

# Company Flash

R.Stahl

## Company Update: Akquisitionen beschleunigen Wachstum

UNTERNEHMEN



RATING

**KAUFEN** (UNVERÄNDERT)

KURSZIEL

**29 EUR** (28 EUR)

HIGHLIGHTS

- Übernahmen erhöhen Wachstumspotenzial
- Ölpest im Golf von Mexiko ohne nennenswerten Einfluss auf Geschäftsentwicklung
- Erhöhung der Gewinnschätzungen für 2010 um 9 % auf 1,44 EUR und für 2011 um 7 % auf 2,31 EUR, 2012 neu: 2,75 EUR
- Anpassung des Kursziels von 28 EUR auf 29 EUR

**Kleine Akquisitionen mit Charme:** Seit November 2009 hat R. Stahl drei kleinere Übernahmen in Kanada, Deutschland und England vollzogen. Mit einer Umsatzgröße von maximal 4 Mio. EUR dürfte eine Integration gut und zügig gelingen. Synergien sind primär im Vertrieb zu erwarten, so dass das erweiterte Produktportfolio über die etablierten Vertriebskanäle mittelfristig deutlich mehr Absatz erwarten lässt, als sich aus der reinen Addition der bestehenden Umsätze ergibt.

**Auswirkungen der Umweltkatastrophe im Golf von Mexiko auf R. Stahl:** Durch die hohe Abhängigkeit der USA von Ölimporten ist nicht damit zu rechnen, dass auf die Erschließung der Ölfelder oder auf die Tiefseeölförderung im Golf von Mexiko verzichtet wird. Mögliche Effekte durch verzögerte Genehmigungen wären nur temporär und <1 % vom Umsatz anzusetzen. Kurzfristig positive Einflüsse durch eine Form der Nachrüstung sind nicht zu erwarten. Mittelfristig ist jedoch durchaus mit höheren Sicherheitsmaßstäben, und zwar weltweit, zu rechnen, die z. B. über weitere redundante Systeme zu einem höheren Aufwand für Ex-Produkte je Bohr- oder Förderplattform führen könnten.

**Erhöhung der Umsatz- und Gewinnschätzungen:** Neben der Einbeziehung der Akquisitionen in unsere Umsatzprognosen, erwarten wir aufgrund der günstigen Gewinnentwicklung in Q1 leicht höhere Margen. Für 2010 erhöhen wir unsere Schätzungen für das Ergebnis je Aktie um 9 % auf 1,44 EUR und für 2011 um 7 % auf 2,31 EUR.

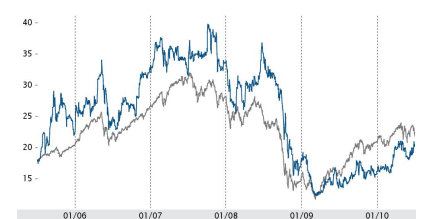
**Empfehlung:** Wir bekräftigen unsere Kaufempfehlung und erhöhen das Kursziel von 28 EUR auf 29 EUR.

+++ Reuters: RSLG +++ Bloomberg: RSL1 GY +++

Aktueller Kurs (XETRA (Germany); 02.07.10; 09:02 h).....	20,46 EUR
SCHLUSSKURS (01.07.2010).....	20,46 EUR
ERWARTETE PERFORMANCE:.....	36,9%
MARKTKAPITALISIERUNG:.....	131,76 Mio. EUR
ENTERPRISE VALUE:.....	164,95 Mio. EUR
ANZAHL AKTIEN:.....	5,92 Mio.
FREE FLOAT:.....	49,0%
INDEX (GEWICHTUNG):.....	Classic All Share (0,07 %)
DURCH. HANDELSVOL.:.....	4.329
ISIN:.....	DE0007257727
SEKTOR:.....	Investitionsgüter

KENNZAHLEN (31.12.)	2010E	2011 E	2012E
Umsatz (Mio. EUR)	215,2	233,8	247,8
EBITDA (Mio. EUR)	26,5	33,0	36,6
EBIT (Mio. EUR)	16,4	23,2	26,7
Nettoerg. (Mio. EUR)	8,5	13,7	16,3
FCF (Mio. EUR)	6,0	12,0	14,3
FCF Rendite	4,5 %	9,1 %	10,9 %
EPS (EUR)	1,44	2,31	2,75
DPS (EUR)	0,60	1,00	1,20
EV / Umsatz (x)	0,8	0,7	0,7
EV / EBITDA (x)	6,2	5,0	4,5
EV / EBIT (x)	10,1	7,1	6,2
KGV (x)	14,2	8,8	7,4
KBV (x)	1,53	1,36	1,22
Dividendenrendite	2,9 %	4,9 %	5,9 %

KURSENTWICKLUNG



Quelle: R. Stahl, LBBW Research, Thomson Reuters

KALENDER

09.08.10 Quartalsbericht

**Harald Rehmet**  
Investmentanalyst  
+49 711 127-74504  
Harald.Rehmet@LBBW.de

## Unternehmensdaten Finanzkennzahlen

R.Stahl

### Fazit Schätzungsänderungen (Mio. EUR)

	2010E			2011E			2012E		
	bisher	neu	Δ	bisher	neu	Δ	bisher	neu	Δ
<b>GüV</b>									
Umsatz	210,2	215,2	2,4%	226,8	233,8	3,1%	n.a.	247,8	n.a.
Gesamtleistung	214,2	219,7	2,6%	231,8	239,3	3,2%	n.a.	251,3	n.a.
EBITDA	23,9	26,5	10,9%	30,7	33,0	7,5%	n.a.	36,6	n.a.
EBIT	15,2	16,4	7,9%	21,9	23,2	5,9%	n.a.	26,7	n.a.
EBT	11,9	12,8	7,6%	18,8	19,8	5,3%	n.a.	23,5	n.a.
Nettoerg.	7,8	8,5	9,0%	12,8	13,7	7,0%	n.a.	16,3	n.a.
<b>Je Aktie (EUR)</b>									
EPS	1,32	1,44	9,1%	2,16	2,31	6,9%	n.a.	2,75	n.a.
Cash Flow pro Aktie	1,58	1,01	-36,1%	2,12	2,03	-4,2%	n.a.	2,42	n.a.
DPS	0,50	0,60	20,0%	0,80	1,00	25,0%	n.a.	1,20	n.a.

Quelle: R. Stahl, LBBW Research

### Ausgewählte Kennzahlen von R.Stahl (Mio. EUR)

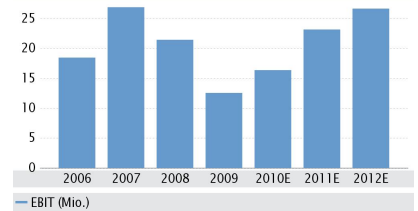
Gewinn- und Verlustrechnung (Mio. EUR)	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
Umsatz	167,1	211,6	221,2	202,6	215,2	233,8	247,8
Gesamtleistung	172,0	218,3	221,6	203,8	219,7	239,3	251,3
EBITDA	25,4	35,7	30,5	21,7	26,5	33,0	36,6
EBIT	18,5	26,9	21,5	12,6	16,4	23,2	26,7
EBT	16,5	24,6	18,5	8,9	12,8	19,8	23,5
Ergebnis nach Steuern	10,6	16,2	12,6	5,6	8,6	13,8	16,4
EPS	2,12	2,65	2,03	0,90	1,44	2,31	2,75
<b>Wachstumsrate yoy</b>							
Umsatz		26,7 %	4,5 %	-8,4 %	6,2 %	8,6 %	6,0 %
Gesamtleistung		27,0 %	1,5 %	-8,0 %	7,8 %	8,9 %	5,0 %
EBITDA		40,6 %	-14,7 %	-28,7 %	22,0 %	24,5 %	10,9 %
EBIT		45,6 %	-20,3 %	-41,4 %	30,3 %	41,5 %	15,1 %
EBT		49,1 %	-24,9 %	-51,9 %	44,0 %	54,7 %	18,7 %
Ergebnis nach Steuern		24,6 %	-23,4 %	-55,6 %	60,4 %	60,2 %	19,0 %
EPS		25,0 %	-23,4 %	-55,7 %	60,0 %	60,4 %	19,0 %
<b>Umsatzmargen</b>							
EBITDA		15,2 %	16,9 %	13,8 %	10,7 %	12,3 %	14,1 %
EBIT		11,1 %	12,7 %	9,7 %	6,2 %	7,6 %	10,8 %
EBT		9,9 %	11,6 %	8,4 %	4,4 %	5,9 %	8,5 %
Ergebnis nach Steuern		7,5 %	7,4 %	5,4 %	2,6 %	4,0 %	6,6 %
<b>Bilanz (Mio. EUR)</b>							
Geschäfts- oder Firmenwert	3,4	4,9	4,0	6,5	8,3	8,3	8,3
Ubrige immaterielle Vermögenswerte	14,7	16,5	16,9	21,0	21,5	22,6	24,0
Sachanlagen	26,4	29,1	33,2	34,6	34,9	35,8	36,9
Net Working Capital	41,9	48,0	42,1	43,3	46,1	47,7	49,0
Liquide Mittel	32,9	29,7	34,1	22,5	22,1	28,8	35,6
Eigenkapital	66,1	75,1	78,2	73,0	79,2	89,5	100,0
Gesamte Finanzverbindlichkeiten	15,4	13,2	10,8	15,0	12,6	10,5	8,7
Pensionsrückstellungen	44,1	45,1	46,1	48,0	48,9	50,3	51,4
Nettoverschuldung / (Nettoliquidität) GJ-Ende	-17,5	-16,5	-23,4	-7,6	-9,6	-18,3	-26,9
<b>Kapitalflussrechnung (Mio. EUR)</b>							
Nettoerg.	12,6	15,7	12,0	5,3	8,5	13,7	16,3
Abschreibungen	6,9	8,8	9,0	9,1	10,1	9,8	9,9
Veränderung Working Capital	-19,0	-6,1	5,9	-1,2	-2,8	-1,6	-1,3
Operativer Cash-flow	4,3	17,7	27,5	10,9	16,8	23,7	26,7
Investitionen in das Sachanlagevermögen	-4,6	-8,9	-9,2	-5,9	-5,4	-5,8	-6,2
FCF	-4,7	3,8	13,4	-2,5	6,0	12,0	14,3
<b>Bewertungskennzahlen</b>							
EV / Umsatz	1,3	1,0	0,6	0,6	0,8	0,7	0,7
EV / EBITDA	8,3	6,1	4,0	5,8	6,2	5,0	4,5
EV / EBIT	11,3	8,1	5,7	10,1	10,1	7,1	6,2
KGV	15,4	12,7	9,0	18,0	14,2	8,8	7,4
KBV	3,0	2,7	1,4	1,3	1,5	1,4	1,2
Return on Equity (in %)	16,1 %	21,6 %	16,1 %	7,7 %	10,9 %	15,4 %	16,4 %
<b>Bilanzkennzahlen</b>							
Eigenkapitalquote	39,4 %	41,7 %	43,7 %	41,5 %	43,1 %	45,0 %	46,9 %
Verschuldungsgrad	-26,5 %	-22,0 %	-29,9 %	-10,3 %	-12,1 %	-20,4 %	-26,9 %

Quelle: R. Stahl, LBBW Research

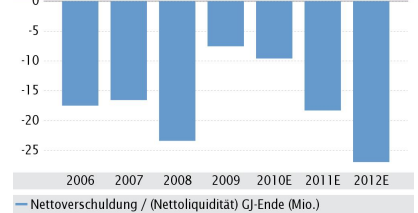
### GUIDANCE - R. STAHL

Das erste Halbjahr 2010 steht für den Vorstand noch stark unter dem Einfluss der Weltwirtschaftskrise. Das Unternehmen rechnet aus heutiger Sicht für die zweite Jahreshälfte wieder mit einer steigenden Nachfrage. Dabei sollte sich die Ertragskraft überproportional verbessern lassen. Insgesamt sollen Umsatz und Ergebnis sowohl 2010 als auch 2011 gesteigert werden.

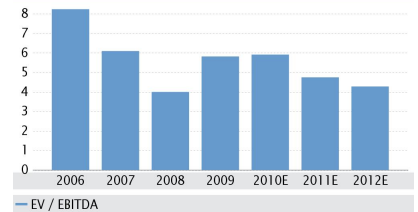
### Ergebniskennzahlen



### Bilanzkennzahlen



### Bewertung



Quelle: R. Stahl, LBBW Research

### RESEARCH TEAM

Alexandra Hauser, CPA, Investmentanalyst  
+49 711 127-74669, alexandra.hauser@lbbw.de

Thomas Hofmann, Investmentanalyst  
+49 711 127-72775, thomas.hofmann@lbbw.de

Hans-Peter Kuhlmann, Investmentanalyst  
+49 711 127-70563, hans-peter.kuhlmann@lbbw.de

Harald Rehmet, Investmentanalyst  
+49 711 127-74504, harald.rehmet@lbbw.de

# Investment Case

## Zusammenfassung

R.Stahl

Die Entscheidung von R. Stahl, bei der Stammebelegschaft ohne Personalabbau durch die Krise zu gehen, hat sich bereits 2009 in einem höheren Weltmarktanteil von 14 % ausgezahlt. Aufgrund der soliden Bilanz und der Nettoliquiditätsposition konnte sich R. Stahl das auch leisten. Erste Anzeichen einer Trendwende bei der Nachfrage und kleinere Akquisitionen dürften 2010 zu einem steigenden Ergebnis führen. Ein höherer Umsatzanteil im Wartungsgeschäft und die für 2011 erwartete Wachstumsbeschleunigung, bei weitgehend stabilen Personalkosten, sollte eine Rückkehr zum Ergebnisniveau von 2008 ermöglichen.

**Earnings summary:** Aufgrund der jüngsten Akquisitionen haben wir unsere Umsatzzuschätzungen für 2010 um 5 Mio. EUR und für 2011 um 7 Mio. EUR nach oben revidiert. Bei der EBT-Marge gehen wir für 2010 nunmehr von 5,8 % (bislang: 5,6 %) und in 2011 von 8,3 % (8,1 %) aus. Unsere EPS-Schätzungen erhöhen sich 2010 um 9 % auf 1,44 EUR und 2011 um 7 % auf 2,31 EUR. Unsere Ersteinschätzung für 2012 beträgt 2,75 EUR. 2010 befinden wir uns damit 8 % und 2011 um 40 % über dem Konsensusmittelwert, der allerdings nur auf drei Werten beruht!

**Valuation Summary:** Zur Bewertung von R. Stahl verwenden wir ausschließlich ein DCF-Modell. Bei den börsennotierten US-Wettbewerbern handelt es sich in der Regel um Konglomerate im Bereich der Elektroindustrie, bei denen nur ein Bruchteil des Geschäfts auf den Explosionsschutz entfällt. Das DCF-Modell führt zu einem fairen Wert von 34,19 EUR. Bei einem Abschlag von wie bisher 15 %, aufgrund der geringen Liquidität der Aktie und der Spätzyklik des Geschäftsmodells, errechnet sich ein Wert von 29,06 EUR. Wir erhöhen daher unser Kursziel von 28 EUR auf 29 EUR. Dieser Kurs würde zu einer Bewertung führen, die sich im Bereich der historischen Mittelwerte für KGV und EV/EBITDA befindet.

**Hauptrisiken für unseren Investmentcase:** Das Hauptrisiko liegt in einem Rückfall der Weltwirtschaft in die Rezession, was vermutlich zu einem nochmaligen Einbruch beim Ölpreis führen würde. Aber auch eine wieder nachlassende Investitionsneigung in den wichtigen Kundenbranchen könnte zu einer anhaltenden Auftragsflaute führen, womit die erwartete Ertragerholung schwächer ausfallen oder ganz ausbleiben könnte.

### Unternehmensprofil

Die R. Stahl-Gruppe ist einer der weltweit führenden Anbieter explosionsgeschützter Geräte und Systeme zum Messen, Steuern, Regeln, Energieverteilen und Beleuchten. Sie liefert elektrische Ausrüstungen für explosionsgefährdete Bereiche in eine Vielzahl von Branchen. Die Hauptabnehmer finden sich in der Gas- und Ölindustrie sowie in der Chemie und Pharmazie. Das Unternehmen mit Sitz in Waldenburg und einem Jahresumsatz von gut 202 Mio. EUR beschäftigt ca. 1 400 Mitarbeiter.

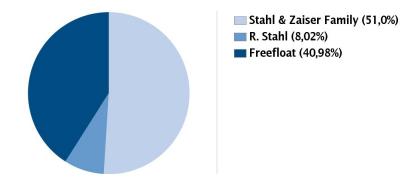
#### PROS

- + Wachstumsstrategie trägt Früchte
- + Ausbau der Marktstellung
- + Solide Bilanz
- + Talsohle erreicht

#### CONS

- H1 noch von Rezession geprägt
- Projektgeschäft unter Preisdruck
- Pharma und Schiffbau mit rückläufiger Nachfrage

#### Aktionärsstruktur



Quelle: LBBW Research

# Aktuelle Geschäftsentwicklung

## Kernthemen

R.Stahl

**Geschäftslage zeigt erste Anzeichen der Erholung:** Die Signale für eine Trendwende bei der Nachfrage mehren sich. So hat die Anfragetätigkeit deutlich zugenommen. Dies gilt insbesondere für die 2009 schwächeren, aber großen Kundenbranchen wie Chemie, Öl- und Gas sowie dem Anlagenbau. Demgegenüber entwickelt sich die Pharmaindustrie seitwärts und im Schiffbau ist im Jahresverlauf eher mit einer Abschwächung zu rechnen. Dabei dürfte insbesondere das Wartungsgeschäft im zweiten Halbjahr vor einer Belebung stehen, während sich R. Stahl im Projektgeschäft auch in der Krise relativ gut geschlagen hat. So konnten bspw. zwei Drittel aller Ausschreibungen für Kommunikations- bzw. Feldbusprojekte in Brasilien gewonnen werden. Insofern besteht die Überlegung eine kleinere Fertigung vor Ort aufzubauen.

**Q1 bildet positiven Jahresauftakt:** Der auf Vorjahresniveau stabilisierte Quartalsumsatz von 51,8 Mio. EUR war geprägt von der Auslieferung eines Großauftrags und ersten Umsätzen aus einer Ende 2009 getätigten kleineren Akquisition in Kanada. Entsprechend gab es deutliche regionale Verschiebungen: Asien und Amerika legten zweistellig zu, in Europa war der Umsatz um 19 % rückläufig. Der Auftragseingang erreichte mit 53,3 Mio. EUR nahezu den Vorjahreswert. Der Auftragsbestand erhöhte sich um 9 % yoy auf 44,4 Mio. EUR. Die Maßnahmen zur Prozessoptimierung und Kostensenkung mündeten in einem um 22 % gestiegenen EBT von 3,0 Mio. EUR. Daraus resultiert, bezogen auf die Gesamtleistung, eine Marge von 5,7 % (Vorjahr: 4,6 %). Dieses Niveau wurde in den fünf Vorquartalen nicht erreicht und stellt somit einen guten Jahresauftakt dar.

**Veränderung der Umsatzstruktur:** Den Ausbau des Weltmarktanteils von 12 % auf 14 % (Unternehmensberechnung) belegt u. E. den Erfolg der Wachstumsstrategie bei gleichzeitigem Erhalt der Stammebelegschaft in 2009. Während das Standardgeschäft mit -20 % bis -25 % ebenso wie der Gesamtmarkt schrumpfte, konnte im Projekt- und Systemgeschäft Wachstum generiert und damit der Umsatzrückgang begrenzt werden. Nach Angaben von R. Stahl trägt das Systemgeschäft, in dem sich das Unternehmen als Marktführer sieht, mittlerweile mehr als die Hälfte zum Umsatz bei, während dieser Anteil noch 2005 bei ca. 35 % lag. Der gestiegene Anteil größerer Aufträge dürfte sowohl mengen- als auch margenbedingt zu einer graduell höhere Volatilität in der Quartalsbetrachtung führen. Insofern kann die positive Entwicklung in Q1 nicht einfach, wie früher, für die Folgequartale linear fortgeschrieben werden.

**Prozessoptimierung:** Bereits im Herbst 2008 wurden Schlüsselprojekte zur Optimierung des Vertriebs, der Fertigung und des Einkaufs initiiert. Als mittelfristige Ziele werden die Verkürzung der Durchlaufzeiten um 20 % und die Reduzierung der Bestände um 10 % angestrebt. Im Einkauf sollen durch die Reduzierung der Lieferanten (2009 bereits 100 weniger) und einem höheren Sourcinganteil außerhalb Europas mindestens 1,5 Mio. EUR (2009: 1 Mio. EUR erreicht) über bessere Preise eingespart werden. Neue Strukturen in der Fertigung zeigten in Q1 Erfolge durch eine höhere Produktivität und den vollständigen Verzicht von angemieteten Flächen in der Nähe des Stammwerks. Die Effizienzprogramme sollen dazu beitragen, dass Umsatzwachstum weitgehend ohne Personalaufbau realisiert werden kann, um beim Pro-Kopf-Umsatz wieder an frühere Werte anschließen zu können (aktuell: 145 TEUR, 16 % unter dem Niveau von 2007).

Aufwärtstrend eingeleitet

EBT in Q1 +22 %

Weltmarktanteil in der Krise von 12 % auf 14 % erhöht

Effizienzverbesserung begünstigt  
Margenentwicklung

## Aktuelle Geschäftsentwicklung

### Kernthemen

R.Stahl

**Guidance:** Die geringe Zahl an Projekten am Markt hält den Preisdruck auch 2010 aufrecht. Insofern bleibt die Kostenkontrolle ein wichtiges Thema. Für das zweite Halbjahr 2010 rechnet R. Stahl, auf Basis früherer Erfahrungen, mit einer durchgreifenden Erholung der Nachfrage. Daraus resultiert das Ziel, die Ertragskraft in der zweiten Jahreshälfte überproportional zu steigern. Insgesamt sollen 2010 Umsatz und Ergebnis das Vorjahresniveau übertreffen. Neue Produkte, zusätzliche Kunden und eine verbesserte Investitionsneigung lassen das Unternehmen auch für 2011 weiteres Umsatzwachstum erwarten. Neben dem Volumeneffekt wird mit weiteren Ergebnisverbesserungen auch durch die Fortsetzung der Optimierungsprogramme gerechnet.

**Akquisitionen:** Nachdem sich das Preisniveau normalisiert hat, wird wieder gezielt nach attraktiven Angeboten gesucht. Dabei handelt es sich im Regelfall um kleinere Übernahmen. Als erstes Objekt wurde bereits im November 2009 die Omega Industrial Supply Ltd. in Edmonton, Kanada für 1,7 Mio. EUR gekauft. Das Unternehmen bietet Produkte für die mobile Stromversorgung an, die vorwiegend im Projektgeschäft zum Einsatz kommen. Der Umsatz des stark wachsenden Unternehmens dürfe sich auf 3 Mio. EUR bis 4 Mio. EUR belaufen. Im April 2010 folgten gleich zwei weitere Übernahmen. Screen-Tec ist ein Start-up und bietet innovative Displaylösungen für moderne Prozess-Leitsysteme an und ergänzt die bestehende Produktpalette perfekt. Der Unternehmensgründer, ein Pionier in dieser Technik, wird als Geschäftsführer eingebunden. R. Stahl rechnet daraus mit einem kumulierten Umsatzwachstum von 15 bis 20 Mio. EUR in den nächsten drei Jahren. In einem Asset-Deal wurde die britische Clifford & Snell für 2,3 Mio. GBP übernommen. Durch die Komplettierung der Produktpalette bei Signalgeräten plant R. Stahl deutliche Umsatzsteigerungen in diesem Segment zu realisieren. Mittelfristig soll der Umsatz im Segment für Signalleuchten durch die Übernahme von Clifford & Snell verdoppelt, langfristig sogar verdreifacht werden. Clifford & Snell verbucht einen jährlichen Umsatz von derzeit rd. 4,3 Mio. EUR.

**Deepwater Horizon:** Im Hinblick auf die anhaltende Diskussion über die Folgen und mögliche Konsequenzen nach der Explosion der zwei Tage später gesunkenen Ölplattform im Golf von Mexiko, haben wir das Thema mit dem Vorstand Dr. Völker diskutiert. Die Ursache dürfte im Bereich der Bohrtechnik, der Sicherheitsausstattung und dem Faktor Mensch zu suchen sein. Der eingesetzte Blowout-Preventer, ein redundant ausgelegtes Ventilsystem, der im Notfall das Austreten von Öl und Gas stoppen soll, war fehlerhaft. Ungeachtet der Tatsache, dass R. Stahl die Plattform nicht ausgerüstet hat und ihre Produkte nur außerhalb des Wassers zum Einsatz kommen, wo Explosionsgefahr durch Luftsauerstoff besteht, gibt es über die Steuerung eine indirekte Verbindung zu den Vorgängen unter Wasser. Mögliche Effekte durch verzögerte Genehmigungen im Golf von Mexiko wären nur temporär und <1 % vom Umsatz anzusetzen. Kurzfristig positive Einflüsse durch eine Form der Nachrüstung sind nicht zu erwarten. Mittelfristig ist jedoch durchaus mit höheren Sicherheitsmaßstäben, und zwar weltweit, zu rechnen, die z. B. über weitere redundante Systeme zu einem höheren Aufwand für Ex-Produkte je Plattform (+10 % bis +20 % bei einem Wertanteil von 0,5 Mio. EUR bis 3 Mio. EUR je nach Art der Plattform) führen könnten. Dabei dürfte zukünftig auch die Reputation der Ausrüster bei der Produktauswahl eine stärkere Rolle spielen.

**R. Stahl strebt Umsatz- und Ergebnisverbesserung für 2010 und 2011 an**

**Akquisitionen erhöhen Wachstumspotenzial**

**Ölpest im Golf von Mexiko ohne unmittelbare Auswirkungen**

# Finanzkennzahlen

## Gewinnperspektiven

R.Stahl

### Schätzungsänderungen (Mio. EUR)

	2010 E			2011 E			2012 E		
	bisher	neu	Δ	bisher	neu	Δ	bisher	neu	Δ
<b>GuV</b>									
Umsatz	210,2	215,2	2,4%	226,8	233,8	3,1%	n.a.	247,8	n.a.
Gesamtleistung	214,2	219,7	2,6%	231,8	239,3	3,2%	n.a.	251,3	n.a.
EBITDA	23,9	26,5	10,9%	30,7	33,0	7,5%	n.a.	36,6	n.a.
EBIT	15,2	16,4	7,9%	21,9	23,2	5,9%	n.a.	26,7	n.a.
EBT	11,9	12,8	7,6%	18,8	19,8	5,3%	n.a.	23,5	n.a.
Nettoergebnis	7,8	8,5	9,0%	12,8	13,7	7,0%	n.a.	16,3	n.a.
<b>Je Aktie (EUR)</b>									
EPS	1,32	1,44	9,1%	2,16	2,31	6,9%	n.a.	2,75	n.a.
CPS	1,58	1,01	-36,1%	2,12	2,03	-4,2%	n.a.	2,42	n.a.
DPS	0,50	0,60	20,0%	0,80	1,00	25,0%	n.a.	1,20	n.a.

Quelle: R. Stahl, LBBW Research

**Umsatzschätzungen erhöht:** Mit den drei vollzogenen Akquisitionen erhöht sich das Umsatzpotenzial kurzfristig um eine Größenordnung von 6 -8 Mio. EUR. Clifford & Snell dürfte erst ab 01.05.2010 konsolidiert werden, so dass wir unsere Schätzung für 2010 um 5 Mio. EUR auf 215,2 Mio. EUR und für 2011 um 7 Mio. EUR auf 233,8 Mio. EUR anheben. In unserer Ersteinschätzung für 2012 kalkulieren wir mit einer Abflachung der Wachstumsrate auf 6 %, was einem Umsatz von 247,8 Mio. EUR entspricht. Dabei haben wir die mit den Übernahmen angestrebten Vertriebs synergien mit einem Prozentpunkt zunächst eher vorsichtig eingerechnet.

**Ergebnisprognosen aufgestockt:** Die optimistischeren Erwartungen für die Ergebnisentwicklung beruhen nur zum kleineren Teil auf den Akquisitionen, da üblicherweise im Rahmen der Kaufpreisanpassungen auch von erhöhten Abschreibungen auszugehen ist. Daher stammt die Differenz der Anpassungen zwischen EBITDA und EBIT. Der andere Aspekt resultiert aus dem über den Erwartungen liegenden Ergebnis in Q1. Dennoch entspricht unsere Prognose für die EBT-Marge im Gesamtjahr von 5,8 % „nur“ dem Niveau aus Q1, obwohl das Unternehmen für H2 ein höheres Ertragsniveau (vor den jüngsten zwei Akquisitionen) anstrebt. Insofern sehen wir unsere neue Schätzung beim Ergebnis je Aktie für 2010 von +9 % auf 1,44 EUR nicht als aggressiv an.

Für 2011 rechnen wir, wie bisher, mit einer deutlichen Verbesserung der Marge. Dies beruht auf einem nur moderaten Zuwachs der Personalkosten und einem verbesserten Umsatzmix mit höheren Anteilen aus Wartung und Instandhaltung. Die Anhebung unserer Schätzung von 8,1 % auf 8,3 % basiert auf dem höheren Umsatz. Dies entspricht einem Zuwachs von 7 % auf 2,31 EUR je Aktie. In unserer Ersteinschätzung für 2012 gehen wir, wie beim Umsatz, von einem flacheren Wachstum aus. Die prognostizierte Verbesserung der EBT-Marge auf 9,4 % bewegt sich dabei noch unter dem Niveau von 2006 und 2007. Das Ergebnis je Aktie würde damit um 19 % auf 2,75 EUR steigen.

### Anpassungen beim Ergebnis je Aktie

2010: +9 % auf 1,44 EUR

2011: +7 % auf 2,31 EUR

## Bewertung

### Berechnung Fairer Wert

R.Stahl

Zur Bewertung von R. Stahl verwenden wir ausschließlich ein DCF-Modell. Bei den börsennotierten US-Wettbewerbern handelt es sich in der Regel um Konglomerate im Bereich der Elektroindustrie, bei denen nur ein Bruchteil des Geschäfts auf den Explosionsschutz entfällt. Das DCF-Modell führt zu einem fairen Wert von 34,19 EUR. Bei einem Abschlag von 15 %, aufgrund der geringen Liquidität der Aktie und der Spätzyklus des Geschäftsmodells, errechnet sich ein Wert von 29,06 EUR. Wir erhöhen daher unser Kursziel von 28 EUR auf 29 EUR. Dieser Kurs würde zu einer Bewertung führen, die sich im Bereich der historischen Mittelwerte für KGV und EV/EBITDA befindet.

**Kein Multiplikatorverfahren:** Bei den börsennotierten US-Wettbewerbern wie Cooper oder Hubbell handelt es sich in der Regel um Konglomerate im Bereich der Elektroindustrie, bei denen nur ein Bruchteil des Geschäfts auf den Explosionsschutz entfällt. Im übrigen gibt es dort auch eine Abhängigkeit von der Baukonjunktur. In der Prozessautomation handelt es sich ebenfalls um große Konzerne wie Siemens, ABB, Rockwell oder Schneider Electric ebenso wie im Großanlagenbau wie Linde oder Technip. Insofern verzichten wir, wie bisher (nach der Übernahme von MTL Instruments durch Cooper), auf eine Bewertung mittels eines Multiplikatorverfahrens.

**Historische Multiples:** Rückblickend betrachtet bewegte sich das EV/EBITDA-Multiple der letzten neun Jahre zwischen 4,0 und 6,4 (ohne Pensionsrückstellungen) und das KGV zwischen 9,7 und 16,1. Unser neues Kursziel von 29 EUR ergibt auf Basis 2011 ein EV/EBITDA von 5,0 und ein KGV von 12,6, was etwa dem Mittelwert der jeweiligen Bandbreite entspricht.

**DCF-Modell:** Trotz etwas geringerem Zinsniveau führt eine gestiegene Marktrisikoprämie zu einem leichten Anstieg beim WACC von 7,6 % auf 7,7 %. Trotz angehobener Schätzungen erhöht sich der Fair Value daher nur leicht von 33,47 EUR auf 34,19 EUR. Um der geringen Liquidität der Aktie und der Spätzyklus des Geschäftsmodells Rechnung zu tragen, kalkulieren wir, wie bisher, mit einem Abschlag von 15 %. Damit gelangen wir auf Basis eines Wertes von 29,06 EUR zu unserem neuen Kursziel von 29 EUR.

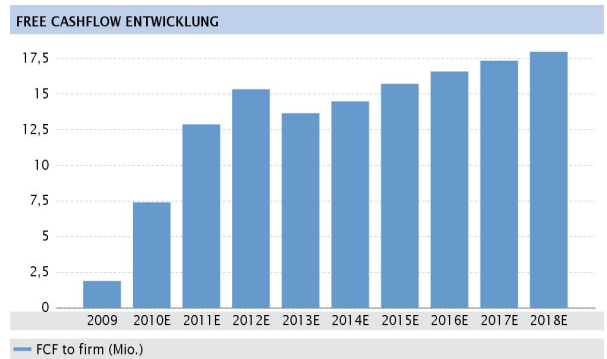
## Bewertung DCF-Modell

R.Stahl

ANNAHMEN		STEADY STATE	
Risikofreier Zinssatz	3,0 %	Steady State Jahr	2018
Risikoprämie	5,8 %	Wachstum Terminal Value	1,0 %
Beta	0,9	EBIT-Marge	6,2 %
Eigenkapitalkosten	8,2 %	Abschreibungsquote	4,5 %
Fremdkapitalkosten	4,9 %	Investitionsquote	6,6 %
Eigenkapitalquote (Ziel)	85,0 %	Net Working Capital-Quote	21,4 %
WACC (in %)	7,7 %	CAGR Umsatz 2009 bis 2018	4,6 %

FREE CASHFLOW (Mio. EUR)	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
Umsatz	202,6	215,2	233,8	247,8	262,7	275,8	286,8	295,4	301,3	304,4
Wachstum yoy		6,2 %	8,6 %	6,0 %	6,0 %	5,0 %	4,0 %	3,0 %	2,0 %	1,0 %
EBIT vor Goodwill	12,6	16,4	23,2	26,7	26,3	27,0	27,5	27,8	27,7	27,4
EBIT-Marge	6,2 %	7,6 %	9,9 %	10,8 %	10,0 %	9,8 %	9,6 %	9,4 %	9,2 %	9,0 %
- Steuern auf das EBIT	4,7	5,4	7,0	8,1	7,9	8,1	8,3	8,3	8,3	8,2
Steuerquote	37,1 %	32,8 %	30,3 %	30,2 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %
= NOPAT	7,9	11,0	16,2	18,6	18,4	18,9	19,3	19,4	19,4	19,2
+ Abschreibungen	9,1	10,1	9,8	9,9	10,2	10,8	11,5	11,8	12,1	12,2
Abschreibungsquote	4,5 %	4,7 %	4,2 %	4,0 %	3,9 %	3,9 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %
- Investitionen (CAPEX)	13,4	10,8	11,7	12,4	11,8	12,1	12,3	12,4	12,4	12,2
in % vom Umsatz	6,6 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	4,5 %	4,4 %	4,3 %	4,2 %	4,1 %	4,0 %
NWC	43,3	46,1	47,7	49,0	52,5	55,7	58,5	60,9	62,7	63,9
in % vom Umsatz	21,4 %	21,4 %	20,4 %	19,8 %	20,0 %	20,2 %	20,4 %	20,6 %	20,8 %	21,0 %
delta NWC		2,8	1,6	1,3	3,5	3,2	2,8	2,3	1,8	1,2
Rückstellungen	1,7	1,6	1,8	2,3	2,6	2,8	2,9	3,0	3,0	3,0
in % vom Umsatz	0,8 %	0,7 %	0,8 %	0,9 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %
delta Rückstellungen		-0,1	0,2	0,5	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0
FCF to firm	1,9	7,4	12,9	15,3	13,7	14,5	15,7	16,6	17,3	18,0
in % vom Umsatz	0,9 %	3,4 %	5,5 %	6,2 %	5,2 %	5,3 %	5,5 %	5,6 %	5,8 %	5,9 %
Discounted free cashflow	n.a.	7,1	11,5	12,7	10,5	10,4	10,4	10,2	9,9	9,5

WERT JE AKTIE (Mio. EUR)	
Barwert Free Cash-flow Planungsjahre	82,8
+ Barwert Terminal Value	152,9
= Enterprise Value	235,7
Anteil des Terminal Value am Enterprise Value	64,9 %
- Nettofinanzverschuldung	-7,6
- Anteile Dritter	0,1
- Pensionsrückstellungen	50,4
+ Nicht betriebsnotwendiges Vermögen	9,6
+ Sonstige	0,1
= Marktkapitalisierung	202,5
/ Anzahl Aktien (Mio.)	5,92
= Wert je Aktie (EUR)	34,19



# Anhang

## Finanzkennzahlen: Gewinn- und Verlustrechnung

R.Stahl

GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG (Mio. EUR)	2008	2009	2010e	2011e	2012e
<b>Umsatz</b>	<b>221,2</b>	<b>202,6</b>	<b>215,2</b>	<b>233,8</b>	<b>247,8</b>
<i>Wachstum yoy</i>		-8,4 %	6,2 %	8,6 %	6,0 %
Bestandsveränderungen	-1,7	-1,5	2,0	3,0	1,0
Aktiviere Eigenleistungen	2,1	2,7	2,5	2,5	2,5
<b>Gesamtleistung</b>	<b>221,6</b>	<b>203,8</b>	<b>219,7</b>	<b>239,3</b>	<b>251,3</b>
<i>Wachstum yoy</i>		-8,0 %	7,8 %	8,9 %	5,0 %
Materialaufwand	-73,0	-68,7	-73,6	-80,9	-85,4
Personalaufwand	-77,1	-78,9	-83,4	-87,6	-90,2
Sonstige betriebliche Erträge	5,6	4,4	5,0	5,0	5,0
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-46,7	-38,9	-41,2	-42,8	-44,1
<b>EBITDA</b>	<b>30,5</b>	<b>21,7</b>	<b>26,5</b>	<b>33,0</b>	<b>36,6</b>
<i>Wachstum yoy</i>		-28,7 %	22,0 %	24,5 %	10,9 %
Marge	13,8 %	10,7 %	12,1 %	13,8 %	14,6 %
Abschreibungen	-9,0	-9,1	-10,1	-9,8	-9,9
<b>EBIT</b>	<b>21,5</b>	<b>12,6</b>	<b>16,4</b>	<b>23,2</b>	<b>26,7</b>
<i>Wachstum yoy</i>		-41,4 %	30,3 %	41,5 %	15,1 %
Marge	9,7 %	6,2 %	7,5 %	9,7 %	10,6 %
Finanzergebnis	-3,0	-3,7	-3,6	-3,4	-3,2
<b>EBT</b>	<b>18,5</b>	<b>8,9</b>	<b>12,8</b>	<b>19,8</b>	<b>23,5</b>
<i>Wachstum yoy</i>		-51,9 %	44,0 %	54,7 %	18,7 %
Marge	8,3 %	4,4 %	5,8 %	8,3 %	9,4 %
Ertragsteuern	-5,9	-3,3	-4,2	-6,0	-7,1
Ertragsteuersatz	31,7 %	37,1 %	32,8 %	30,3 %	30,2 %
<b>Ergebnis nach Steuern</b>	<b>12,6</b>	<b>5,6</b>	<b>8,6</b>	<b>13,8</b>	<b>16,4</b>
<i>Wachstum yoy</i>		-55,7 %	53,8 %	60,5 %	18,8 %
Marge	5,7 %	2,7 %	3,9 %	5,8 %	6,5 %
Minderheiten	-0,6	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1
<b>Nettoergebnis</b>	<b>12,0</b>	<b>5,3</b>	<b>8,5</b>	<b>13,7</b>	<b>16,3</b>
<i>Wachstum yoy</i>		-55,6 %	60,4 %	60,2 %	19,0 %
Marge	5,4 %	2,6 %	3,9 %	5,7 %	6,5 %
Durchschnittliche Aktienanzahl	5,9	5,9	5,9	5,9	5,9
<b>Gewinn je Aktie</b>	<b>2,03</b>	<b>0,90</b>	<b>1,44</b>	<b>2,31</b>	<b>2,75</b>
Dividende	0,90	0,40	0,60	1,00	1,20

Quelle: R. Stahl, LBBW Research

# Anhang

## Finanzkennzahlen: Bilanz

R.Stahl

BILANZ (Mio. EUR)	2008	2009	2010e	2011e	2012e
<b>Summe Aktiva</b>	<b>178,7</b>	<b>175,8</b>	<b>183,7</b>	<b>198,7</b>	<b>213,3</b>
Sachanlagen	33,2	34,6	34,9	35,8	36,9
Anlageimmobilien	9,9	9,6	9,3	9,0	8,7
Geschäfts- oder Firmenwert	4,0	6,5	8,3	8,3	8,3
Übrige immaterielle Vermögenswerte	16,9	21,0	21,5	22,6	24,0
Aktive latente Steuern	1,2	2,5	2,5	2,5	2,5
Sonstige Finanzanlagen	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Sonstiges Anlagevermögen	1,6	2,1	2,1	2,1	2,1
<b>Anlagevermögen</b>	<b>67,0</b>	<b>76,4</b>	<b>78,7</b>	<b>80,3</b>	<b>82,6</b>
Vorräte	35,2	33,0	35,5	38,6	40,9
Forderungen aus Lief. und Leistungen	36,3	38,4	40,9	43,3	45,8
Kurzfristige Steuerforderungen	1,4	1,7	1,7	1,7	1,7
Sonstige Ford. und Vermögenswerte	4,8	3,8	4,8	6,0	6,7
Liquide Mittel	34,1	22,5	22,1	28,8	35,6
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>111,7</b>	<b>99,4</b>	<b>105,0</b>	<b>118,4</b>	<b>130,7</b>
<b>Summe Passiva</b>	<b>178,7</b>	<b>175,8</b>	<b>183,7</b>	<b>198,7</b>	<b>213,3</b>
Grundkapital	16,5	16,5	16,5	16,5	16,5
Kapitalrücklagen	65,9	62,0	68,2	78,3	88,7
Eigene Aktien	-5,6	-5,6	-5,6	-5,6	-5,6
Anteile anderer Gesellschafter	1,4	0,1	0,1	0,2	0,3
<b>Eigenkapital</b>	<b>78,2</b>	<b>73,0</b>	<b>79,2</b>	<b>89,5</b>	<b>100,0</b>
Finanzverbindlichkeiten	4,5	7,8	6,5	5,3	4,0
Pensionsrückstellungen	46,1	48,0	48,9	50,3	51,4
Passive latente Steuern	1,6	1,7	1,7	1,7	1,7
Sonstige Rückstellungen	2,2	1,7	1,6	1,8	2,3
<b>Langfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>54,5</b>	<b>59,3</b>	<b>58,8</b>	<b>59,1</b>	<b>59,4</b>
Verbindlichkeiten aus Lief. und Leistungen	13,2	9,5	10,8	12,9	14,9
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	6,3	7,1	6,0	5,2	4,7
Kurzfristige Steuerverbindlichkeiten	3,4	2,2	2,2	2,2	2,2
Kurzfristige Rückstellungen	6,6	5,9	6,8	7,9	8,7
Pensionsverpflichtungen (kurzfristig)	2,3	2,3	2,4	2,5	2,6
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	14,3	16,5	17,5	19,4	20,8
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>46,1</b>	<b>43,5</b>	<b>45,7</b>	<b>50,1</b>	<b>53,9</b>

Quelle: R. Stahl, LBBW Research

# Anhang

## Finanzkennzahlen: Kapitalflussrechnung

R.Stahl

KAPITALFLUSSRECHNUNG (Mio. EUR)	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Ergebnis nach Steuern	12,6	5,6	8,6	13,8	16,4
Abschreibungen	9,0	9,1	10,1	9,8	9,9
Veränderungen der langfristigen Rückstellungen	0,1	1,3	0,9	1,7	1,7
Veränderung Working Capital	5,9	-1,2	-2,8	-1,6	-1,3
Sonstige Veränderungen (operativer Cashflow)	-0,1	-4,0	0,0	0,0	0,0
<b>Operativer Cash-flow</b>	<b>27,5</b>	<b>10,9</b>	<b>16,8</b>	<b>23,7</b>	<b>26,7</b>
<i>Wachstum yoy</i>		-60,4 %	54,0 %	41,5 %	12,7 %
Investitionen in das Anlagevermögen	-14,1	-13,4	-10,8	-11,7	-12,4
Abgänge/Desinvestitionen	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2
Investitionen/Desinvestitionen Finanzanlagen	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Konsolidierungsveränderungen	0,0	-1,7	-3,7	0,0	0,0
Sonstige Veränderungen invest. Cash-flow	-0,1	1,0	1,9	0,0	0,0
<b>Cash-flow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-13,7</b>	<b>-14,0</b>	<b>-12,3</b>	<b>-11,5</b>	<b>-12,1</b>
Mittelabfluss/-zufluss aus Kapitalmaßnahmen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendenzahlung	-6,5	-5,3	-2,4	-3,6	-5,9
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-2,4	4,2	-2,4	-2,0	-1,8
Sonstige Veränderungen finanz. Cash-flow	0,5	-8,0	0,0	0,0	n.a.
<b>Cash-flow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>-8,4</b>	<b>-9,2</b>	<b>-4,8</b>	<b>-5,6</b>	<b>-7,7</b>
Veränderung in den liquiden Mitteln	4,4	-11,6	-0,4	6,6	6,8
Liquide Mittel am Periodenbeginn	29,7	34,1	22,5	22,1	28,8
Liquide Mittel am Periodenende	34,1	22,5	22,1	28,8	35,6
<b>Freier Cash-flow</b>	<b>13,4</b>	<b>-2,5</b>	<b>6,0</b>	<b>12,0</b>	<b>14,3</b>
Marge	6,0 %	-1,2 %	2,7 %	5,0 %	5,7 %
<b>Cash Earnings pro Aktie</b>	<b>3,39</b>	<b>2,35</b>	<b>3,13</b>	<b>4,00</b>	<b>4,51</b>

Quelle: R. Stahl, LBBW Research

# Anhang-1

1/2

Die LBBW unterliegt der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Bonn/Frankfurt.

## LBBW Research Rating-Systematik (absolutes Aktienrating-System)

Aktienrating-Definitionen:

<b>Kaufen:</b>	Bezogen auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten empfehlen wir Investoren den Kauf der Aktie.
<b>Verkaufen:</b>	Bezogen auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten empfehlen wir Investoren den Verkauf der Aktie.
<b>Halten:</b>	Wir haben eine neutrale Einstufung der Aktie und empfehlen auf Sicht von bis zu 12 Monaten weder den Kauf noch den Verkauf der Aktie.
<b>Unter Beobachtung:</b>	Das Rating wird derzeit von uns überarbeitet.
<b>Ausgesetzt:</b>	Eine Beurteilung des Unternehmens ist momentan nicht möglich.

Prozentuale Verteilung aller aktuellen Aktienratings der LBBW

<b>Kaufen:</b>	53,6%
<b>Verkaufen:</b>	10,5%
<b>Halten:</b>	34,7%
<b>Unter Beobachtung:</b>	0,0%
<b>Ausgesetzt:</b>	1,3%

**Anmerkungen:** Das Rating-System vor dem 6. April 2009 lautete:

Kaufen: Das Kurspotenzial der Aktie beträgt mindestens 10%. Halten: Das Kurspotenzial der Aktie liegt zwischen 0% bis 10%. Verkaufen: Es wird eine negative Kursentwicklung der Aktie erwartet. Die Ratings beziehen sich auf einen Zeithorizont von bis zu 6 Monaten.

Diese Publikation beruht auf von uns nicht überprüfbaren, allgemein zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit und Vollständigkeit wir jedoch keine Gewähr übernehmen können. Sie gibt unsere unverbindliche Auffassung über den Markt und die Produkte zum Zeitpunkt des Redaktionsschlusses wieder, ungeachtet etwaiger Eigenbestände in diesen Produkten.

**Wir behalten uns vor, unsere hier geäußerte Meinung jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Wir behalten uns des weiteren vor, ohne weitere Vorankündigung Aktualisierungen dieser Information nicht vorzunehmen oder völlig einzustellen.**

Diese Publikation ersetzt nicht die persönliche Beratung. Sie dient nur zu Informationszwecken und gilt nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf. Für weitere zeitnähere Informationen über konkrete Anlagemöglichkeiten und zum Zwecke einer individuellen Anlageberatung wenden Sie sich bitte an Ihren Anlageberater.

Die LBBW hat Vorkehrungen getroffen, um Interessenkonflikte bei der Erstellung und Weitergabe von Finanzanalysen soweit wie möglich zu vermeiden oder angemessen zu behandeln. Dabei handelt es sich insbesondere um:

- institutsinterne Informationsschranken, die Mitarbeitern, die Finanzanalysen erstellen, den Zugang zu Informationen versperren, die im Verhältnis zu den betreffenden Emittenten Interessenkonflikte der LBBW begründen können,
- das Verbot des Eigenhandels in Papieren für die oder für deren Emittenten die betreffenden Mitarbeiter Finanzanalysen erstellen und
- die laufende Überwachung der Einhaltung gesetzlicher Pflichten durch Mitarbeiter der Compliance-Stelle.

Aktuelle Angaben gemäß §5 Abs. 4 Nr. 3 FinAnV finden Sie unter <http://www.LBBW.de/finanzanalyseverordnung>.

Wir weisen darauf hin, dass die LBBW oder mit ihr verbundene Unternehmen

- die Gesellschaft am Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen betreuen
- eine Vereinbarung über das Erstellen von Finanzanalysen über den Emittenten oder dessen Finanzinstrumente getroffen haben

## Anhang-1

2/2

Kurs- und Empfehlungs-Historie R. Stahl am 02.07.2010

