlageinstrumenten oder zum Tätigen sonstiger Transaktionen. Weder die Autoren noch die Performaxx Research GmbH haften für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art, die im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Studie stehen. Jedes Investment in Aktien, Anleihen oder Optionen ist mit Risiken behaftet. Lassen Sie sich bei Ihren Anlageentscheidungen von einer qualifizierten Fachperson beraten. Alle ausländischen Kapitalmarktregelungen, die die Erstellung, den Inhalt und Vertrieb von Research betreffen, sind anzuwenden und müssen vom Lieferanten wie vom Empfänger in jeder Hinsicht beachtet werden. Die Performaxx Research GmbH und/oder ihre unmittelbaren oder mittelbaren Tochter- oder Beteiligungsunternehmen, Aktionäre, Führungskräfte und/oder ihre festen oder freien Mitarbeiter können eine Long- oder Shortposition in dem beschriebenen Wertpapier und/oder Optionen, Futures und andere Derivate, die auf diesem Wertpapier basieren oder andere Investments, die sich auf in diesem Bericht veröffentlichte Ergebnisse beziehen, halten oder künftig erwerben.

Über Performaxx

Die Performaxx Research GmbH betreibt unabhängige Wertpapier- und Finanzmarktanalyse. Unsere Leistungen umfassen das gesamte Spektrum unternehmens- und kapitalmarktbezogener Analyseprodukte, von maßgeschneiderten Research-Projekten für institutionelle Kunden bis zur regelmäßigen Coverage börsennotierter Unternehmen. Wir betreuen ausschließlich professionelle Marktteilnehmer. Unser Leistungskatalog umfasst Pre-IPO-Research, IPO-Research, Follow-up-Research sowie Markt-Research.

Weiterführende Informationen geben wir Ihnen gerne in einem persönlichen Gespräch. Sie erreichen uns unter:

Performaxx Research GmbH
Balanstr. 16
81669 München

Tel.: + 49 (0) 89 / 44 77 16-0
Fax: + 49 (0) 89 / 44 77 16-20

Internet: <http://www.performaxx.de>
E-Mail: kontakt@performaxx.de