

Company Flash

R.Stahl

Company Update: Konjunktur und Ölpreis begünstigen Wachstum

UNTERNEHMEN



RATING

KAUFEN (UNVERÄNDERT)

KURSZIEL

35 EUR (30 EUR)

HIGHLIGHTS

- Umsatzplus von mindestens 10 % für 2011 avisiert
- Gewinnsschätzungen um 6 % (2011) bzw. 4 % (2012) erhöht
- Anhebung des Kursziels von 30 EUR auf 35 EUR

Was ist neu? : Der Markt hat die letzten Neuigkeiten scheinbar weitgehend ignoriert, da der Aktienkurs heute nicht höher notiert als Ende Oktober 2010 (SDAX +10 %). Wir sehen unsere positive Einschätzung durch drei Aspekte aus jüngster Zeit bestärkt, was letztlich zu einer Erhöhung unserer Gewinnsschätzungen für 2011 und 2012 und zu einer Anhebung des Kursziels führt.

1: Am 08. November 2010 zeigten die Q3-Zahlen eine stärker als erwartete Rückkehr auf den Wachstumspfad. Dabei war der Umsatzschub von +29 % weniger entscheidend, der durch die Abrechnung eines Großauftrags begünstigt war, als das starke **Auftragsplus von +28 % yoy** bzw. +10 % qoq.

2: Der **Ölpreis** ist seitdem um mehr als 15 % auf zuletzt 98 USD (Brent) gestiegen, was die Investitionsneigung der mittlerweile wichtigsten Absatzbranche tendenziell begünstigt, da zunehmend mehr Investitionsprojekte realisiert werden dürften.

3: Das Unternehmen erwartet ein **Umsatzzuwachs von mindestens 10 %** für 2011, wobei das Wachstum im Wesentlichen als organisch einzustufen ist. Der Umsatzbeitrag aus den jüngsten Akquisitionen dürfte maximal 1 %-Punkt betragen.

Anhebung der Gewinnsschätzungen: Wir haben unsere Prognosen leicht nach oben revidiert, woraus eine Erhöhung beim Ergebnis je Aktie um 6 % auf 2,55 EUR für 2011 bzw. +4 % auf 2,95 EUR für 2012 resultiert.

Empfehlung: Auf Basis unserer DCF-Modells erhöhen wir das Kursziel von 30 EUR auf 35 EUR und bekräftigen unsere Kaufempfehlung für die Aktie.

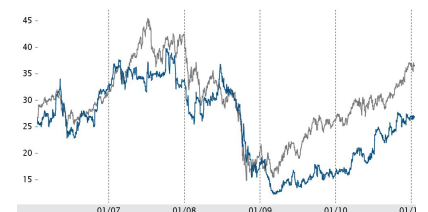
+++ Reuters: RSLG +++ Bloomberg: RSL1 GY +++

Aktueller Kurs (XETRA (Germany); 19.01.11; 17:36 h).....	27,05 EUR
SCHLUSSKURS (19.01.2011).....	27,05 EUR
ERWARTETE PERFORMANCE:.....	29,4%
MARKTKAPITALISIERUNG:.....	160,24 Mio. EUR
ENTERPRISE VALUE:.....	193,43 Mio. EUR
ANZAHL AKTIEN:.....	5,92 Mio.
FREE FLOAT:.....	41,0 %
INDEX (GEWICHTUNG):.....	PRIME INDUSTRIAL (n.a.)
DURCH. HANDELSVOL.:.....	3.714
ISIN:.....	DE0007257727
SEKTOR:.....	Investitionsgüter

KENNZAHLEN (31.12.) 2010E 2011E 2012E
Unternehmensdaten in Mio. EUR, Zahlen je Aktie in EUR

Kennzahl	2010E	2011E	2012E
Umsatz	218,7	242,8	257,4
EBITDA	28,6	35,2	39,0
EBIT	18,5	25,4	28,6
Nettoergebnis	9,7	15,1	17,5
Freier Cash-flow	5,9	12,2	9,9
FCF Rendite	3,7 %	7,6 %	6,2 %
EPS	1,65	2,55	2,95
Dividende	0,60	1,00	1,20
EV / Umsatz	0,9	0,8	0,8
EV / EBITDA	6,8	5,5	5,0
EV / EBIT	10,5	7,6	6,8
KGV	16,4	10,6	9,2
KBV	1,99	1,74	1,55
Dividendenrendite	2,2 %	3,7 %	4,4 %

KURSENTWICKLUNG



Quelle: R. Stahl, LBBW Research, Thomson Reuters

KALENDER

Februar 2011 Vorläufige Zahlen



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
GüV									
Umsatz	216,7	218,7	0,9%	236,8	242,8	2,5%	250,8	257,4	2,6%
Gesamtleistung	221,7	221,7	0,0%	242,3	248,3	2,5%	254,3	260,9	2,6%
EBITDA	28,4	28,6	0,7%	33,9	35,2	3,8%	37,5	39,0	4,0%
EBIT	18,3	18,5	1,1%	24,1	25,4	5,4%	27,6	28,6	3,6%
EBT	14,5	14,7	1,4%	20,4	21,7	6,4%	24,1	25,1	4,1%
Nettoergebnis	9,7	9,7	0,0%	14,2	15,1	6,3%	16,8	17,5	4,2%
Je Aktie (EUR)									
EPS	1,65	1,65	0,0%	2,40	2,55	6,3%	2,84	2,95	3,9%
Cash Flow pro Aktie	1,21	0,99	-18,2%	2,11	2,06	-2,4%	2,50	1,67	-33,2%
Dividende	0,60	0,60	0,0%	1,00	1,00	0,0%	1,20	1,20	0,0%

Quelle: R. Stahl, LBBW Research

Ausgewählte Kennzahlen von R.Stahl (Mio. EUR)

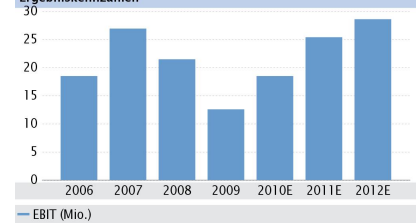
Gewinn- und Verlustrechnung (Mio. EUR)	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
Umsatz	167,1	211,6	221,2	202,6	218,7	242,8	257,4
Gesamtleistung	172,0	218,3	221,6	203,8	221,7	248,3	260,9
EBITDA	25,4	35,7	30,5	21,7	28,6	35,2	39,0
EBIT	18,5	26,9	21,5	12,6	18,5	25,4	28,6
EBT	16,5	24,6	18,5	8,9	14,7	21,7	25,1
Ergebnis nach Steuern	10,6	16,2	12,6	5,6	9,8	15,2	17,6
EPS	2,12	2,65	2,03	0,90	1,65	2,55	2,95
Wachstumsrate yoy							
Umsatz		26,7 %	4,5 %	-8,4 %	7,9 %	11,0 %	6,0 %
Gesamtleistung		27,0 %	1,5 %	-8,0 %	8,8 %	12,0 %	5,1 %
EBITDA		40,6 %	-14,7 %	-28,7 %	31,6 %	23,1 %	10,8 %
EBIT		45,6 %	-20,3 %	-41,4 %	47,0 %	37,3 %	12,6 %
EBT		49,1 %	-24,9 %	-51,9 %	65,4 %	47,6 %	15,7 %
Ergebnis nach Steuern		24,4 %	-23,4 %	-55,6 %	82,9 %	54,9 %	15,9 %
EPS		25,0 %	-23,4 %	-55,7 %	83,3 %	54,5 %	15,7 %
Umsatzmargen							
EBITDA		15,2 %	16,9 %	13,8 %	10,7 %	13,1 %	15,2 %
EBIT		11,1 %	12,7 %	9,7 %	6,2 %	8,5 %	11,1 %
EBT		9,9 %	11,6 %	8,4 %	4,4 %	6,7 %	9,8 %
Ergebnis nach Steuern		7,5 %	7,4 %	5,4 %	2,6 %	4,5 %	6,8 %
Bilanz (Mio. EUR)							
Geschäfts- oder Firmenwert	3,4	4,9	4,0	6,5	12,7	12,7	12,7
Übrige immaterielle Vermögenswerte	14,7	16,5	16,9	21,0	24,5	25,6	27,7
Sachanlagen	26,4	29,1	33,2	34,6	34,9	35,8	42,6
Net Working Capital	41,9	48,0	42,1	43,3	43,6	46,4	46,8
Liquide Mittel	32,9	29,7	34,1	22,5	18,4	25,3	27,7
Eigenkapital	66,1	75,1	78,2	73,0	80,4	92,1	103,8
Gesamte Finanzverbindlichkeiten	15,4	13,2	10,8	15,0	12,6	10,5	8,7
Langfristige 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	-5,9	-14,8	-19,0
Kapitalflussrechnung (Mio. EUR)							
Nettoergebnis	12,6	15,7	12,0	5,3	9,7	15,1	17,5
Abschreibungen	6,9	8,8	9,0	9,1	10,1	9,8	10,4
Veränderung Working Capital	-19,0	-6,1	5,9	-1,2	-0,3	-2,8	-0,4
Operativer Cash-flow	4,3	17,7	27,5	10,9	16,6	23,9	29,3
Investitionen in das Sachanlagevermögen	-4,6	-8,9	-9,2	-5,9	-5,4	-5,8	-13,2
Freier Cash-flow	-4,7	3,8	13,4	-2,5	5,9	12,2	9,9
Bewertungskennzahlen							
EV / Umsatz	1,3	1,0	0,6	0,6	0,9	0,8	0,8
EV / EBITDA	8,3	6,1	4,0	5,8	6,8	5,5	5,0
EV / EBIT	11,3	8,1	5,7	10,1	10,5	7,6	6,8
KGV	15,4	12,7	9,0	18,0	16,4	10,6	9,2
KBV	3,0	2,7	1,4	1,3	2,0	1,7	1,5
Return on Equity	16,1 %	21,6 %	16,1 %	7,7 %	12,2 %	16,5 %	17,0 %
Bilanzkennzahlen							
Eigenkapitalquote	39,4 %	41,7 %	43,7 %	41,5 %	42,3 %	44,6 %	46,7 %
Verschuldungsgrad	-26,5 %	-22,0 %	-29,9 %	-10,3 %	-7,3 %	-16,1 %	-18,3 %

Quelle: R. Stahl, LBBW Research

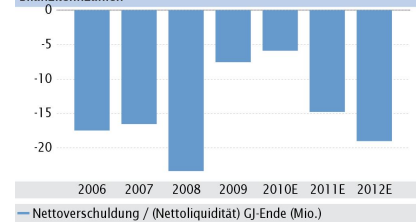
GUIDANCE - R. STAHL

Für 2010 erwartet das Unternehmen einen Konzernumsatz zwischen 210 Mio. EUR und 220 Mio. EUR und ein EBT zwischen 14 Mio. EUR und 15 Mio. EUR. Für 2011 wird ein Umsatzplus von mindestens 10 % avisiert.

Ergebniskennzahlen



Bilanzkennzahlen



Bewertung



Quelle: R. Stahl, LBBW Research

Investment Case

Zusammenfassung

R.Stahl

Die Erfolge aus Effizienzprogrammen und zunehmend steigende Umsätze sollten 2010 ein deutlich gestiegenes Ergebnis ermöglicht haben. Die positive wirtschaftliche Entwicklung in den wichtigsten Absatzbranchen und der anhaltend hohe Ölpreis dürften eine spürbare Verbesserung der Auftragslage nach sich ziehen. Nach Abschluss der Integration sollten aus den jüngsten Akquisitionen sukzessive Vertriebssynergien resultieren. Ein höherer Umsatzanteil im Wartungsgeschäft und die für 2011 erwartete Wachstumsbeschleunigung, bei weitgehend stabilen Personalkosten, dürften u. E. zu einem weiteren, kräftigen Ergebnisanstieg führen. Die Aktie bleibt weiterhin attraktiv.

Earnings summary: Mit der frühzeitigen Indikation, 2011 mindestens um 10 % zu wachsen, hat das Unternehmen ein starkes Signal der Zuversicht geliefert. Da wir mit unseren bisherigen Schätzungen im Konsensusvergleich bereits optimistischer waren, ergeben sich nur leichte Anpassungen für 2011 und 2012 um 0,15 EUR auf 2,55 EUR bzw. um 0,11 EUR auf 2,95 EUR.

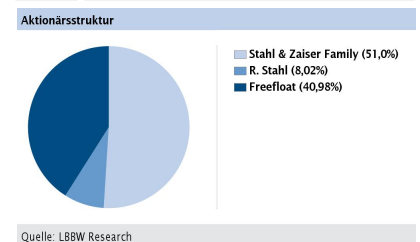
Valuation Summary: Zur Bewertung von R. Stahl verwenden wir ausschließlich ein DCF-Modell. Das DCF-Modell führt zu einem fairen Wert von 39,06 EUR. Bei einem Abschlag von 10 %, aufgrund der geringen Liquidität der Aktie, errechnet sich ein Wert von 35,15 EUR. Wir erhöhen daher unser Kursziel von 30 EUR auf 35 EUR. Dieser Kurs würde zu einer Bewertung führen, die sich im Bereich der historischen Mittelwerte für KGV und EV/EBITDA (Basis 2012) 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
+	Talsole durchschritten
CONS	
-	Durch Großprojektabrechnung in Q3 könnte Q4 schwächer werden
-	Projektgeschäft mit zögerlicher Erholung
-	Pharma und Schiffbau mit stagnierender Nachfrage



Finanzkennzahlen

Gewinnperspektiven

R.Stahl

Schätzungsänderungen (Mio. EUR)

	2010 E			2011 E			2012 E		
	bisher	neu	Δ	bisher	neu	Δ	bisher	neu	Δ
GuV									
Umsatz	216,7	218,7	0,9%	236,8	242,8	2,5%	250,8	257,4	2,6%
Gesamtleistung	221,7	221,7	0,0%	242,3	248,3	2,5%	254,3	260,9	2,6%
EBITDA	28,4	28,6	0,7%	33,9	35,2	3,8%	37,5	39,0	4,0%
EBIT	18,3	18,5	1,1%	24,1	25,4	5,4%	27,6	28,6	3,6%
EBT	14,5	14,7	1,4%	20,4	21,7	6,4%	24,1	25,1	4,1%
Nettoergebnis	9,7	9,7	0,0%	14,2	15,1	6,3%	16,8	17,5	4,2%
Je Aktie (EUR)									
EPS	1,65	1,65	0,0%	2,40	2,55	6,3%	2,84	2,95	3,9%
CPS	1,21	0,99	-18,2%	2,11	2,06	-2,4%	2,50	1,67	-33,2%
Dividende	0,60	0,60	0,0%	1,00	1,00	0,0%	1,20	1,20	0,0%

Quelle: R. Stahl, LBBW Research

Geschäftsjahr 2010 unverändert: Der kräftige Umsatzanstieg in Q3 beruhte im Wesentlichen auf der Abrechnung eines Großprojekts, weshalb wir in Q4 von einem rückläufigen Umsatz qoq ausgehen. Lange Lieferzeiten für elektronische Bauteile können darüber hinaus zu Abrechnungsverzögerungen führen, weshalb wir nicht mit einem Umsatz oberhalb der Guidance kalkulieren. Trotz gradueller Änderungen behalten wir unter dem Strich unsere Schätzung von 1,65 EUR je Aktie bei.

Umsatzschätzungen für 2011 und 2012 erhöht: Die frühe Indikation für 2011, wonach der Umsatz mindestens um 10 % wachsen soll, deutet auf eine anhaltend erfreuliche Auftrags- bzw. Projektsituation. Der ungebrochene Aufwärtstrend beim Ölpreis, bei dem viele verschobene Projekte wieder aus der Schublade geholt werden dürften, tut ein übriges. Zunächst erhöhen wir daher unsere Umsatzprognose für 2011 um 6 Mio. EUR auf 242,8 Mio. EUR (+11 % yoy). Für 2012 kalkulieren wir unverändert mit einer Abflachung der Wachstumsrate auf 6 %, was einem Umsatz von 257,4 Mio. EUR entspricht. Dabei haben wir die mit den Übernahmen angestrebten Vertriebssynergien mit einem Prozentpunkt zunächst eher vorsichtig eingerechnet.

Ergebnisprognosen aufgestockt: CEO Martin Schomaker zeigte sich im Gespräch mit uns optimistisch, dass die steigenden Einkaufspreise 2011 kompensiert werden können. Die Personalkosten erhöhen sich primär akquisitionsbedingt, aber wesentlich unterhalb des Umsatzwachstums. Da sich gleichzeitig der Produktmix (höhere Anteile aus Wartung und Instandhaltung) verbessern dürfte, sind daher die Weichen für eine weitere, deutliche Margenverbesserung gestellt. Insofern sehen wir unsere Prognose von 8,7 % (EBT bezogen auf die Gesamtleistung - 6,6 % in 2010) nicht als aggressiv an. Die Schätzung für das Ergebnis je Aktie für 2011 erhöhen wir um +6 % auf 2,55 EUR (+55 % yoy).

Für 2012 rechnen wir, wie bisher, mit einer leichten Verbesserung der Marge. Unsere Annahme von 9,6 % (bisher 9,4 %) entspricht dem Niveau von 2006. Wachstumsbedingt dürften die Investitionen kräftig zulegen, was die Ertragsentwicklung jedoch nur marginal beeinflusst. Unsere Schätzung erhöhen wir um 4 % auf 2,95 EUR je Aktie.

Anpassungen beim Ergebnis je Aktie
2011: +6 % auf 2,55 EUR
2012: +4 % auf 2,95 EUR

Bewertung

Berechnung Fairer Wert

R.Stahl

Zur Bewertung von R. Stahl verwenden wir ausschließlich ein DCF-Modell. Das DCF-Modell führt zu einem fairen Wert von 39,06 EUR. Bei einem Abschlag von 10 %, aufgrund der geringen Liquidität der Aktie, errechnet sich ein Wert von 35,15 EUR. Wir erhöhen daher unser Kursziel von 30 EUR auf 35 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 mit 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 35 EUR ergibt auf Basis 2012 ein EV/EBITDA von 5,1 und ein KGV von 11,9, was etwa dem Mittelwert der jeweiligen Bandbreite entspricht.

DCF-Modell: Trotz gestiegenem Zinsniveau führt eine rückläufige Marktrisikoprämie zu einem Rückgang beim WACC von 7,8 % auf 7,4 %. Entsprechend erhöht sich der Fair Value von 35,17 EUR auf 39,06 EUR. Um der geringen Liquidität der Aktie Rechnung zu tragen, kalkulieren wir mit einem Abschlag von 10 %. Mit der in Q3 eingeleiteten Wachstumsphase verzichten wir auf den bisherigen, zusätzlichen Abschlag von 5 % aufgrund der Spätzyklik des Geschäftsmodells. Damit gelangen wir auf Basis eines Wertes von 35,15 EUR zu unserem neuen Kursziel von 35 EUR.

INSTITUTIONAL EQUITY RESEARCH

COMPANY FLASH

Bewertung

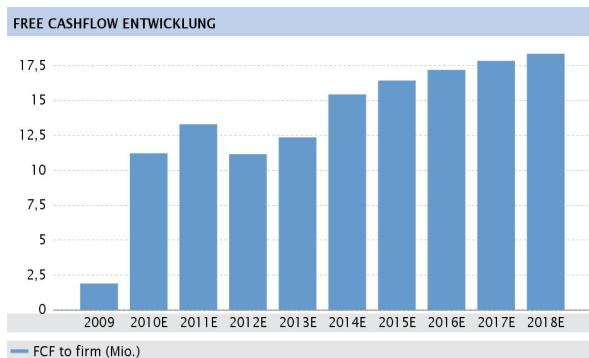
DCF-Modell

R.Stahl

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

FREE CASHFLOW (Mio. EUR)	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
Umsatz	202,6	218,7	242,8	257,4	272,8	286,5	297,9	306,9	313,0	316,2
Wachstum yoy		7,9 %	11,0 %	6,0 %	6,0 %	5,0 %	4,0 %	3,0 %	2,0 %	1,0 %
EBIT vor Goodwill	12,6	18,5	25,4	28,6	30,0	30,4	30,4	30,1	29,4	28,5
EBIT-Marge	6,2 %	8,5 %	10,5 %	11,1 %	11,0 %	10,6 %	10,2 %	9,8 %	9,4 %	9,0 %
- Steuern auf das EBIT	4,7	6,2	7,6	8,5	9,0	9,1	9,1	9,0	8,8	8,5
Steuerquote	37,1 %	33,3 %	30,0 %	29,9 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %
= NOPAT	7,9	12,3	17,8	20,1	21,0	21,3	21,3	21,1	20,6	19,9
+ Abschreibungen	9,1	10,1	9,8	10,4	10,9	11,3	11,9	12,3	12,5	12,6
Abschreibungsquote	4,5 %	4,6 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %
- Investitionen (CAPEX)	13,4	10,8	11,7	19,4	13,6	13,8	13,7	13,5	13,1	12,6
in % vom Umsatz	6,6 %	4,9 %	4,8 %	7,5 %	5,0 %	4,8 %	4,6 %	4,4 %	4,2 %	4,0 %
NWC	43,3	43,6	46,4	46,8	53,2	56,7	59,9	62,6	64,8	66,4
in % vom Umsatz	21,4 %	20,0 %	19,1 %	18,2 %	19,5 %	19,8 %	20,1 %	20,4 %	20,7 %	21,0 %
delta NWC		0,3	2,8	0,4	6,4	3,5	3,2	2,7	2,2	1,6
Rückstellungen	1,7	1,6	1,8	2,3	2,7	2,9	3,0	3,1	3,1	3,2
in % vom Umsatz	0,8 %	0,7 %	0,7 %	0,9 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %
delta Rückstellungen		-0,1	0,2	0,5	0,4	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0
FCF to firm	1,9	11,2	13,3	11,2	12,4	15,4	16,4	17,2	17,8	18,4
in % vom Umsatz	0,9 %	5,1 %	5,5 %	4,3 %	4,5 %	5,4 %	5,5 %	5,6 %	5,7 %	5,8 %
Discounted free cashflow	n.a.	11,3	12,4	9,7	10,0	11,7	11,6	11,3	10,9	10,4

WERT JE AKTIE (Mio. EUR)	
Barwert Free Cash-flow Planungsjahre	88,8
+ Barwert Terminal Value	175,8
= Enterprise Value	264,6
Anteil des Terminal Value am Enterprise Value	66,4 %
- Nettofinanzverschuldung	-7,6
- Anteile Dritter	0,1
- Pensionsrückstellungen	50,4
+ Nicht betriebsnotwendiges Vermögen	9,6
+ Sonstige	0,1
= Marktkapitalisierung	231,4
/ Anzahl Aktien (Mio.)	5,92
= Wert je Aktie (EUR)	39,06



Anhang

Finanzkennzahlen: Gewinn- und Verlustrechnung

R.Stahl

GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG (Mio. EUR)	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Umsatz	221,2	202,6	218,7	242,8	257,4
<i>Wachstum yoy</i>		-8,4 %	7,9 %	11,0 %	6,0 %
Bestandsveränderungen	-1,7	-1,5	0,0	3,0	1,0
Aktivierete Eigenleistungen	2,1	2,7	3,0	2,5	2,5
Gesamtleistung	221,6	203,8	221,7	248,3	260,9
<i>Wachstum yoy</i>		-8,0 %	8,8 %	12,0 %	5,1 %
Materialaufwand	-73,0	-68,7	-72,7	-82,4	-87,1
Personalaufwand	-77,1	-78,9	-84,2	-89,3	-92,0
Sonstige betriebliche Erträge	5,6	4,4	6,0	5,0	5,0
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-46,7	-38,9	-42,2	-46,4	-47,8
EBITDA	30,5	21,7	28,6	35,2	39,0
<i>Wachstum yoy</i>		-28,7 %	31,6 %	23,1 %	10,8 %
Marge	13,8 %	10,7 %	12,9 %	14,2 %	14,9 %
Abschreibungen	-9,0	-9,1	-10,1	-9,8	-10,4
EBIT	21,5	12,6	18,5	25,4	28,6
<i>Wachstum yoy</i>		-41,4 %	47,0 %	37,3 %	12,6 %
Marge	9,7 %	6,2 %	8,3 %	10,2 %	11,0 %
Finanzergebnis	-3,0	-3,7	-3,8	-3,7	-3,5
EBT	18,5	8,9	14,7	21,7	25,1
<i>Wachstum yoy</i>		-51,9 %	65,4 %	47,6 %	15,7 %
Marge	8,3 %	4,4 %	6,6 %	8,7 %	9,6 %
Ertragsteuern	-5,9	-3,3	-4,9	-6,5	-7,5
Ertragsteuersatz	31,7 %	37,1 %	33,3 %	30,0 %	29,9 %
Ergebnis nach Steuern	12,6	5,6	9,8	15,2	17,6
<i>Wachstum yoy</i>		-55,7 %	75,3 %	55,1 %	15,8 %
Marge	5,7 %	2,7 %	4,4 %	6,1 %	6,7 %
Minderheiten	-0,6	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1
Nettoergebnis	12,0	5,3	9,7	15,1	17,5
<i>Wachstum yoy</i>		-55,6 %	82,9 %	54,9 %	15,9 %
Marge	5,4 %	2,6 %	4,4 %	6,1 %	6,7 %
Durchschnittliche Aktienanzahl	5,9	5,9	5,9	5,9	5,9
Gewinn je Aktie	2,03	0,90	1,65	2,55	2,95
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
Summe Aktiva	178,7	175,8	190,2	206,6	222,4
Sachanlagen	33,2	34,6	34,9	35,8	42,6
Anlageimmobilien	9,9	9,6	9,3	9,0	8,7
Geschäfts- oder Firmenwert	4,0	6,5	12,7	12,7	12,7
Übrige immaterielle Vermögenswerte	16,9	21,0	24,5	25,6	27,7
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
Anlagevermögen	67,0	76,4	86,1	87,7	96,5
Vorräte	35,2	33,0	35,5	38,6	40,9
Forderungen aus Lief. und Leistungen	36,3	38,4	43,7	47,3	48,9
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	18,4	25,3	27,7
Umlaufvermögen	111,7	99,4	104,1	118,9	125,9
Summe Passiva	178,7	175,8	190,2	206,6	222,4
Grundkapital	16,5	16,5	16,5	16,5	16,5
Kapitalrücklagen	65,9	62,0	69,4	80,9	92,5
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
Eigenkapital	78,2	73,0	80,4	92,1	103,8
Finanzverbindlichkeiten	4,5	7,8	6,5	5,3	4,0
Langfristige 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
Langfristige Verbindlichkeiten	54,5	59,3	58,8	59,1	59,4
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	22,8	24,7	26,1
Kurzfristige Verbindlichkeiten	46,1	43,5	51,0	55,4	59,2

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	9,8	15,2	17,6
Abschreibungen	9,0	9,1	10,1	9,8	10,4
Veränderungen der langfristigen Rückstellungen	0,1	1,3	0,9	1,7	1,7
Veränderung Working Capital	5,9	-1,2	-0,3	-2,8	-0,4
Sonstige Veränderungen (operativer Cashflow)	-0,1	-4,0	-3,8	0,0	0,0
Operativer Cash-flow	27,5	10,9	16,6	23,9	29,3
<i>Wachstum yoy</i>		-60,4 %	52,9 %	43,7 %	22,6 %
Investitionen in das Anlagevermögen	-14,1	-13,4	-10,8	-11,7	-19,4
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	-5,4	0,0	0,0
Sonstige Veränderungen invest. Cash-flow	-0,1	1,0	0,0	0,0	0,0
Cash-flow aus Investitionstätigkeit	-13,7	-14,0	-15,9	-11,5	-19,1
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	0,0
Cash-flow aus Finanzierungstätigkeit	-8,4	-9,2	-4,8	-5,6	-7,7
Veränderung in den liquiden Mitteln	4,4	-11,6	-4,1	6,8	2,4
Liquide Mittel am Periodenbeginn	29,7	34,1	22,5	18,4	25,3
Liquide Mittel am Periodenende	34,1	22,5	18,4	25,3	27,7
Freier Cash-flow	13,4	-2,5	5,9	12,2	9,9
Marge	6,0 %	-1,2 %	2,6 %	4,9 %	3,8 %
Cash Earnings pro Aktie	3,39	2,35	3,33	4,24	4,79

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:

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

Prozentuale Verteilung aller aktuellen Aktienratings der LBBW

Kaufen:	44,5%
Verkaufen:	5,5%
Halten:	42,7%
Unter Beobachtung:	1,4%
Ausgesetzt:	6,0%

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 20.01.2011

