

EQUITY RESEARCH

COMPANY FLASH

Company Flash

R.Stahl

Company Update: Integrationsaufwand belastet nur temporär

UNTERNEHMEN



RATING

KAUFEN (UNVERÄNDERT)

KURSZIEL

38 EUR (35 EUR)

HIGHLIGHTS

- Q1-Zahlen leicht unter den Erwartungen
- Reduzierung der Prognose für 2011 um 12 % auf 2,25 EUR
- Erhöhung der Schätzung um 5 % auf EUR 3,09 für 2012
- Anhebung des Kursziels von 35 EUR auf 38 EUR

Erwartung für Q1 zu optimistisch: Höhere Integrationsaufwendungen für die letztjährigen Akquisitionen und eine gestiegene Materialaufwandsquote waren die wesentlichen Gründe, dass unsere zuversichtlichen Schätzungen für Q1 nicht erreicht wurden. Gleichwohl konnte bei Umsatz und Ergebnis ein zweistelliges Wachstum erzielt werden. Die Belastungen dürften auch noch in Q2 und partiell in Q3 sichtbar sein.

Reduzierung der Ergebnisprognose für 2011: Bereits die Vorlage der Guidance für 2011 signalisierte zu viel Optimismus in unserer Schätzung. Dies bestätigte sich mit den Zahlen für das erste Quartal. Obwohl die Unternehmensprognose als eher konservativ einzustufen ist, senken wir unsere Gewinnschätzung um 12 % auf 2,25 EUR, was rechnerisch dem oberen Rand der Guidance entspricht.

Erhöhung der Gewinnschätzung für 2012: Im Hinblick auf den ungewohnt frühen, optimistischen Ausblick auf 2012 haben wir unsere Umsatzschätzung um 8 % auf 279 Mio. EUR angehoben. Mit dem Wegfall der Belastungsfaktoren aus 2011 und einem deutlich unterproportionalen Wachstum der Personalkosten sollte sich das Gewinnmomentum gegenüber 2011 beschleunigen lassen. Wir bleiben bei unseren Annahmen etwas vorsichtiger und erhöhen unsere Gewinnschätzung nur um 5 % auf 3,09 EUR.

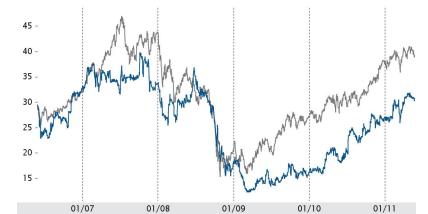
Empfehlung: Wir bekräftigen unsere Kaufempfehlung für die Aktie und erhöhen das Kursziel von 35 EUR auf 38 EUR.

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

Aktueller Kurs (XETRA (Germany); 26.05.11; 12:21 h) 30,37 EUR
 SCHLUSSKURS (25.05.2011): 30,34 EUR
 ERWARTETE PERFORMANCE: 15,4%
 MARKTKAPITALISIERUNG: 179,73 Mio. EUR
 ENTERPRISE VALUE: 212,97 Mio. EUR
 ANZAHL AKTIEN: 5,92 Mio.
 FREE FLOAT: 41,0%
 INDEX (GEWICHTUNG): PRIME INDUSTRIAL (0,06%)
 DURCH. HANDELSVOL.: 5.111
 ISIN: DE0007257727
 SEKTOR: Investitionsgüter

KENNZAHLEN (31.12.)	2011 E	2012 E	2013 E
Unternehmensdaten in Mio. EUR, Zahlen je Aktie in EUR			
Umsatz	247,1	278,7	292,6
EBITDA	34,1	41,2	44,1
EBIT	22,9	29,8	32,3
Nettoergebnis	13,3	18,3	20,1
Freier Cash-flow	7,7	10,3	15,1
FCF Rendite	4,3%	5,7%	8,4%
EPS	2,25	3,09	3,39
Dividende	0,90	1,30	1,40
EV / Umsatz	0,9	0,8	0,7
EV / EBITDA	6,2	5,2	4,8
EV / EBIT	9,3	7,1	6,6
KBV	13,5	9,8	8,9
KBV	1,93	1,69	1,52
Dividendenrendite	3,0%	4,3%	4,6%

KURSENTWICKLUNG



Quelle: R. Stahl, LBBW Research, Thomson Reuters

KALENDER

27.05.11 Hauptversammlung



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

EQUITY RESEARCH

COMPANY FLASH

Unternehmensdaten

Finanzkennzahlen

R.Stahl

Fazit Schätzungsänderungen (Mio. EUR)

	2011 E			2012 E			2013 E		
	bisher	neu	Δ	bisher	neu	Δ	bisher	neu	Δ
GüV									
Umsatz	242,8	247,1	1,8%	257,4	278,7	8,3%	n.a.	292,6	n.a.
Gesamtleistung	248,3	252,6	1,7%	260,9	281,2	7,8%	n.a.	294,6	n.a.
EBITDA	35,2	34,1	-3,1%	39,0	41,2	5,6%	n.a.	44,1	n.a.
EBIT	25,4	22,9	-9,8%	28,6	29,8	4,2%	n.a.	32,3	n.a.
EBT	21,7	19,2	-11,5%	25,1	26,3	4,8%	n.a.	28,9	n.a.
Nettoergebnis	15,1	13,3	-11,9%	17,5	18,3	4,6%	n.a.	20,1	n.a.
Je Aktie (EUR)									
EPS	2,55	2,25	-11,8%	2,95	3,09	4,7%	n.a.	3,39	n.a.
Cash Flow pro Aktie	2,06	1,30	-36,9%	1,67	1,74	4,2%	n.a.	2,54	n.a.
Dividende	1,00	0,90	-10,0%	1,20	1,30	8,3%	n.a.	1,40	n.a.

Quelle: R. Stahl, LBBW Research

Ausgewählte Kennzahlen von R.Stahl (Mio. EUR)

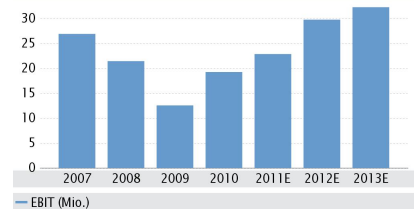
Gewinn- und Verlustrechnung (Mio. EUR)	2007	2008	2009	2010	2011 E	2012 E	2013 E
Umsatz	211,6	221,2	202,6	222,6	247,1	278,7	292,6
Gesamtleistung	218,3	221,6	203,8	225,0	252,6	281,2	294,6
EBITDA	35,7	30,5	21,7	30,2	34,1	41,2	44,1
EBIT	26,9	21,5	12,6	19,3	22,9	29,8	32,3
EBT	24,6	18,5	8,9	15,4	19,2	26,3	28,9
Ergebnis nach Steuern	16,2	12,6	5,6	10,5	13,4	18,4	20,2
EPS	2,65	2,03	0,90	1,77	2,25	3,09	3,39
Wachstumsrate yoy							
Umsatz		4,5 %	-8,4 %	9,9 %	11,0 %	12,8 %	5,0 %
Gesamtleistung		1,5 %	-8,0 %	10,4 %	12,3 %	11,3 %	4,8 %
EBITDA		-14,7 %	-28,7 %	39,1 %	12,9 %	20,8 %	7,0 %
EBIT		-20,3 %	-41,4 %	53,3 %	18,7 %	30,1 %	8,4 %
EBT		-24,9 %	-51,9 %	73,0 %	24,8 %	37,0 %	9,9 %
Ergebnis nach Steuern		-23,4 %	-55,6 %	97,1 %	26,5 %	37,6 %	9,8 %
EPS		-23,4 %	-55,7 %	96,7 %	27,1 %	37,3 %	9,7 %
Umsatzmargen							
EBITDA	16,9 %	13,8 %	10,7 %	13,6 %	13,8 %	14,8 %	15,1 %
EBIT	12,7 %	9,7 %	6,2 %	8,7 %	9,3 %	10,7 %	11,0 %
EBT	11,6 %	8,4 %	4,4 %	6,9 %	7,8 %	9,4 %	9,9 %
Ergebnis nach Steuern	7,4 %	5,4 %	2,6 %	4,7 %	5,4 %	6,6 %	6,9 %
Bilanz (Mio. EUR)							
Geschäfts- oder Firmenwert	4,9	4,0	6,5	14,5	14,5	14,5	14,5
Übrige immaterielle Vermögenswerte	16,5	16,9	21,0	24,7	25,8	28,7	32,0
Sachanlagen	29,1	33,2	34,6	33,6	32,2	32,6	33,3
Net Working Capital	48,0	42,1	43,3	46,2	53,1	59,6	61,2
Liquide Mittel	29,7	34,1	22,5	19,6	22,4	26,9	32,4
Eigenkapital	75,1	78,2	73,0	84,1	93,4	106,5	119,0
Gesamte Finanzverbindlichkeiten	13,2	10,8	15,0	10,5	9,4	8,7	6,5
Langfristige Pensionsrückstellungen	45,1	46,1	48,0	49,3	50,0	51,1	51,7
Nettoverschuldung / (Nettoliquidität) GJ-Ende	-16,5	-23,4	-7,6	-9,1	-13,0	-18,2	-25,9
Kapitalflussrechnung (Mio. EUR)							
Nettoergebnis	15,7	12,0	5,3	10,5	13,3	18,3	20,1
Abschreibungen	8,8	9,0	9,1	10,9	11,2	11,4	11,8
Veränderung Working Capital	-6,1	5,9	-1,2	-2,9	-6,9	-6,5	-1,6
Operativer Cash-flow	17,7	27,5	10,9	19,0	18,7	25,0	30,9
Investitionen in das Sachanlagevermögen	-8,9	-9,2	-5,9	-3,9	-4,4	-7,3	-7,9
Freier Cash-flow	3,8	13,4	-2,5	9,3	7,7	10,3	15,1
Bewertungskennzahlen							
EV / Umsatz	1,0	0,6	0,6	0,9	0,9	0,8	0,7
EV / EBITDA	6,1	4,0	5,8	6,3	6,2	5,2	4,8
EV / EBIT	8,1	5,7	10,1	9,9	9,3	7,1	6,6
KGV	12,7	9,0	18,0	15,2	13,5	9,8	8,9
KBV	2,7	1,4	1,3	1,9	1,9	1,7	1,5
Return on Equity	21,6 %	16,1 %	7,7 %	12,5 %	14,3 %	17,3 %	17,0 %
Bilanzkennzahlen							
Eigenkapitalquote	41,7 %	43,7 %	41,5 %	43,9 %	45,6 %	47,3 %	50,1 %
Verschuldungsgrad	-22,0 %	-29,9 %	-10,3 %	-10,9 %	-13,9 %	-17,1 %	-21,8 %

Quelle: R. Stahl, LBBW Research

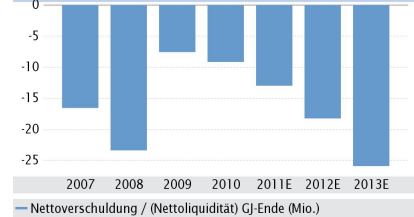
GUIDANCE - R. STAHL

Für 2011 erwartet das Unternehmen einen Konzernumsatz zwischen 240 Mio. EUR und 250 Mio. EUR und ein EBT zwischen 17 Mio. EUR und 19 Mio. EUR. Für 2012 wird ein Umsatzplus von mindestens 10 % avisiert.

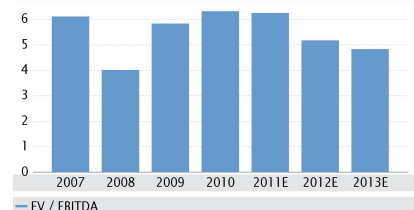
Ergebniskennzahlen



Bilanzkennzahlen



Bewertung



Quelle: R. Stahl, LBBW Research

RESEARCH TEAM

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

Frank Biller, CEFA, Investmentanalyst
+49 711 127-70559, frank.biller@lbbw.de

Stefan Maichl, CFA, Investmentanalyst
+49 711 127-78449, stefan.maichl@lbbw.de

Nenad Raic, Investmentanalyst
+49 711 127-41619, nenad.raic@lbbw.de

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

Investment Case

Zusammenfassung

R.Stahl

Die positive wirtschaftliche Entwicklung in den wichtigsten Absatzbranchen und der anhaltend hohe Ölpreis dürften eine anhaltende Verbesserung der Auftragslage nach sich ziehen. Ein höherer Umsatzanteil im Wartungsgeschäft und die für 2011 erwartete Wachstumsbeschleunigung, bei weitgehend stabilen Personalkosten, dürften u. E. zu einem weiteren Ergebnisanstieg führen. Nach Abschluss der Integration, die die Ergebnisdynamik 2011 temporär abbremst, sollten aus den jüngsten Akquisitionen sukzessive Vertriebs synergien resultieren, die zu einer Ertragsbeschleunigung 2012 beitragen. Die Aktie bleibt weiterhin attraktiv.

Earnings summary: Höhere Integrationskosten für die letztjährigen Akquisitionen und ein stärkerer Anstieg beim Materialaufwand als bisher erwartet, führen zu einer Reduzierung unserer Schätzung für 2011 um 0,30 EUR auf 2,25 EUR. Demgegenüber erhöhen wir unsere Prognose für 2012 um 5 % auf 3,09 EUR. In unserer Ersteinschätzung für 2013 kalkulieren wir mit einem Ergebnis je Aktie von 3,39 EUR.

Valuation Summary: Zur Bewertung von R. Stahl verwenden wir ausschließlich ein DCF-Modell, das zu einem fairen Wert von 41,96 EUR führt. Bei einem Abschlag von 10 %, aufgrund der geringen Liquidität der Aktie, errechnet sich ein Wert von 37,76 EUR. Wir erhöhen daher unser Kursziel von 35 EUR auf 38 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 Einbruch beim Ölpreis führen würde. Aber auch eine wieder nachlassende Investitionsneigung bzw. eine Verschiebung oder Stornierung von Projekten 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 knapp 223 Mio. EUR beschäftigt ca. 1 500 Mitarbeiter.

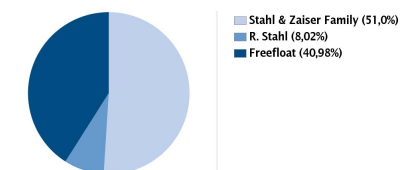
PROS

+	Wachstumsstrategie trägt Früchte
+	Ausbau der Marktstellung
+	Solide Bilanz
+	Talsole durchschritten

CONS

-	Integrationsaufwand sorgt für leichte Ergebnisbelastung in H1/11
-	Projektgeschäft mit zögerlicher Erholung
-	Pharma mit stagnierender Nachfrage

Aktionärsstruktur



Quelle: LBBW Research

Aktuelle Geschäftsentwicklung

Kernthemen

R.Stahl

Eckdaten Q1	2011	2010	Veränderung
Auftragseingang	59,1	53,3	+11,0 %
Umsatz	58,7	51,8	+13,4 %
EBITDA	7,1	6,5	+9,2 %
EBIT	4,4	4,0	+8,8 %
EBT	3,5	3,0	+15,8 %
Nettoergebnis	2,5	2,1	+18,0 %

Quelle: R. Stahl AG, LBBW Research, alle Beträge in Mio. EUR

Regionale Geschäftsentwicklung: Das Umsatzwachstum wurde in Deutschland (+28 %) und Europa (+42 %) erwirtschaftet, während sich die Regionen Amerika und Asien temporär rückläufig (Umsatzanteil 25 % nach 29 % in 2010) entwickelten. Vor allem in Asien macht sich nunmehr die stärkere Projektabhängigkeit des Geschäfts bemerkbar. Da sich jedoch der Auftragseingang deutlich erhöhte, dürfte der Wachstumspfad in naher Zukunft wieder aufgenommen werden können. In Amerika soll die kanadische Tochter organisatorisch neu aufgestellt werden, um den rückläufigen Trend umzudrehen.

EBIT-Marge geringfügig unter Vorjahr: Das Wachstum beim operativen Ergebnis blieb leicht hinter dem Umsatzplus zurück (EBIT-Marge Q1: 7,4 % nach 7,7 %). Diese temporäre Ertragsbelastung ist auf verschiedene Einflüsse zurückzuführen. Die Auswirkungen eines krisenbedingt gesunkenen Preisniveaus, die sich zeitverzögert noch bemerkbar machten, ebenso wie ein Bestandsaufbau von 3,3 Mio. EUR zeigten sich in einer gestiegenen Materialaufwandsquote. Der generelle Trend zu steigenden Materialpreisen soll durch Rationalisierungsprojekte im Einkauf weitgehend aufgefangen werden. Auf EBT-Ebene sorgte ein verbessertes Finanzergebnis für eine Margenausweitung um 10 BP auf 7,0 %. Das Ergebnis je Aktie erhöhte sich von 0,36 EUR auf 0,42 EUR.

Integrationsaufwand für Akquisitionen: Daneben machten sich die Integrationskosten der Akquisitionen, die wir bereits 2010 erwartet hatten, jetzt erst richtig bemerkbar. So wird momentan die Produktion von Clifford & Snell an bestehende Standorte verlagert, da der Verkäufer den englischen Fertigungsstandort nicht dauerhaft weiterführen will. Mittelfristig sollte daraus eine Verbesserung der Kostenstruktur resultieren. Probleme verursachte auch die Versorgung mit Leiterplatten, was zu Umsatzrückständen führte. In Brasilien sorgen höhere Anlaufkosten für die Aufnahme der Fertigung aufgrund bürokratischer Hemmnisse für eine Ergebnisbelastung. Demgegenüber läuft die Integration von Screen-Tec in die Tochter HMI Systems planmäßig, die Verschmelzung soll noch in Q2 stattfinden. Der anstehende Umzug beider Gesellschaften in neue Räumlichkeiten sorgt gleichwohl für einen Mehraufwand. Die jüngste Übernahme, explosionsgeschützte Kamerasysteme von Orloco Products B.V., dürfte als Vertriebsgesellschaft nur für geringe Integrationskosten sorgen. Alle Integrationsarbeiten sollten im Laufe des dritten Quartals abgeschlossen sein. In der Folge dürften nicht nur die Belastungen entfallen, sondern sind erste positive Ergebniseffekte zu erwarten.

Überseegeschäft temporär schwächer

Gedämpfte Margenentwicklung durch steigende Materialaufwandsquote...

...und höheren Integrationsaufwand für Akquisitionen als erwartet

Finanzkennzahlen

Gewinnperspektiven

R.Stahl

Schätzungsänderungen (Mio. EUR)

	2011 E			2012 E			2013 E		
	bisher	neu	Δ	bisher	neu	Δ	bisher	neu	Δ
GuV									
Umsatz	242,8	247,1	1,8%	257,4	278,7	8,3%	n.a.	292,6	n.a.
Gesamtleistung	248,3	252,6	1,7%	260,9	281,2	7,8%	n.a.	294,6	n.a.
EBITDA	35,2	34,1	-3,1%	39,0	41,2	5,6%	n.a.	44,1	n.a.
EBIT	25,4	22,9	-9,8%	28,6	29,8	4,2%	n.a.	32,3	n.a.
EBT	21,7	19,2	-11,5%	25,1	26,3	4,8%	n.a.	28,9	n.a.
Nettoergebnis	15,1	13,3	-11,9%	17,5	18,3	4,6%	n.a.	20,1	n.a.
Je Aktie (EUR)									
EPS	2,55	2,25	-11,8%	2,95	3,09	4,7%	n.a.	3,39	n.a.
CPS	2,06	1,30	-36,9%	1,67	1,74	4,2%	n.a.	2,54	n.a.
Dividende	1,00	0,90	-10,0%	1,20	1,30	8,3%	n.a.	1,40	n.a.

Quelle: LBBW Research

Guidance: Für 2011 erwartet das Unternehmen einen Konzernumsatz zwischen 240 Mio. EUR und 250 Mio. EUR (+8 -12 %) und ein EBT zwischen 17 Mio. EUR und 19 Mio. EUR (mindestens +10 %). Im Hinblick auf volle Auftragsbücher der internationalen Anlagenbauer und Leitsystemhersteller erwartet R. Stahl eine Vielzahl von Ausschreibungen, die noch 2011 und 2012 zur Vergabe kommen und damit auch 2012 zu einem zweistelligen Umsatzwachstum führen dürften.

Revision unserer Schätzungen für 2011: Obwohl wir die EBT-Prognose als eher konservativ einschätzen, veranlasst uns der Jahresauftakt dazu unsere Ergebnisschätzungen zu reduzieren. Ursprünglich kalkulierten wir damit, dass sich die negativen und positiven Auswirkungen aus den Akquisitionen ausgleichen. Danach sieht es im Moment nicht mehr aus. In welchem Umfang der dämpfende Effekt aus 2010 abgeschlossenen, margenarmen Projekten durch höhere Umsätze aus dem Wartungsgeschäft überkompensiert werden können, bleibt ebenfalls abzuwarten. Dass sich die Auswirkungen der Ereignisse in Japan auch bei R. Stahl bemerkbar machen ist unwahrscheinlich, aber noch nicht abschließend geklärt. Die erfolgreiche Integration der übernommenen Gesellschaften sollte sich im weiteren Jahresverlauf ebenso günstig auf die Ergebnisentwicklung auswirken wie die Optimierungsprojekte in der Fertigung und Verwaltung. Vor diesem Hintergrund rechnen wir nunmehr mit einer um 110 Basispunkten geringeren EBT-Marge von 7,8 % für 2011 bei einer moderat höheren Umsatzschätzung (+1,8 %).

Anhebung unserer Prognosen für 2012: Im Hinblick auf den ungewohnt frühen, optimistischen Ausblick auf 2012 haben wir unsere Umsatzschätzung um 8 % auf 279 Mio. EUR angehoben. Mit dem Wegfall der Belastungsfaktoren aus 2011 und einem deutlich unterproportionalen Wachstum der Personalkosten sollte sich das Gewinnmomentum gegenüber 2011 beschleunigen lassen. Wir erwarten einen Zuwachs beim EBT von 37 % (2011: +25 %) bzw. erhöhen unsere aktuelle Prognose um 5 %. Die korrespondierende Marge fällt mit 9,4 % um 0,2 %-Punkte geringer aus als bisher, nachdem das Ausgangsniveau aus 2011 tiefer als bisher liegt und wir etwas vorsichtiger sind.

Ersteinschätzung für 2013: Beim Umsatz erwarten wir, entsprechend dem langjährigen Branchenwachstum, ein Plus von 5 %. Wir kalkulieren mit einer EBT-Marge von 9,8 %, die sich noch unter dem Peak der Jahre 2006 (9,9 %) und 2007 (10,9 %) bewegt. Das Ergebnis je Aktie würde damit um 10 % auf 3,39 EUR zulegen.

Guidance eher konservativ

Ursprüngliche Schätzung (deutlich über der Guidance) nach Q1-Zahlen nicht mehr zu halten

Deutlich höhere Umsatzerwartung und vorsichtigere Ergebnisprognose

Bewertung

Berechnung Fairer Wert

R.Stahl

Zur Bewertung von R. Stahl verwenden wir ausschließlich ein DCF-Modell, das zu einem fairen Wert von 41,96 EUR führt. Bei einem Abschlag von 10 %, aufgrund der geringen Liquidität der Aktie, errechnet sich ein Wert von 37,76 EUR. Wir erhöhen daher unser Kursziel von 35 EUR auf 38 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 38 EUR ergibt auf Basis 2012 ein EV/EBITDA von 5,2 und ein KGV von 12,3, was etwa dem Mittelwert der jeweiligen Bandbreite entspricht.

DCF-Modell: Ein geringfügig gestiegenes Zinsniveau und ein höhere Marktrisikoprämie führten zu einem Anstieg beim WACC von 7,4 % auf 7,6 %. Entsprechend gestaltete sich der von höheren Gewinnschätzungen getragene Anstieg beim Fair Value moderat, von 39,06 EUR auf 41,96 EUR. Um der geringen Liquidität der Aktie Rechnung zu tragen, kalkulieren wir mit einem Abschlag von 10 %. Damit gelangen wir auf Basis eines rechnerischen Wertes von 37,76 EUR zu unserem neuen Kursziel von 38 EUR.

EQUITY RESEARCH

COMPANY FLASH

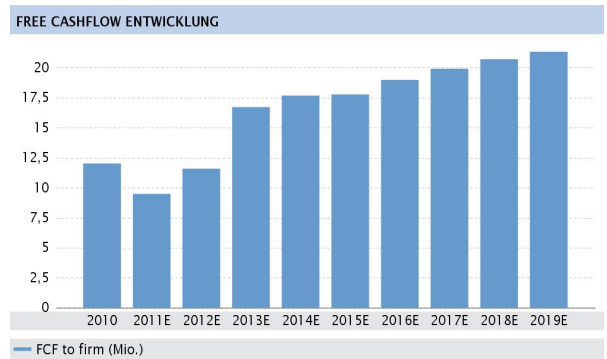
Bewertung DCF-Modell

R.Stahl

ANNAHMEN		STEADY STATE	
Risikofreier Zinssatz	3,1 %	Steady State Jahr	2019
Risikoprämie	5,5 %	Wachstum Terminal Value	1,0 %
Beta	0,9	EBIT-Marge	9,0 %
Eigenkapitalkosten	8,1 %	Abschreibungsquote	4,0 %
Fremdkapitalkosten	5,0 %	Investitionsquote	4,0 %
Eigenkapitalquote (Ziel)	85,0 %	Net Working Capital-Quote	21,5 %
WACC (in %)	7,6 %	CAGR Umsatz 2010 bis 2019	5,4 %

FREE CASHFLOW (Mio. EUR)	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
Umsatz	222,6	247,1	278,7	292,6	307,2	322,6	335,5	345,6	352,5	356,0
Wachstum yoy		11,0 %	12,8 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	4,0 %	3,0 %	2,0 %	1,0 %
EBIT vor Goodwill	19,3	22,9	29,8	32,3	33,8	34,2	34,2	33,9	33,1	32,0
EBIT-Marge	8,7 %	9,3 %	10,7 %	11,0 %	11,0 %	10,6 %	10,2 %	9,8 %	9,4 %	9,0 %
- Steuern auf das EBIT	6,1	6,9	9,0	9,7	10,1	10,3	10,3	10,2	9,9	9,6
Steuerquote	31,5 %	30,2 %	30,0 %	30,1 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %
= NOPAT	13,2	16,0	20,8	22,6	23,7	23,9	24,0	23,7	23,2	22,4
+ Abschreibungen	10,9	11,2	11,4	11,8	12,3	12,7	13,4	13,8	14,1	14,2
Abschreibungsquote	4,9 %	4,5 %	4,1 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %
- Investitionen (CAPEX)	9,7	11,0	14,6	15,8	15,4	15,5	15,4	15,2	14,8	14,2
in % vom Umsatz	4,3 %	4,4 %	5,3 %	5,4 %	5,0 %	4,8 %	4,6 %	4,4 %	4,2 %	4,0 %
NWC	46,2	53,1	59,6	61,2	64,5	68,1	71,1	73,6	75,4	76,5
in % vom Umsatz	20,7 %	21,5 %	21,4 %	20,9 %	21,0 %	21,1 %	21,2 %	21,3 %	21,4 %	21,5 %
delta NWC		6,9	6,5	1,6	3,3	3,5	3,1	2,5	1,8	1,1
Rückstellungen	2,1	2,3	2,8	2,6	3,1	3,2	3,4	3,5	3,5	3,6
in % vom Umsatz	1,0 %	0,9 %	1,0 %	0,9 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %
delta Rückstellungen		0,2	0,5	-0,2	0,4	0,2	0,1	0,1	0,1	0,0
FCF to firm	12,0	9,5	11,6	16,7	17,7	17,8	19,0	19,9	20,7	21,4
in % vom Umsatz	5,4 %	3,8 %	4,2 %	5,7 %	5,8 %	5,5 %	5,7 %	5,8 %	5,9 %	6,0 %
Discounted free cashflow	n.a.	9,1	10,3	13,8	13,6	12,7	12,6	12,3	11,9	11,4

WERT JE AKTIE (Mio. EUR)	
Barwert Free Cash-flow Planungsjahre	96,4
+ Barwert Terminal Value	185,4
= Enterprise Value	281,8
Anteil des Terminal Value am Enterprise Value	65,8 %
- Nettofinanzverschuldung	-9,1
- Anteile Dritter	0,1
- Pensionsrückstellungen	51,7
+ Nicht betriebsnotwendiges Vermögen	9,3
+ Sonstige	0,2
= Marktkapitalisierung	248,6
/ Anzahl Aktien (Mio.)	5,92
= Wert je Aktie (EUR)	41,96



Anhang

Finanzkennzahlen: Gewinn- und Verlustrechnung

R.Stahl

GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG (Mio. EUR)	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Umsatz	202,6	222,6	247,1	278,7	292,6
<i>Wachstum yoy</i>		9,9 %	11,0 %	12,8 %	5,0 %
Bestandsveränderungen	-1,5	-0,9	2,0	-1,0	-1,5
Aktivierete Eigenleistungen	2,7	3,3	3,5	3,5	3,5
Gesamtleistung	203,8	225,0	252,6	281,2	294,6
<i>Wachstum yoy</i>		10,4 %	12,3 %	11,3 %	4,8 %
Materialaufwand	-68,7	-75,4	-85,4	-96,5	-101,0
Personalaufwand	-78,9	-84,5	-92,8	-98,4	-101,6
Sonstige betriebliche Erträge	4,4	7,6	7,0	6,0	5,0
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-38,9	-42,5	-47,3	-51,1	-52,9
EBITDA	21,7	30,2	34,1	41,2	44,1
<i>Wachstum yoy</i>		39,1 %	12,9 %	20,8 %	7,0 %
Marge	10,7 %	13,4 %	13,5 %	14,7 %	15,0 %
Abschreibungen	-9,1	-10,9	-11,2	-11,4	-11,8
EBIT	12,6	19,3	22,9	29,8	32,3
<i>Wachstum yoy</i>		53,3 %	18,7 %	30,1 %	8,4 %
Marge	6,2 %	8,6 %	9,1 %	10,6 %	11,0 %
Finanzergebnis	-3,7	-3,9	-3,7	-3,5	-3,4
EBT	8,9	15,4	19,2	26,3	28,9
<i>Wachstum yoy</i>		73,0 %	24,8 %	37,0 %	9,9 %
Marge	4,4 %	6,8 %	7,6 %	9,4 %	9,8 %
Ertragsteuern	-3,3	-4,8	-5,8	-7,9	-8,7
Ertragsteuersatz	37,1 %	31,5 %	30,2 %	30,0 %	30,1 %
Ergebnis nach Steuern	5,6	10,5	13,4	18,4	20,2
<i>Wachstum yoy</i>		88,5 %	27,2 %	37,3 %	9,8 %
Marge	2,7 %	4,7 %	5,3 %	6,5 %	6,9 %
Minderheiten	-0,3	0,0	-0,1	-0,1	-0,1
Nettoergebnis	5,3	10,5	13,3	18,3	20,1
<i>Wachstum yoy</i>		97,1 %	26,5 %	37,6 %	9,8 %
Marge	2,6 %	4,7 %	5,3 %	6,5 %	6,8 %
Durchschnittliche Aktienanzahl	5,9	5,9	5,9	5,9	5,9
Gewinn je Aktie	0,90	1,77	2,25	3,09	3,39
Dividende	0,40	0,70	0,90	1,30	1,40

Quelle: R. Stahl, LBBW Research

Anhang

Finanzkennzahlen: Bilanz

R.Stahl

BILANZ (Mio. EUR)	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Summe Aktiva	175,8	191,5	204,7	224,9	237,2
Sachanlagen	34,6	33,6	32,2	32,6	33,3
Anlageimmobilien	9,6	9,3	9,0	8,7	8,4
Geschäfts- oder Firmenwert	6,5	14,5	14,5	14,5	14,5
Übrige immaterielle Vermögenswerte	21,0	24,7	25,8	28,7	32,0
Aktive latente Steuern	2,5	2,3	2,3	2,3	2,3
Sonstige Finanzanlagen	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Sonstiges Anlagevermögen	2,1	1,9	1,9	1,9	1,9
Anlagevermögen	76,4	86,4	85,9	88,8	92,6
Vorräte	33,0	36,1	40,8	45,4	46,8
Forderungen aus Lief. und Leist. und sonst. Vermögensgegen.	38,4	42,5	48,2	55,7	57,1
Kurzfristige Steuerforderungen	1,7	1,3	1,3	1,3	1,3
Sonstige Ford. und Vermögenswerte	3,8	5,5	6,2	6,8	7,1
Liquide Mittel	22,5	19,6	22,4	26,9	32,4
Umlaufvermögen	99,4	105,1	118,9	136,1	144,7
Summe Passiva	175,8	191,5	204,7	224,9	237,2
Grundkapital	16,5	16,5	16,5	16,5	16,5
Kapitalrücklagen	62,0	73,1	82,3	95,2	107,6
Eigene Aktien	-5,6	-5,6	-5,6	-5,6	-5,6
Anteile anderer Gesellschafter	0,1	0,1	0,2	0,3	0,4
Eigenkapital	73,0	84,1	93,4	106,5	119,0
Finanzverbindlichkeiten	7,8	6,4	4,9	2,8	2,3
Langfristige Pensionsrückstellungen	48,0	49,3	50,0	51,1	51,7
Passive latente Steuern	1,7	2,5	2,5	2,5	2,5
Sonstige Rückstellungen	1,7	2,1	2,3	2,8	2,6
Langfristige Verbindlichkeiten	59,3	60,3	59,7	59,2	59,1
Verbindlichkeiten aus Lief. und Leist. und sonst. Verbindlich.	9,5	11,6	13,6	16,7	17,0
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	7,1	4,1	4,5	5,9	4,2
Kurzfristige Steuerverbindlichkeiten	2,2	2,5	2,5	2,5	2,5
Kurzfristige Rückstellungen	5,9	4,7	5,0	5,8	6,4
Pensionsverpflichtungen (kurzfristig)	2,3	2,4	2,5	2,5	2,6
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	16,5	21,7	23,5	25,8	26,4
Kurzfristige Verbindlichkeiten	43,5	47,0	51,6	59,3	59,2

Quelle: R. Stahl, LBBW Research

EQUITY RESEARCH

COMPANY FLASH

Anhang

Finanzkennzahlen: Kapitalflussrechnung

R.Stahl

KAPITALFLUSSRECHNUNG (Mio. EUR)	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Ergebnis nach Steuern	5,6	10,5	13,4	18,4	20,2
Abschreibungen	9,1	10,9	11,2	11,4	11,8
Veränderungen der langfristigen Rückstellungen	1,3	1,8	1,0	1,7	0,5
Veränderung Working Capital	-1,2	-2,9	-6,9	-6,5	-1,6
Sonstige Veränderungen (operativer Cashflow)	-4,0	-1,4	0,0	0,0	0,0
Operativer Cash-flow	10,9	19,0	18,7	25,0	30,9
<i>Wachstum yoy</i>		74,7 %	-1,7 %	33,6 %	23,8 %
Investitionen in das Anlagevermögen	-13,4	-9,7	-11,0	-14,6	-15,8
Abgänge/Desinvestitionen	0,1	0,5	0,2	0,3	0,3
Investitionen/Desinvestitionen Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Konsolidierungsveränderungen	-1,7	-5,7	0,0	0,0	0,0
Sonstige Veränderungen invest. Cash-flow	1,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash-flow aus Investitionstätigkeit	-14,0	-14,9	-10,7	-14,4	-15,5
Mittelabfluss/-zufluss aus Kapitalmaßnahmen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendenzahlung	-5,3	-2,4	-4,1	-5,3	-7,7
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	4,2	-5,2	-1,1	-0,7	-2,2
Sonstige Veränderungen finanz. Cash-flow	-8,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash-flow aus Finanzierungstätigkeit	-9,2	-7,6	-5,2	-6,0	-9,9
Veränderung in den liquiden Mitteln	-11,6	-2,9	2,7	4,6	5,5
Liquide Mittel am Periodenbeginn	34,1	22,5	19,6	22,4	26,9
Liquide Mittel am Periodenende	22,5	19,6	22,4	26,9	32,4
Freier Cash-flow	-2,5	9,3	7,7	10,3	15,1
Marge	-1,2 %	4,2 %	3,1 %	3,7 %	5,1 %
Cash Earnings pro Aktie	2,35	3,70	4,17	5,10	5,35

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:	54,3%
Verkaufen:	4,5%
Halten:	40,2%
Unter Beobachtung:	0,5%
Ausgesetzt:	0,5%

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, und achtet 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 26.05.2011

