

Company Flash

R.Stahl

Company Update: Gewinnanstieg erst 2012

UNTERNEHMEN



RATING

KAUFEN (UNVERÄNDERT)

KURSZIEL

31 EUR (34 EUR)

HIGHLIGHTS

- Anhaltend positive Auftragsentwicklung
- Verschiebung von Auslieferungen bremst Erholung in Q4 ab
- Reduzierung der EPS-Reihe (2011-2013) um jeweils gut 20 %
- Senkung des Kursziels von 34 EUR auf 31 EUR

Auftragseingang mit Allzeithoch im 3 Quartal: Trotz ungünstigem Basiseffekt konnte R. Stahl im dritten Quartal ein Auftragsplus von 15 % auf 68 Mio. EUR (erste 9 Monate +17 % auf 195 Mio. EUR) erzielen. Besonders erfreulich fiel das Wachstum in Asien aus, das im Jahresverlauf seinen Orderanteil auf 21 % (i.V. 15 %) steigern konnte. Diese Entwicklung unterstreicht auch den zunehmenden Erfolg der eingeleiteten Wachstumsstrategie, auch wenn dies in den aktuellen Ergebniszahlen noch nicht sichtbar wird.

Keine weitere Ertragsverbesserung in Q4 erwartet: R. Stahl verbuchte per 30.09. beim Umsatz ein Plus von 8 % und beim EBT von +4 %. Da sich sowohl kundenseitige Projektverzögerungen als auch ein höherer Aufwand in Brasilien abzeichnen, dürfte der eingeleitete Aufholprozess in Q4 wieder abgebremst werden, mit der Folge, dass sich Q4 leicht unter dem Umsatz- und Ergebnisniveau von Q3 bewegen könnte. Entsprechend erwartet das Unternehmen für 2011 nunmehr noch einen Konzernumsatz zwischen 235 und 240 Mio. EUR (bisher: 240 bis 250 Mio. EUR) und ein EBT zwischen 14 und 16 Mio. EUR (bisher: 17 bis 19 Mio. EUR).

Senkung unserer Gewinnschätzungen für 2011 bis 2013: Höhere Integrations- und Anlaufkosten für Akquisitionen, ein stärkerer Anstieg der Materialaufwandsquote und eine Verschiebung von Auslieferungen ins neue Jahr führen zu einer Reduzierung unserer Ergebnisschätzung für 2011 um 24 % auf 1,72 EUR je Aktie. Trotz Wegfall von Einmalbelastungen ergeben sich aufgrund geringerer Umsatzschätzungen für die Folgejahre auch rückläufige Prognosen beim Ergebnis je Aktie für 2012 (-23 % auf 2,38 EUR) bzw. 2013 (-22 % auf 2,65 EUR).

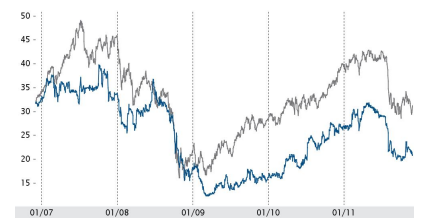
Empfehlung: Im Hinblick auf die erwartete, deutliche Gewinnverbesserung im kommenden Geschäftsjahr halten wir unsere Kaufempfehlung aufrecht. Unser Kursziel senken wir jedoch von 34 EUR auf 31 EUR.

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

Aktueller Kurs (XETRA; 29.11.11; Schlusskurs).....	20,90 EUR
SCHLUSSKURS (29.11.2011):.....	20,90 EUR
ERWARTETE PERFORMANCE:.....	48,3%
MARKTKAPITALISIERUNG:.....	123,81 Mio. EUR
UNTERNEHMENSWERT:.....	157,05 Mio. EUR
ANZAHL AKTIEN:.....	5,92 Mio.
STREUBESITZ:.....	41,0 %
INDEX (GEWICHTUNG):.....	PRIME INDUSTRIAL (0,06 %)
DURCH. HANDELSVOL.:.....	2.711
ISIN:.....	DE0007257727
SEKTOR:.....	Investitionsgüter

KENNZAHLEN (31.12.)	2011E	2012E	2013E
Unternehmensdaten in Mio. EUR, Zahlen je Aktie in EUR			
Umsatz	239,1	268,7	276,6
EBITDA	29,8	35,2	37,8
EBIT	18,6	23,8	26,0
Nettoergebnis	10,2	14,1	15,7
Freier Cash-flow	-1,4	9,1	11,2
FCF Rendite	-1,1 %	7,4 %	9,0 %
Gewinn je Aktie	1,72	2,38	2,65
Dividende	0,70	1,00	1,10
EV / Umsatz	0,7	0,6	0,6
EV / EBITDA	5,3	4,5	4,2
EV / EBIT	8,4	6,6	6,0
KBV	12,1	8,8	7,9
KBV	1,37	1,24	1,13
Dividendenrendite	3,3 %	4,8 %	5,3 %

KURSENTWICKLUNG



Quelle: R. Stahl, LBBW Research, Thomson Reuters

KALENDER

Februar/März 2012 Vorläufige Zahlen



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

Unternehmensdaten Finanzkennzahlen

R.Stahl

Fazit Schätzungsänderungen (Mio. EUR)

	2011 E			2012 E			2013 E		
	bisher	neu	Δ	bisher	neu	Δ	bisher	neu	Δ
GuV									
Umsatz	247,1	239,1	-3,2%	278,7	268,7	-3,6%	292,6	276,6	-5,5%
Gesamtleistung	252,6	248,1	-1,8%	281,2	268,7	-4,4%	294,6	278,1	-5,6%
EBITDA	34,1	29,8	-12,6%	41,2	35,2	-14,6%	44,1	37,8	-14,3%
EBIT	22,9	18,6	-18,8%	29,8	23,8	-20,1%	32,3	26,0	-19,5%
Vorsteuerergebnis	19,2	14,9	-22,4%	26,3	20,3	-22,8%	28,9	22,6	-21,8%
Nettoergebnis	13,3	10,2	-23,3%	18,3	14,1	-23,0%	20,1	15,7	-21,9%
Je Aktie (EUR)									
Gewinn je Aktie	2,25	1,72	-23,6%	3,09	2,38	-23,0%	3,39	2,65	-21,8%
Cash Flow pro Aktie	1,30	-0,23	n.m.	1,74	1,54	-11,5%	2,54	1,89	-25,6%
Dividende	0,90	0,70	-22,2%	1,30	1,00	-23,1%	1,40	1,10	-21,4%

Quelle: R. Stahl, LBBW Research

Ausgewählte Kennzahlen von R.Stahl (Mio. EUR)

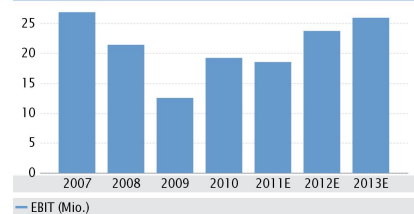
Gewinn- und Verlustrechnung (Mio. EUR)	2007	2008	2009	2010	2011 E	2012 E	2013 E
Umsatz	211,6	221,2	202,6	222,6	239,1	268,7	276,6
Gesamtleistung	218,3	221,6	203,8	225,0	248,1	268,7	278,1
EBITDA	35,7	30,5	21,7	30,2	29,8	35,2	37,8
EBIT	26,9	21,5	12,6	19,3	18,6	23,8	26,0
Vorsteuerergebnis	24,6	18,5	8,9	15,4	14,9	20,3	22,6
Jahresüberschuss	16,2	12,6	5,6	10,5	10,3	14,2	15,8
Gewinn je Aktie	2,65	2,03	0,90	1,77	1,72	2,38	2,65
Wachstumsrate yoy							
Umsatz		4,5 %	-8,4 %	9,9 %	7,4 %	12,4 %	2,9 %
Gesamtleistung		1,5 %	-8,0 %	10,4 %	10,3 %	8,3 %	3,5 %
EBITDA		-14,7 %	-28,7 %	39,1 %	-1,4 %	18,1 %	7,4 %
EBIT		-20,3 %	-41,4 %	53,3 %	-3,6 %	28,0 %	9,2 %
Vorsteuerergebnis		-24,9 %	-51,9 %	73,0 %	-3,1 %	36,2 %	11,3 %
Jahresüberschuss		-23,4 %	-55,6 %	97,1 %	-3,0 %	38,2 %	11,3 %
Gewinn je Aktie		-23,4 %	-55,7 %	96,7 %	-2,8 %	38,4 %	11,3 %
Umsatzmargen							
EBITDA		16,9 %	13,8 %	10,7 %	13,6 %	13,1 %	13,7 %
EBIT		12,7 %	9,7 %	6,2 %	8,7 %	8,9 %	9,4 %
Vorsteuerergebnis		11,6 %	8,4 %	4,4 %	6,9 %	7,6 %	8,2 %
Jahresüberschuss		7,4 %	5,4 %	2,6 %	4,7 %	5,2 %	5,7 %
Bilanz (Mio. EUR)							
Geschäfts- oder Firmenwert	4,9	4,0	6,5	14,5	14,5	14,5	14,5
Ubrige 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	59,1	62,6	63,7
Liquide Mittel	29,7	34,1	22,5	19,6	15,3	19,8	23,2
Eigenkapital	75,1	78,2	73,0	84,1	90,3	100,3	110,2
Gesamte Finanzverbindlichkeiten	13,2	10,8	15,0	10,5	11,4	10,7	8,5
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	-3,9	-9,1	-14,7
Kapitalflussrechnung (Mio. EUR)							
Nettoergebnis	15,7	12,0	5,3	10,5	10,2	14,1	15,7
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	-12,9	-3,5	-1,1
Operativer Cash-flow	17,7	27,5	10,9	19,0	9,6	23,8	27,0
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	-1,4	9,1	11,2
Bewertungskennzahlen							
EV / Umsatz	1,0	0,6	0,6	0,9	0,7	0,6	0,6
EV / EBITDA	6,1	4,0	5,8	6,3	5,3	4,5	4,2
EV / EBIT	8,1	5,7	10,1	9,9	8,4	6,6	6,0
KGV	12,7	9,0	18,0	15,2	12,1	8,8	7,9
KBV	2,7	1,4	1,3	1,9	1,4	1,2	1,1
Eigenkapitalrendite	21,6 %	16,1 %	7,7 %	12,5 %	11,4 %	14,2 %	14,3 %
Bilanzkennzahlen							
Eigenkapitalquote	41,7 %	43,7 %	41,5 %	43,9 %	45,0 %	46,1 %	48,4 %
Verschuldungsgrad	-22,0 %	-29,9 %	-10,3 %	-10,9 %	-4,3 %	-9,1 %	-13,3 %

Quelle: R. Stahl, LBBW Research

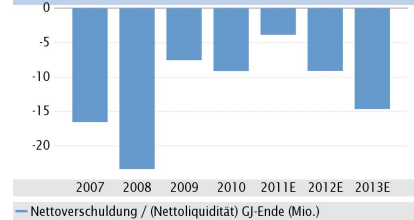
GUIDANCE - R. STAHL

Für 2011 erwartet das Unternehmen einen Konzernumsatz zwischen 235 Mio. EUR und 240 Mio. EUR und ein EBT zwischen 14 Mio. EUR und 16 Mio. EUR. Für 2012 wird eine Margenverbesserung avisiert.

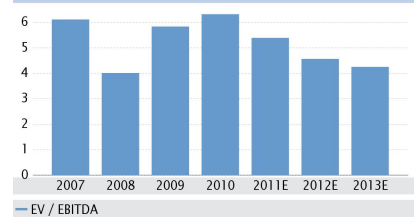
Ergebniskennzahlen



Bilanzkennzahlen



Bewertung



Quelle: R. Stahl, LBBW Research

RESEARCH TEAM

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

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

Volker Stoll, CEFA, Investmentanalyst
+49 711 127-70568, volker.stoll@lbbw.de

Investment Case

Zusammenfassung

R.Stahl

Eine weitgehend stabile Situation in den wichtigsten Absatzbranchen und der anhaltend hohe Ölpreis dürften auch 2012 eine solide Auftragsentwicklung ermöglichen. Der hohe Auftragsbestand, der Wegfall der Einmalkosten und Effizienzsteigerungen sollten u. E. zu einem deutlichen Ergebnisanstieg im kommenden Jahr führen. Nach Abschluss der Integrationsphase, die die Ergebnisentwicklung 2011 abbremsst, sollten aus den jüngsten Akquisitionen sukzessive Vertriebs synergien und steigende Ergebnisbeiträge resultieren, die zu einer weiteren Ertragsverbesserung 2013 beitragen. Wir bestätigen daher unser Kaufen-Rating.

Earnings summary: Höhere Integrations- und Anlaufkosten für Akquisitionen, ein stärkerer Anstieg der Materialaufwandsquote und eine Verschiebung von Auslieferungen ins neue Jahr führen zu einer Reduzierung unserer Ergebnisschätzung für 2011 um 24 % auf 1,72 EUR je Aktie. Trotz Wegfall von Einmalbelastungen ergeben sich aufgrund geringerer Umsatzschätzungen für die Folgejahre auch rückläufige Prognosen beim Ergebnis je Aktie für 2012 (-23 % auf 2,38 EUR) bzw. 2013 (-22 % auf 2,65 EUR).

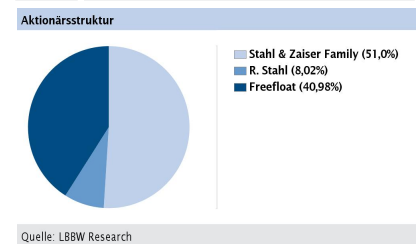
Valuation Summary: Zur Bewertung von R. Stahl verwenden wir ausschließlich ein DCF-Modell, das zu einem fairen Wert von 34,74 EUR führt. Bei einem unveränderten Abschlag von 10 %, aufgrund der geringen Liquidität der Aktie, errechnet sich ein Wert von 31,27 EUR. Wir senken daher unser Kursziel von 34 EUR auf 31 EUR. Dieser Kurs würde zu einer Bewertung führen, die sich weiterhin 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 Ertrags erholung 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 223 Mio. EUR beschäftigt ca. 1 500 Mitarbeiter.

PROS	
+	Wachstumsstrategie trägt beim Auftragsengang Früchte
+	Ausbau der Marktstellung
+	Solide Bilanz
+	Wegfall von Einmalbelastungen begünstigt Ergebnis in 2012
CONS	
-	Integrationsaufwand sorgt für Ergebnisbelastung in 2011
-	Projektgeschäft unter Preisdruck
-	Projektverzögerungen führen zu Umsatzverschiebung ins neue Jahr



Aktuelle Geschäftsentwicklung

Kernthemen

R.Stahl

Eckdaten 9M (in Mio. EUR)	2011	2010	Veränderung
Auftragseingang	194,7	166,0	+17,3 %
Umsatz	178,7	165,5	+8,0 %
EBITDA	21,9	21,2	+3,4 %
EBIT	13,8	13,6	+1,5 %
EBT	11,2	10,7	+4,4 %
Nettoergebnis	7,8	7,2	+8,1 %

Quelle: R. Stahl AG, LBBW Research

Regionale Geschäftsentwicklung: Das Umsatzwachstum wurde primär in Deutschland (+20 %) erwirtschaftet, während die übrigen Regionen zwischen 3 % und 8 % zulegen. In Asien konnten als Folge verbesserter Vertriebsstrukturen signifikante Erfolge im Projektgeschäft verbucht werden, die sich dort beim Auftragseingang in einem Wachstum von +62 % auf 40 Mio. EUR widerspiegeln. Die Neuaufstellung der kanadischen Tochter zeigte erste Erfolge, wodurch sich die Wachstumsrate in Amerika ytd auf +16 % verbesserte. Insgesamt erreichte der Anteil des Überseeengeschäfts ein neues Rekordniveau von 34 %. Ein Wermutstropfen bleibt jedoch das angespannte Preisniveau im Projektgeschäft, dem mit einem forcierten Ausbau des Standortes in Indien Rechnung getragen wird.

Erholung der EBIT-Marge in Q3: Obwohl sich das Margenniveau in Q3 verbessert hat (8,6 % nach 7,1 % in Q2/11 bzw. 8,3 % in Q3/10), blieb die Erholung etwas hinter unseren Erwartungen zurück. Entsprechend konnte auch in den ersten neun Monaten die EBIT-Marge mit 7,7 % nicht das Vorjahresniveau von 8,2 % erreichen. Diese Ertragsbelastung ist auf verschiedene negative Einflüsse (siehe folgender Absatz) zurückzuführen. Das Ergebnis je Aktie erhöhte sich von 1,21 EUR auf 1,29 EUR.

Belastungsfaktoren für das Ergebnis: So führte die Umstellung der Fertigungsabläufe bei hoher Auslastung zu Lieferproblemen, die mit zusätzlichem Personalaufwand kompensiert werden mussten. Seit November sind die Lieferzeiten jedoch wieder im Plan. Generell gestiegene Materialpreise, ein strukturell höherer Materialanteil im Projektgeschäft und ein lieferbedingter Bestandsaufbau führten zu einem Anstieg der Materialaufwandsquote um 2,5 Prozentpunkte per 30.09.11. Dieser Trend soll u.a. durch die Realisierung technisch anspruchsvoller Projekte gedreht werden. Der dritte und anhaltend belastende Faktor bildete der Integrationsaufwand für die Akquisitionen. Hier sind insbesondere Verzögerungen in Brasilien zu beklagen, die mit hohen Folgekosten einhergehen und damit den Break-Even nicht vor Ende 2012 erwarten lassen.

Guidance revidiert: Da sich darüber hinaus kundenseitige Projektverzögerungen abzeichnen (Auslieferung erst 2012 statt Q4/11), wird der eingeleitete Aufholprozess in Q4 wieder abgebremst, mit der Folge, dass sich Q4 leicht unter dem Umsatz- und Ergebnismiveau von Q3 bewegen dürfte. Entsprechend hat R. Stahl seine Guidance für das laufende Geschäftsjahr nach unten reduziert (siehe Folgeseite).

Finanzkennzahlen

Gewinnperspektiven

R.Stahl

Schätzungsänderungen (Mio. EUR)

	2011 E			2012 E			2013 E		
	bisher	neu	Δ	bisher	neu	Δ	bisher	neu	Δ
GuV									
Umsatz	247,1	239,1	-3,2%	278,7	268,7	-3,6%	292,6	276,6	-5,5%
Gesamtleistung	252,6	248,1	-1,8%	281,2	268,7	-4,4%	294,6	278,1	-5,6%
EBITDA	34,1	29,8	-12,6%	41,2	35,2	-14,6%	44,1	37,8	-14,3%
EBIT	22,9	18,6	-18,8%	29,8	23,8	-20,1%	32,3	26,0	-19,5%
Vorsteuerergebnis	19,2	14,9	-22,4%	26,3	20,3	-22,8%	28,9	22,6	-21,8%
Nettoergebnis	13,3	10,2	-23,3%	18,3	14,1	-23,0%	20,1	15,7	-21,9%
Je Aktie (EUR)									
Gewinn je Aktie	2,25	1,72	-23,6%	3,09	2,38	-23,0%	3,39	2,65	-21,8%
Cash Flow	1,30	-0,23	n.m.	1,74	1,54	-11,5%	2,54	1,89	-25,6%
Dividende	0,90	0,70	-22,2%	1,30	1,00	-23,1%	1,40	1,10	-21,4%

Quelle: LBBW Research

Guidance: Für 2011 erwartet das Unternehmen nunmehr noch einen Konzernumsatz zwischen 235 und 240 Mio. EUR (bisher: 240 bis 250 Mio. EUR) und ein EBT zwischen 14 und 16 Mio. EUR (bisher: 17 bis 19 Mio. EUR). R. Stahl sieht das Umfeld für 2012 „noch positiv“. Nach dem vollständigen Aufholen des Abwicklungsrückstandes rechnet R. Stahl mit einer Steigerung der EBIT-Marge im kommenden Geschäftsjahr.

Revision unserer Umsatzschätzungen: Da Kunden aus dem Anlagenbau Projekte aufgrund von Kapazitätsengpässen zum Teil ins neue Jahr verschieben, wird die Lücke zwischen Umsatz und Auftragseingang bis zum Jahresende nicht mehr geschlossen werden. Entsprechend senken wir unsere Umsatzprognose für 2011 um 8 Mio. EUR. Der Auftragsbestand erhöhte sich im Jahresverlauf um 31 % auf 62,4 Mio. EUR und dürfte zum Jahresende eher noch steigen. Damit ist die Basis für eine zweistellige Umsatzverbesserung in 2012 gelegt. Da wir jedoch konjunkturbedingt von einer Abflachung beim Auftragseingang ausgehen, senken wir unsere Umsatzschätzungen auch für 2012 um 10 Mio. EUR bzw. für 2013 um 16 Mio. EUR.

Senkung unserer Ergebnisprognosen: Die eingeleiteten Maßnahmen zur Effizienzverbesserung und die sukzessive Integration der Akquisitionen sollten sowohl 2012 als auch 2013 eine Margenverbesserung ermöglichen. So dürfte alleine der Wegfall der Einmalkosten im laufenden Geschäftsjahr von 3 Mio. EUR bis 5 Mio. EUR einen wesentlichen Beitrag zur Ergebnisverbesserung in 2012 leisten. 2013 sollten alle Akquisitionen jeweils einen positiven Ergebnisbeitrag leisten können.

Vor dem Hintergrund der erwähnten Belastungsfaktoren reduzieren wir unsere Ergebnisschätzung im laufenden Geschäftsjahr um 24 % auf 1,72 EUR je Aktie. Strukturelle Verschiebungen im Produktmix und ein anhaltender Preisdruck lassen uns jedoch beim erreichbaren Margenniveau der Folgejahre vorsichtiger werden, so dass wir mit unseren Erwartungen hinter dem Niveau der Jahre 2006 bis 2008 (EBT-Marge: 8,4 % bis 11,6 %) zurück bleiben. Wir senken unsere Prognosen für den Gewinn je Aktie um 23 % auf 2,38 EUR für 2012 und um 22 % auf 2,65 EUR für 2013.

Bewertung

Berechnung Fairer Wert

R.Stahl

Zur Bewertung von R. Stahl verwenden wir ausschließlich ein DCF-Modell, das zu einem fairen Wert von 34,74 EUR führt. Bei einem Abschlag von 10 %, aufgrund der geringen Liquidität der Aktie, errechnet sich ein Wert von 31,27 EUR. Wir senken daher unser Kursziel von 34 EUR auf 31 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 31 EUR ergibt auf Basis unserer Schätzungen für 2012 ein EV/EBITDA von 4,7 und ein KGV von 13,0, was etwa dem Mittelwert der jeweiligen Bandbreite entspricht.

DCF-Modell: Ein rückläufiges Zinsniveau und eine deutlich höhere Marktrisikoprämie führten zu einem Anstieg beim WACC von 7,6 % auf 7,7 %. Neben den geringeren Gewinnschätzungen haben auch unsere vorsichtigeren Annahmen im Terminal Value zu einem Rückgang beim Fair Value von 41,96 EUR auf 34,74 EUR beigetragen. Um der geringen Liquidität der Aktie Rechnung zu tragen, kalkulieren wir wie bisher mit einem Abschlag von 10 %. Damit gelangen wir auf Basis eines rechnerischen Wertes von 31,27 EUR zu unserem neuen Kursziel von 31 EUR.

EQUITY RESEARCH

COMPANY FLASH

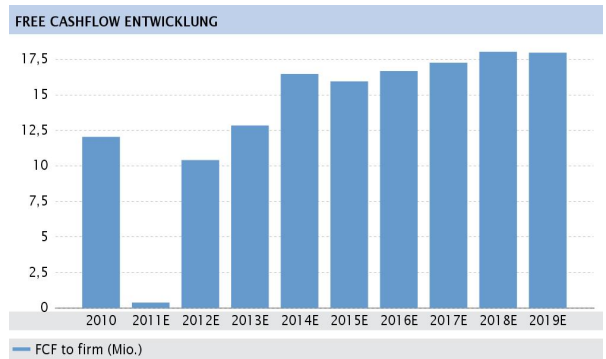
Bewertung DCF-Modell

R.Stahl

ANNAHMEN		STEADY STATE	
Risikofreier Zinssatz	1,8 %	Steady State Jahr	2019
Risikoprämie	7,2 %	Wachstum Terminal Value	1,0 %
Beta	0,9	EBIT-Marge	8,0 %
Eigenkapitalkosten	8,3 %	Abschreibungsquote	4,0 %
Fremdkapitalkosten	4,1 %	Investitionsquote	4,0 %
Eigenkapitalquote (Ziel)	85,0 %	Net Working Capital-Quote	22,0 %
WACC (in %)	7,7 %	CAGR Umsatz 2010 bis 2019	4,6 %

FREE CASHFLOW (Mio. EUR)	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
Umsatz	222,6	239,1	268,7	276,6	287,7	302,0	314,1	323,6	330,0	333,3
Wachstum yoy		7,4 %	12,4 %	2,9 %	4,0 %	5,0 %	4,0 %	3,0 %	2,0 %	1,0 %
EBIT vor Goodwill	19,3	18,6	23,8	26,0	28,8	29,0	28,9	28,5	27,7	26,7
EBIT-Marge	8,7 %	7,8 %	8,9 %	9,4 %	10,0 %	9,6 %	9,2 %	8,8 %	8,4 %	8,0 %
- Steuern auf das EBIT	6,1	5,7	7,2	7,8	8,6	8,7	8,7	8,5	8,3	8,0
Steuerquote	31,5 %	30,9 %	30,0 %	30,1 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %
= NOPAT	13,2	12,9	16,6	18,2	20,1	20,3	20,2	19,9	19,4	18,7
+ Abschreibungen	10,9	11,2	11,4	11,8	12,4	12,7	12,9	12,9	13,2	13,3
Abschreibungsquote	4,9 %	4,7 %	4,2 %	4,3 %	4,3 %	4,2 %	4,1 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %
- Investitionen (CAPEX)	9,7	11,0	14,6	15,8	14,4	14,5	14,4	14,2	13,9	13,3
in % vom Umsatz	4,3 %	4,6 %	5,4 %	5,7 %	5,0 %	4,8 %	4,6 %	4,4 %	4,2 %	4,0 %
NWC	46,2	59,1	62,6	63,7	65,6	68,3	70,4	71,8	72,6	73,3
in % vom Umsatz	20,7 %	24,7 %	23,3 %	23,0 %	22,8 %	22,6 %	22,4 %	22,2 %	22,0 %	22,0 %
delta NWC		12,9	3,5	1,1	1,9	2,7	2,1	1,5	0,8	0,7
Rückstellungen	2,1	2,3	2,8	2,6	2,9	3,0	3,1	3,2	3,3	3,3
in % vom Umsatz	1,0 %	1,0 %	1,1 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %
delta Rückstellungen		0,2	0,5	-0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0
FCF to firm	12,0	0,4	10,4	12,8	16,5	16,0	16,7	17,3	18,0	18,0
in % vom Umsatz	5,4 %	0,2 %	3,9 %	4,6 %	5,7 %	5,3 %	5,3 %	5,3 %	5,5 %	5,4 %
Discounted free cashflow	n.a.	0,4	9,6	11,0	13,1	11,8	11,5	11,0	10,7	9,9

WERT JE AKTIE (Mio. EUR)	
Barwert Free Cash-flow Planungsjahre	79,1
+ Barwert Terminal Value	160,0
= Enterprise Value	239,0
Anteil des Terminal Value am Enterprise Value	66,9 %
- Nettofinanzverschuldung	-9,1
- Anteile Dritter	0,1
- Pensionsrückstellungen	51,7
+ Nicht betriebsnotwendiges Vermögen	9,3
+ Sonstige	0,2
= Marktkapitalisierung	205,8
/ Anzahl Aktien (Mio.)	5,92
= Wert je Aktie (EUR)	34,74



Anhang

Finanzkennzahlen: Gewinn- und Verlustrechnung

R.Stahl

GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG (Mio. EUR)	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Umsatz	202,6	222,6	239,1	268,7	276,6
<i>Wachstum yoy</i>		9,9 %	7,4 %	12,4 %	2,9 %
Bestandsveränderungen	-1,5	-0,9	5,5	-3,5	-2,0
Aktivierete Eigenleistungen	2,7	3,3	3,5	3,5	3,5
Gesamtleistung	203,8	225,0	248,1	268,7	278,1
<i>Wachstum yoy</i>		10,4 %	10,3 %	8,3 %	3,5 %
Materialaufwand	-68,7	-75,4	-87,9	-93,8	-96,1
Personalaufwand	-78,9	-84,5	-91,8	-96,4	-98,8
Sonstige betriebliche Erträge	4,4	7,6	8,0	7,0	6,0
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-38,9	-42,5	-46,6	-50,3	-51,4
Ergebnis vor Zinsen, Steuern, Abschreibung	21,7	30,2	29,8	35,2	37,8
<i>Wachstum yoy</i>		39,1 %	-1,4 %	18,1 %	7,4 %
Marge	10,7 %	13,4 %	12,0 %	13,1 %	13,6 %
Abschreibungen	-9,1	-10,9	-11,2	-11,4	-11,8
Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT)	12,6	19,3	18,6	23,8	26,0
<i>Wachstum yoy</i>		53,3 %	-3,6 %	28,0 %	9,2 %
Marge	6,2 %	8,6 %	7,5 %	8,9 %	9,3 %
Finanzergebnis	-3,7	-3,9	-3,7	-3,5	-3,4
Vorsteuerergebnis (EBT)	8,9	15,4	14,9	20,3	22,6
<i>Wachstum yoy</i>		73,0 %	-3,1 %	36,2 %	11,3 %
Marge	4,4 %	6,8 %	6,0 %	7,6 %	8,1 %
Ertragsteuern	-3,3	-4,8	-4,6	-6,1	-6,8
Ertragsteuersatz	37,1 %	31,5 %	30,9 %	30,0 %	30,1 %
Ergebnis nach Steuern (EAT)	5,6	10,5	10,3	14,2	15,8
<i>Wachstum yoy</i>		88,5 %	-2,2 %	37,9 %	11,3 %
Marge	2,7 %	4,7 %	4,2 %	5,3 %	5,7 %
Minderheiten	-0,3	0,0	-0,1	-0,1	-0,1
Nettoergebnis	5,3	10,5	10,2	14,1	15,7
<i>Wachstum yoy</i>		97,1 %	-3,0 %	38,2 %	11,3 %
Marge	2,6 %	4,7 %	4,1 %	5,2 %	5,6 %
Durchschnittliche Aktienanzahl	5,9	5,9	5,9	5,9	5,9
Gewinn je Aktie	0,90	1,77	1,72	2,38	2,65
Dividende je Aktie	0,40	0,70	0,70	1,00	1,10

Quelle: R. Stahl, LBBW Research

Anhang

Finanzkennzahlen: Bilanz

R.Stahl

BILANZ (Mio. EUR)	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Summe Aktiva	175,8	191,5	200,6	217,8	227,5
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	43,8	45,4	46,3
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	15,3	19,8	23,2
Umlaufvermögen	99,4	105,1	114,8	129,0	134,9
Summe Passiva	175,8	191,5	200,6	217,8	227,5
Grundkapital	16,5	16,5	16,5	16,5	16,5
Kapitalrücklagen	62,0	73,1	79,2	89,1	98,9
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	90,3	100,3	110,2
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	10,6	13,7	14,0
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	7,1	4,1	6,5	7,9	6,2
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	50,6	58,3	58,2

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 (EAT)	5,6	10,5	10,3	14,2	15,8
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	-12,9	-3,5	-1,1
Sonstige Veränderungen (operativer Cashflow)	-4,0	-1,4	0,0	0,0	0,0
Operativer Cash-flow	10,9	19,0	9,6	23,8	27,0
<i>Wachstum yoy</i>		74,7 %	-49,6 %	147,9 %	13,7 %
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	-4,1	-5,9
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	4,2	-5,2	0,9	-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	-3,2	-4,8	-8,1
Veränderung in den liquiden Mitteln	-11,6	-2,9	-4,4	4,5	3,3
Liquide Mittel am Periodenbeginn	34,1	22,5	19,6	15,3	19,8
Liquide Mittel am Periodenende	22,5	19,6	15,3	19,8	23,2
Freier Cash-flow	-2,5	9,3	-1,4	9,1	11,2
Marge	-1,2 %	4,2 %	-0,6 %	3,4 %	4,0 %
Cash Earnings pro Aktie	2,35	3,70	3,65	4,39	4,61

Quelle: R. Stahl, LBBW Research

Anhang-1

1/1

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:	54,5%
Verkaufen:	5,7%
Halten:	38,3%
Unter Beobachtung:	0,5%
Ausgesetzt:	1,0%

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

