

Company Report

R.Stahl

Company Update: Talsohle durchschritten

UNTERNEHMEN



RATING

KAUFEN (UNVERÄNDERT)

KURSZIEL

28 EUR (24 EUR)

HIGHLIGHTS

- Erste positive Signale aus den wichtigsten Kundenbranchen
- Vorläufige Zahlen für 2009 über den Erwartungen
- Erhöhung unserer Schätzungen für 2010 um 17 % auf 1,32 EUR und für 2011 um 13 % auf 2,16 EUR
- Anhebung des Kursziels von 24 EUR auf 28 EUR

Trendwende in Sicht: Obwohl die vorläufigen Zahlen für 2009 deutlich über den Erwartungen lagen, sehen wir für 2010 noch keinen kontinuierlichen Aufwärtstrend. Dennoch dürfte Q3/09 den Tiefpunkt markiert haben. Das Management prognostiziert erst für das zweite Halbjahr ein steigende Nachfrage, macht aber bereits positive Signale aus den wichtigen Kundenbranchen aus. Auch der Ölpreis, als ein Indikator für Investitionen dieser Branche, behauptet sich auf hohem Niveau. Die sukzessive steigende Auslastung in der chemischen Industrie lässt ebenfalls erwarten, dass das Nachrüst- und Servicegeschäft wieder anzieht.

Ergebnisse für Q4/2009 besser als erwartet: Auftragseingang (+17 % qoq), Umsatz (+10 % qoq) und Nettoergebnis (1,9 Mio. EUR nach 0,5 Mio. EUR in Q3) lagen über unseren vorsichtigen Erwartungen. Da das Projekt- und Systemgeschäft unterjährig zu stärkeren Schwankungen führen kann, lässt sich diese Entwicklung nicht ohne Weiteres fortschreiben. Dennoch dürfte damit die Talsohle durchschritten worden sein. Unsere Schätzung für das Ergebnis je Aktie erhöhen wir von 0,73 EUR auf 0,89 EUR. Entsprechend rechnen wir nunmehr mit einer Dividende von 0,40 EUR (bisher 0,30 EUR).

Erhöhung der Schätzungen für 2010 und 2011: Die konjunkturellen Signale als auch die höhere Basis führen zu einer Anhebung unserer EPS-Schätzungen für 2010 um 17 % auf 1,32 EUR und für 2011 um 13 % auf 2,16 EUR.

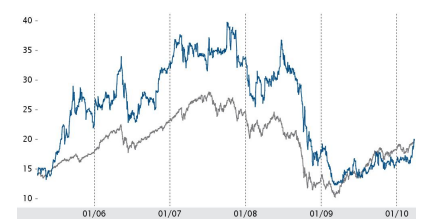
Empfehlung: Wir bekräftigen unsere Empfehlung die Aktie zu Kaufen und erhöhen unser Kursziel von 24 EUR auf 28 EUR.

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

Aktueller Kurs (XETRA (Germany); 30.03.10; 09:15 h).....	19,70 EUR
SCHLUSSKURS (29.03.2010):.....	20,00 EUR
ERWARTETE PERFORMANCE:.....	40,0%
MARKTKAPITALISIERUNG:.....	128,80 Mio. EUR
ENTERPRISE VALUE:.....	167,58 Mio. EUR
ANZAHL AKTIEN:.....	6,44 Mio.
FREE FLOAT:.....	47,0%
INDEX (GEWICHTUNG):.....	Classic All Share (0,05 %)
DURCH. HANDELSVOL.:.....	2.707
ISIN:.....	DE0007257727
SEKTOR:.....	Investitionsgüter

KENNZAHLEN (31.12.)	2009E	2010E	2011E
Umsatz (Mio. EUR)	202,6	210,2	226,8
EBITDA (Mio. EUR)	21,7	23,9	30,7
EBIT (Mio. EUR)	12,5	15,2	21,9
Nettoerg. (Mio. EUR)	5,3	7,8	12,8
FCF (Mio. EUR)	-2,3	9,3	12,6
FCF Rendite	-1,8 %	7,2 %	9,8 %
EPS (EUR)	0,89	1,32	2,16
DPS (EUR)	0,40	0,50	0,80
EV / Umsatz (x)	0,8	0,8	0,7
EV / EBITDA (x)	7,7	7,0	5,5
EV / EBIT (x)	13,4	11,0	7,7
KGV (x)	22,4	15,2	9,3
KBV (x)	1,63	1,52	1,35
Dividendenrendite	2,0 %	2,5 %	4,0 %

KURSENTWICKLUNG



Quelle: R. Stahl, LBBW Research, Thomson Reuters

KALENDER

23.04.10 Jahresbericht



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

Unternehmensdaten

Finanzkennzahlen

R.Stahl

Fazit Schätzungsänderungen (Mio. EUR)

GuV	2009E			2010E			2011E		
	bisher	neu	Δ	bisher	neu	Δ	bisher	neu	Δ
Umsatz	198,5	202,6	2,1%	204,2	210,2	2,9%	220,8	226,8	2,7%
Gesamtleistung	200,5	204,6	2,0%	208,2	214,2	2,9%	225,8	231,8	2,7%
EBITDA	18,7	21,7	16,0%	21,3	23,9	12,2%	27,8	30,7	10,4%
EBIT	9,9	12,5	26,3%	12,8	15,2	18,8%	19,1	21,9	14,7%
EBT	6,7	8,9	32,8%	9,8	11,9	21,4%	16,3	18,8	15,3%
Nettoerg.	4,3	5,3	23,3%	6,7	7,8	16,4%	11,3	12,8	13,3%
Je Aktie (EUR)	bisher	neu	Δ	bisher	neu	Δ	bisher	neu	Δ
EPS	0,73	0,89	21,9%	1,13	1,32	16,8%	1,91	2,16	13,1%
Cash Flow pro Aktie	-1,71	-0,39	n.m.	0,85	1,58	85,9%	1,26	2,12	68,3%
DPS	0,30	0,40	33,3%	0,50	0,50	0,0%	0,80	0,80	0,0%

Quelle: R.Stahl, LBBW Research

Ausgewählte Kennzahlen von R.Stahl (Mio. EUR)

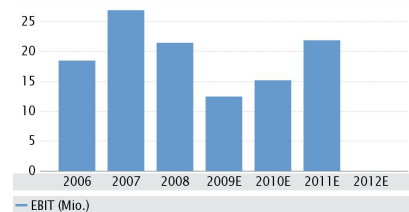
Gewinn- und Verlustrechnung (Mio. EUR)	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
Umsatz	167,1	211,6	221,2	202,6	210,2	226,8	226,8
Gesamtleistung	172,0	218,3	221,6	204,6	214,2	231,8	231,8
EBITDA	25,4	35,7	30,5	21,7	23,9	30,7	30,7
EBIT	18,5	26,9	21,5	12,5	15,2	21,9	21,9
EBT	16,5	24,6	18,5	8,9	11,9	18,8	18,8
Ergebnis nach Steuern	10,6	16,2	12,6	5,6	7,8	12,8	12,8
EPS	2,12	2,65	2,03	0,89	1,32	2,16	2,16
Wachstumsrate yoy							
Umsatz	11,3 %	26,7 %	4,5 %	-8,4 %	3,8 %	7,9 %	7,9 %
Gesamtleistung	13,5 %	27,0 %	1,5 %	-7,7 %	4,7 %	8,2 %	8,2 %
EBITDA	52,2 %	40,6 %	-14,7 %	-28,9 %	10,2 %	28,5 %	28,5 %
EBIT	98,9 %	45,6 %	-20,3 %	-41,9 %	21,8 %	44,1 %	44,1 %
EBT	224,9 %	49,1 %	-24,9 %	-51,9 %	34,0 %	58,0 %	58,0 %
Ergebnis nach Steuern	-60,9 %	24,6 %	-23,4 %	-55,9 %	47,2 %	64,1 %	64,1 %
EPS	43,2 %	25,0 %	-23,4 %	-56,2 %	48,3 %	63,6 %	63,6 %
Umsatzmargen							
EBITDA	15,2 %	16,9 %	13,8 %	10,7 %	11,4 %	13,5 %	13,5 %
EBIT	11,1 %	12,7 %	9,7 %	6,2 %	7,2 %	9,7 %	9,7 %
EBT	9,9 %	11,6 %	8,4 %	4,4 %	5,7 %	8,3 %	8,3 %
Ergebnis nach Steuern	7,5 %	7,4 %	5,4 %	2,6 %	3,7 %	5,6 %	5,6 %
Bilanz (Mio. EUR)							
Geschäfts- oder Firmenwert	3,4	4,9	4,0	4,8	4,8	4,8	4,8
Übrige immaterielle Vermögenswerte	14,7	16,5	16,9	17,2	16,8	16,7	16,7
Sachanlagen	26,4	29,1	33,2	34,6	34,3	34,3	34,3
Net Working Capital	41,9	48,0	42,1	48,3	48,3	50,3	50,3
Liquide Mittel	32,9	29,7	34,1	22,5	26,4	35,1	35,1
Eigenkapital	66,1	75,1	78,2	72,7	78,2	88,0	88,0
Gesamte Finanzverbindlichkeiten	15,4	13,2	10,8	12,9	9,5	8,1	8,1
Pensionsrückstellungen	44,1	45,1	46,1	46,5	47,4	48,8	48,8
Nettoverschuldung / (Nettoliquidität) GJ-Ende	-17,5	-16,5	-23,4	-9,6	-17,0	-27,0	-27,0
Kapitalflussrechnung (Mio. EUR)							
Nettoerg.	12,6	15,7	12,0	5,3	7,8	12,8	12,8
Abschreibungen	6,9	8,8	9,0	9,2	8,7	8,8	8,8
Veränderung Working Capital	-19,0	-6,1	5,9	-6,2	0,0	-2,0	-2,0
Operativer Cash-flow	4,3	17,7	27,5	8,6	17,5	21,4	21,4
Investitionen in das Sachanlagevermögen	-4,6	-8,9	-9,2	-8,8	-5,9	-5,5	-5,5
FCF	-4,7	3,8	13,4	-2,3	9,3	12,6	12,6
Bewertungskennzahlen							
EV / Umsatz	1,0	0,8	0,4	0,8	0,8	0,7	0,7
EV / EBITDA	6,7	4,9	2,6	7,7	7,0	5,5	5,5
EV / EBIT	9,2	6,5	3,6	13,4	11,0	7,7	7,7
KGV	15,4	12,7	9,0	22,4	15,2	9,3	9,3
KBV	3,0	2,7	1,4	1,6	1,5	1,3	1,3
Return on Equity (in %)	16,1 %	21,6 %	16,1 %	7,7 %	10,0 %	14,5 %	14,5 %
Bilanzkennzahlen							
Eigenkapitalquote (in %)	39,4 %	41,7 %	43,7 %	42,2 %	44,6 %	46,0 %	46,0 %
Verschuldungsgrad (in %)	-26,5 %	-22,0 %	-29,9 %	-13,2 %	-21,7 %	-30,7 %	-30,7 %

Quelle: R.Stahl, LBBW Research

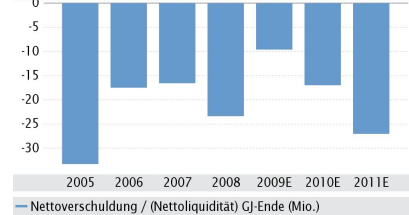
GUIDANCE - R.STAHL

Das erste Halbjahr 2010 steht für den Vorstand noch stark unter dem Einfluss der Weltwirtschaftskrise. Konjunkturelle Auswirkungen erreichen R. STAHL meist mit einem Zeitverzug von acht bis zehn Monaten. Deshalb geht das Unternehmen davon aus, dass es die Talsohle erreicht hat, und rechnet aus heutiger Sicht für die zweite Jahreshälfte wieder mit einer steigenden Nachfrage.

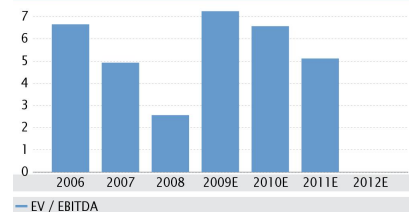
Ergebniskennzahlen



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

Inhaltsverzeichnis

R.Stahl

INHALTSVERZEICHNIS

Unternehmensdaten: Ausgewählte Kennzahlen.....	02
Inhaltsverzeichnis	03
Investment Case: Summary.....	04
SWOT Profil: Stärken, Schwächen, Chancen, Risiken	05
Unternehmensbeschreibung: Profil	06
Märkte: Aktuelle Trends.....	08
Aktuelle Geschäftsentwicklung: Kernthemen.....	15
Finanzkennzahlen: Gewinnperspektiven	20
Bewertung: Berechnung Fairer Wert.....	23
Anhang: Gewinn- und Verlustrechnung.....	25
Anhang: GuV-Rechnung (normiert)	26
Anhang: Bilanz	27
Anhang: Kapitalflussrechnung	28
Anhang: Kennzahlen	29

Investment Case

Zusammenfassung

R.Stahl

R. Stahl hat sich nach der Erfahrung der letzten Rezession gegen Personalabbau entschieden, um bei steigender Nachfrage schneller reagieren zu können und damit auch die Motivation der Belegschaft zu fördern. Aufgrund der soliden Bilanz und der Nettoliquiditätsposition konnte man sich das auch leisten. Daher kam das Ergebnis 2009 stärker unter Druck als anfänglich erwartet, konnte letztlich jedoch die reduzierten Erwartungen übertreffen. Bei sich stabilisierenden Umsätzen rechnen wir im laufenden Jahr mit einer Verbesserung der Ertragslage. Eine steigende Nachfrage sollte sich 2011 in einer Wachstumsbeschleunigung bemerkbar machen, wodurch die Rückkehr zum Ergebnisniveau von 2008 realistisch sein dürfte.

Earnings summary: Aufgrund der besser als erwarteten Entwicklung in Q4 haben wir unsere Umsatzschätzungen für 2010 und 2011 um jeweils 6 Mio. EUR nach oben revidiert. Bei der EBT-Marge gehen wir für 2010 nunmehr von 5,6 % (bislang: 4,7 %) und in 2011 von 8,1 % (7,2 %) aus. Unsere EPS-Schätzungen erhöhen sich 2009 von 0,73 EUR auf 0,89 EUR, 2010 um 17 % auf 1,32 EUR und 2011 um 13 % auf 2,16 EUR.

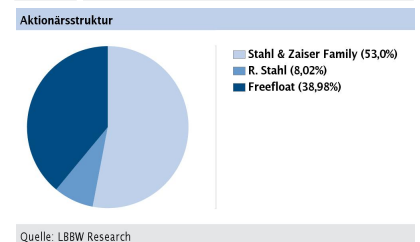
Valuation Summary: Zur Bewertung von R. Stahl verwenden wir ausschließlich ein DCF-Modell. Bei den börsennotierten US-Wettbewerbern handelt es sich in der Regel um Konglomerate im Bereich der Elektroindustrie, bei denen nur ein Bruchteil des Geschäfts auf den Explosionsschutz entfällt. Das DCF-Modell führt zu einem fairen Wert von 33,47 EUR. Bei einem Abschlag von 15 %, aufgrund der geringen Liquidität der Aktie und der Spätzyklus des Geschäftsmodells, errechnet sich ein Wert von 28,45 EUR. Wir erhöhen daher unser Kursziel von 24 EUR auf 28 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 202 Mio. EUR beschäftigt ca. 1 400 Mitarbeiter.

PROS	
+	Wachstumsstrategie trägt Früchte
+	Ausbau der Marktstellung
+	Solide Bilanz
+	Talsole erreicht
CONS	
-	Deutlicher Ergebnisrückgang in 2009
-	Projektgeschäft unter Preisdruck
-	Dividendenkürzung wahrscheinlich



SWOT Profil

Stärken, Schwächen, Chancen, Risiken

R.Stahl

STÄRKEN

Führender Anbieter im Explosionsschutz

Breite Diversifikation nach Kunden und Branchen

Solide Bilanz und hohe Ertragskraft

Geschäftsmodell mit geringer Zyklizität

SCHWÄCHEN

Hoher Anteil der Wertschöpfung in Euro

Marktanteile außerhalb Europas noch gering

CHANCEN

Wachstumsstrategie führt zu steigenden Marktanteilen

Steigende Öl- und Gaspreise begünstigen das Wachstum

Zügige Erholung durch antizyklische Personalpolitik

Zusätzliches Wachstum durch Akquisitionen

RISIKEN

Verschärfter Preisdruck im Projektgeschäft

Dauerhafte Aufwertung des Euro

Anhaltend schwache Investitionsneigung der Kunden

Unternehmensbeschreibung

Profil

R.Stahl

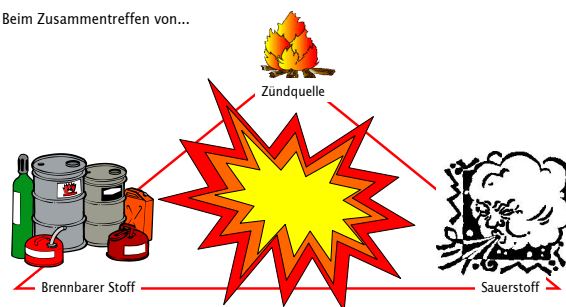
R. Stahl ist einer der weltweit führenden Anbieter von Produkten, Systemen und Dienstleistungen für explosionsgefährdete Industrieanlagen. Dies sind vor allem Anlagen der pharmazeutischen, der chemischen und petrochemischen Industrie sowie der Erdgas- und Erdölexploration. Es werden sowohl einzelne Komponenten als auch Systeme für die Beleuchtung, Steuerung und Automatisierung dieser Anlagen angeboten.

Unternehmensorganisation: Das Dach des Konzerns bildet die seit 1997 börsennotierte R. Stahl AG mit Sitz in Waldenburg (Württ.), die als Holding fungiert und alle kaufmännischen Funktionen bündelt. Das Produktspektrum im Explosionsschutz wird über 21 eigene Tochtergesellschaften und durch Handelsvertretungen weltweit in mehr als 50 Ländern vermarktet. Die Wertschöpfung erfolgt u. E. noch zu ca. zwei Drittel an drei Produktionsstandorten (Waldenburg, Weimar, Köln) in Deutschland. Die niederländische Tochtergesellschaft Electromach stellt Steuerungen für den Großanlagenbau her. Die norwegische Tranberg AS ist der Spezialist für Explosionsschutz in der Schiffsausrüstungsindustrie. In Indien wurde ein kleines Komponentenwerk aufgebaut, das in den letzten Jahre sukzessive erweitert wurde. Die internationalen Gesellschaften verfügen über eigene Montagekapazitäten, um flexibel auf Kundenbedürfnisse reagieren zu können.

Schwerpunkt der Wertschöpfung in Deutschland

Wie entstehen Explosionen?

Beim Zusammentreffen von...



... entsteht eine Explosion

Quelle: R. Stahl

In der chemischen und petrochemischen Industrie, bei der Erdöl- und Erdgasförderung, im Bergbau und in vielen anderen Industriezweigen entweichen bei Herstellung, Verarbeitung, Transport und Lagerung brennbarer Stoffe Gase, Dämpfe, Stäube oder Nebel. Sie können mit dem Sauerstoff der Luft eine explosionsfähige Atmosphäre bilden. Damit eine Explosion stattfinden kann, muss zeit- und ortgleich eine Zündquelle (Energie in Form von Wärme oder Funken) wirksam werden. Das Ziel des primären Explosionsschutzes ist es zu verhindern, dass eine gefährliche Menge eines explosionsfähigen Gemisches entsteht. Sofern dies nicht möglich ist, gilt als Schutzziel die Zündung explosionsfähiger Atmosphäre zu verhindern (sekundärer Explosionsschutz). Wenn beides nicht sicher ausgeschlossen werden kann, wird im Rahmen des tertiären Explosionsschutzes die Auswirkungen einer Explosion auf ein ungefährliches Maß begrenzt.

Explosionsgefahren

...ein unterschätztes Risiko

Unternehmensbeschreibung

Profil

R.Stahl

Kein Produkt ohne Norm: Zur Vermeidung von Explosionsgefahren sind in den meisten Staaten Schutzvorschriften in Form von Gesetzen, Verordnungen und Normen entwickelt worden, die ein hohes Sicherheitsniveau gewährleisten sollen. Für die internationale Normung auf dem Gebiet der Elektrotechnik ist die IEC zuständig, die ein weltweit gültiges Prüf- und Zertifizierungsverfahren eingerichtet hat. Bis zur weltweiten Vereinheitlichung der Vorschriften bleibt jedoch noch viel zu tun. In den USA gilt z. B. der National Electrical Code (NEC), der den Charakter von Errichtungsbestimmungen für elektrische Anlagen hat. So wurden Systeme entwickelt, die teilweise wesentlich von der IEC-Technik abweichen. Obwohl vor 14 Jahren auch IEC-Technik zugelassen wurde, wird der Markt in Nordamerika und teilweise auch in Asien von NEC-Technik dominiert.

Praktische Konsequenz sind neben den unabdingbaren, lokalen Zulassungen auch spezielle nach NEC-Technik entwickelte Produkte, um auf dem jeweiligen Markt erfolgreich sein zu können. Neuerdings werden auch verstärkt Produkte entwickelt, die nach beiden Normen zugelassen werden können. Dies ist vor allem für internationale Kunden von Interesse, die weltweit die gleichen Komponenten verwenden wollen.

R. Stahl bietet Produkte, Systeme und Dienstleistungen aus einer Hand in den Geschäftssegmenten Lichttechnik, Terminals, Schaltgeräte und -anlagen sowie Automatisierungstechnik (Mess-, Steuer- und Regelungstechnik). Der Service umfasst Beratung, Planung, Projektierung, Inbetriebnahme und Wartung. Durch eine klare strategische Ausrichtung und jahrzehntelange Erfahrung, gepaart mit hoher Innovationskraft, avancierte das Unternehmen nach eigenen Angaben zum Technologieführer. Weitere Wettbewerbsvorteile sind die hohe Produktqualität und die weltweite Präsenz, die im Hinblick auf internationale Großkunden sowohl aus dem Anlagenbau als auch den Abnehmerindustrien notwendig ist. Kein Kunde trägt mehr als 2 % zum Konzernumsatz bei.

Basis elektrische Betriebsmittel: Das Unternehmen ist spezialisiert auf die Herstellung und Montage explosionsgeschützter elektrischer Betriebsmittel für explosionsgefährdete Bereiche. Diese Sicherheitsprodukte werden im hochgefährdeten Umfeld industrieller Anlagen installiert (in der chemischen - petrochemischen Industrie, in Labors, in der Farbenherstellung, in der pharmazeutischen Industrie und ähnlichen). Hier vermeiden sie die Zündung der umgebenden explosionsfähigen Atmosphäre, die durch das Versagen von Teilen elektrischer Anlagen verursacht werden können und garantieren so die Sicherheit von Personal, Installationen und Arbeitsprozessen.

Systeme, Geräte und Komponenten für den Explosionsschutz bilden keinen einheitlichen Markt, sondern sind unterschiedliche i. d. Regel elektrische Produkte, die in explosionsgeschützter Ausführung hergestellt werden (EX-Produkte). Dabei kommen in Abhängigkeit von der Anwendung völlig unterschiedliche Schutzmethoden zum Einsatz.

Vertriebskanäle sind einerseits die internationalen Anlagenbauer (Lurgi, Kellogg, Linde, Bechtel etc.), mit denen ca. 25 % des Umsatzes durch neuen Anlagen generiert werden. 50 % des Umsatzes werden in der Wartung bzw. bei Umbau oder Erweiterung überwiegend direkt mit den Anlagenbetreibern generiert. Weitere 25 % des Umsatzes sind OEM-Geschäft mit Maschinenbauern, Systemintegratoren oder der Marineindustrie.

Produkte müssen zertifiziert sein...**...was hohe Markteintrittsbarrieren schafft****Umfassende Produktpalette****Direkter und indirekter Vertrieb**

Märkte

Aktuelle Trends

R.Stahl

Elektroindustrie: Der ZVEI (Zentralverband Elektrotechnik und Elektronikindustrie e.V.) erwartet im laufenden Jahr für die deutsche Elektroindustrie eine leichte Erholung um 3 % bis 4 %, nachdem 2009 ein Einbruch von 20 % beim Umsatz bzw. 21 % bei der Produktion zu verzeichnen war. Dieser Einschätzung liegt u.a. das ifo-Geschäftsklima zugrunde, das sich seit Juni 2009 kontinuierlich verbessert hat. Nicht zuletzt basisbedingt konnte der Januar 2010 beim Auftragseingang ein Plus von 10 % yoy aufweisen, nachdem er 2009 noch insgesamt um 27,5 % rückläufig war. Da 78 % des Branchenumsatzes auf Investitionsgüter entfallen, bewegen sich die Kennzahlen im Rahmen vergleichbarer Branchen wie z.B. dem Maschinenbau.

Automation: Auf das größte Teilsegment, die Automation, entfallen ca. 25 % des Branchenumsatzes. Die Produktion schrumpfte mit -23 % (Vorjahr +8 %) leicht überproportional. Mit einer Exportquote von 78 % dürften die deutschen Anbieter jedoch weltgrößter Exporteur elektrischer Automatisierungstechnik geblieben sein. Mit großen Schritten nähert sich jedoch China, die in der Statistik für 2007 noch auf Platz 3 lagen, mittlerweile jedoch die USA auf Platz 2 überholt haben dürften. Noch in den 90er Jahren war China auf den oberen 5 Rängen nicht präsent, nahm jedoch 2007 bereits den ersten Platz bei der Produktion und Platz 2 beim Marktvolumen ein. „Verlierer“ der letzten 10 Jahre waren Frankreich, Großbritannien und Japan.

Einordnung von R. Stahl: Die Automation umfasst drei Fachbereiche: Elektrische Antriebe (Umsatzanteil 2008: 23 %), Schaltgeräte, Schaltanlagen, Industriesteuerungen (41 %) sowie Messtechnik und Prozessautomatisierung (36 %). Die Produktpalette von R. Stahl findet sich im Wesentlichen in den letzten beiden Segmenten. Als Indikator für das Unternehmen eignet sich der Bereich der Prozessautomatisierung, da er wesentliche Charakteristika des Geschäftsmodells von R. Stahl wie die Spätzyklik und die Struktur der Abnehmergruppen noch am ehesten abbildet.

Geschäftsentwicklung der Branche: Für die Fachbereiche liegen noch keine Zahlen für 2009 vor, aber der Blick auf 2008 zeigte bei der Prozessautomatisierung ein Umsatzplus von 7,6 % auf 16,7 Mrd. EUR, was sich im Rahmen der elektrischen Automation (+8,3 %) entwickelte. Überproportional stiegen die Schaltgeräte (+10,7 %), während die Antriebe nur um 5,5 % wuchsen. Für dieses Segment prognostizierte der Verband im November ein Minus von -28 % für 2009, womit sich die unterdurchschnittliche Performance aus 2008 in diesem wettbewerbsintensiven Fachbereich fortgesetzt hätte. Die Prozessautomatisierung dürfte dagegen noch durch den Auftragsbestand der Anlagenbauer abgefedert worden sein. Gleichwohl hat die Krise nach fünf Jahren hoher einstelliger bzw. leicht zweistelliger Wachstumsraten auch diese Branche erreicht. Der Verband geht davon aus, dass das Geschäft sechs Monate nach der allgemeinen Trendwende wieder anzieht. Darüber hinaus bleiben langfristige Trends rund um die Themen Energie, Energieeffizienz und Umweltschutz wichtige Treiber für neue Projekte. Mehr Details dürften auf der Pressekonferenz des ZVEI anlässlich der Hannover Messe / Interkama am 19. April 2010 veröffentlicht werden.

Trendwende eingeleitet

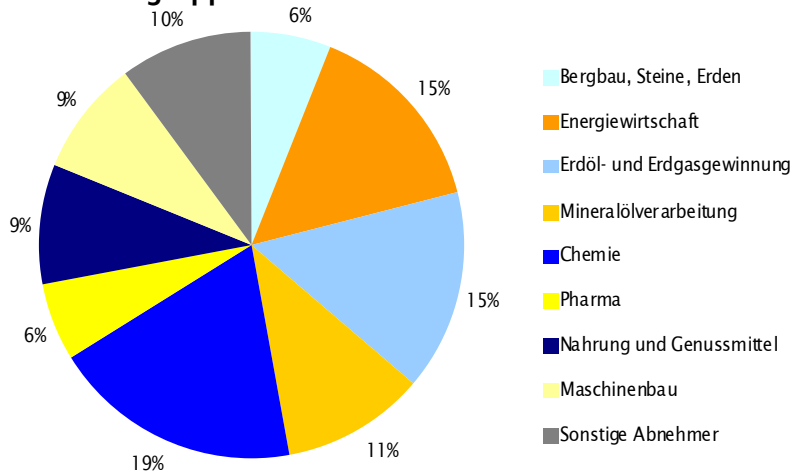
Zahlen für 2009 stehen noch aus

Märkte

Aktuelle Trends

R.Stahl

Weltmarkt der Prozessautomatisierung 2007 nach Abnehmergruppen



Quelle: ZVEI

Öl- und Gasindustrie: Unter dem Blickwinkel der Branchenentwicklung zeigte vor allem der Öl- und Gas-Bereich bis 2008 das stärkste Wachstum mit zweistelligen Wachstumsraten. Aufgrund der starken Nachfrage und der hohen Preise wurde sowohl in die Optimierung der Prozesse als auch in die Erschließung neuer Quellen investiert. Beides wirkt sich positiv auf den Umsatz automatisierungstechnischer Komponenten aus. Obwohl den Großprojekten üblicherweise lange Planungsphasen vorausgehen, wurden im Zuge der Krise eine Reihe von Projekten auf „Hold“ gestellt oder sogar storniert. Das Kundenverhalten differiert jedoch beträchtlich. Um die rechnerische Reichweite der gesicherten Öl- und Gasreserven nicht weiter abschmelzen zu lassen oder aus spezifisch strategischer Sicht, werden zum Teil Projekte unverändert weiter geführt. Die IEA schätzt für 2009 einen Rückgang der Upstreaminvestitionen um 19 %, den ersten Rückgang in dieser Dekade. Ein Großteil der Verzögerungen betraf Ölsandprojekte in Kanada. Für 2010 erwartet die IEA bestenfalls ein Plus von 10 %.

Einer der großen Anlagenbauer für diese Industrie und Kunde von R. Stahl, Technip, berichtete von einer gut behaupteten Zahl an Angeboten in 2009 und Anfang 2010. Sowohl der gestiegene Ölpreis als auch geringere Projektkosten boten dabei Unterstützung. Allerdings konstatierte Technip auch, dass sich die endgültigen Investitionsentscheidungen öfters verzögern. Bei stabilen Ölpreisen sei im zweiten Halbjahr mit steigenden Abschlüssen zu rechnen. Im Downstreamgeschäft wird eine zunehmende Verlagerung hin zu den Ressourcen im Mittleren Osten und Lateinamerika bzw. zu den Endmärkten in Asien beobachtet. Im Gegenzug werden Raffinerie- und Petrochemiekapazitäten in den Industrieländern reduziert. Technip steigerte in Q4/09 den Auftragseingang um 61%, was zu einem Auftragsbestand am Jahresende von 8 Mrd. EUR (+11 % yoy) führte.

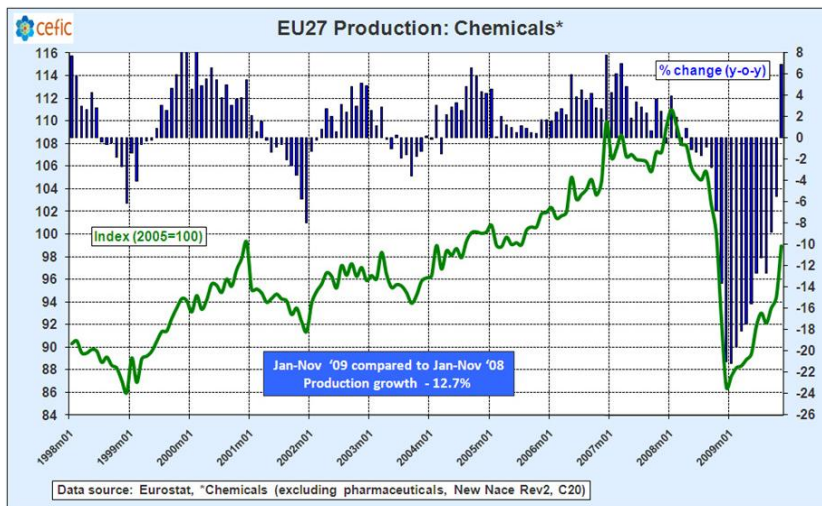
Einbruch der Investitionen in 2009

Technip in Q4 mit steigendem Auftragseingang

Märkte

Aktuelle Trends

R.Stahl



Chemische Industrie: Auch in der chemischen Industrie zeichnet sich eine Trendwende nach dem Einbruch (Deutschland -10 %, Europa -12 % ohne Pharma) in 2009 ab. Der EU Economic Sentiment Indicator hat sich seit März kontinuierlich verbessert und lag im Dezember 2009 40 % über seinem Vorjahresniveau. Der Verband der Chemischen Industrie (VCI) wie auch der European Chemical Industry Council (cecic) gehen davon aus, dass die Produktion im laufenden Jahr um 5 % zulegen wird. Viele vorübergehend abgeschaltete Anlagen wurden ab dem zweiten Halbjahr 2009 sukzessive wieder angefahren, gleichwohl liegt die Kapazitätsauslastung noch unterhalb des üblichen Niveaus von 83 % -85 %. Damit besteht die Chance, dass die ausgesetzte Wartung von Anlagen ebenfalls wieder leicht zulegen wird. Im Hinblick darauf, dass in der Branche lediglich 10 % der Kosten für Personal anfallen, aber je 35 % für Rohstoffe und Energie, wird die Bedeutung des Produktionsprozesses deutlich. Moderne Automatisierungstechnik unterstützt die Steigerung der Effizienz durch die Optimierung von exakt geregelten Prozessen und der Reduzierung von Stillstandszeiten, was die Bedeutung des Wartungsgeschäfts unterstreicht.

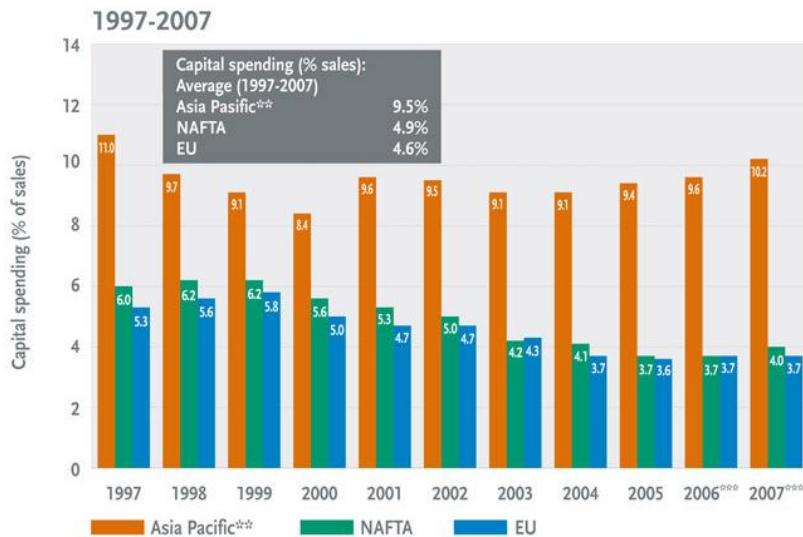
Zur Sicherung der Liquidität wurde eine Vielzahl von Aktivitäten gestoppt bzw. verschoben, während in der Vergangenheit nachfrageschwächere Zeiten eher zu einer steigenden Kundennachfrage führte. Die Planung größerer Projekte wurde eingeschränkt. Entsprechend dürfte die Geschäftsentwicklung mit dieser Kundengruppe im vergangenen Jahr rückläufig gewesen sein. In Deutschland sanken die Investitionen der Chemie um 10 % und sollen im laufenden Jahr stabil gehalten werden.

Steigende Produktion als Frühindikator für besseres Wartungsgeschäft

Märkte
Aktuelle Trends

R.Stahl

Chart 7.2: Capital spending in the chemicals* industry



Sources: Cefic Chemdata International and ACC

* Including pharmaceuticals

** Asia Pacific includes Japan, China, India, Korea, Malaysia, Philippines, Singapore, Taiwan, Thailand, Pakistan, Bangladesh and Australia

*** Cefic estimates for EU capital spending

In % of sales	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006***	2007***
Asia-Pacific**	11.0	9.7	9.1	8.4	9.6	9.5	9.1	9.1	9.4	9.6	10.2
NAFTA	6.0	6.2	6.2	5.6	5.3	5.0	4.2	4.1	3.7	3.7	4.0
EU	5.3	5.6	5.8	5.0	4.7	4.7	4.3	3.7	3.6	3.7	3.7

Das Chart verdeutlicht, dass die Betrachtung der Investitionen nur der europäischen Chemieindustrie zu kurz greift (zumindest bei neuen Projekten), da das Kapazitätswachstum insbesondere bei chemischen Grundstoffen wie z. B. in der Petrochemie primär in Asien (und in der Golf-Region) stattfindet. Damit einher ging ein durchschnittliches Wachstum der Produktion in den Jahren 2002 bis 2007 von 1,7 % in der EU, jedoch von 8,1 % in Asien (Welt: +4,6 %).

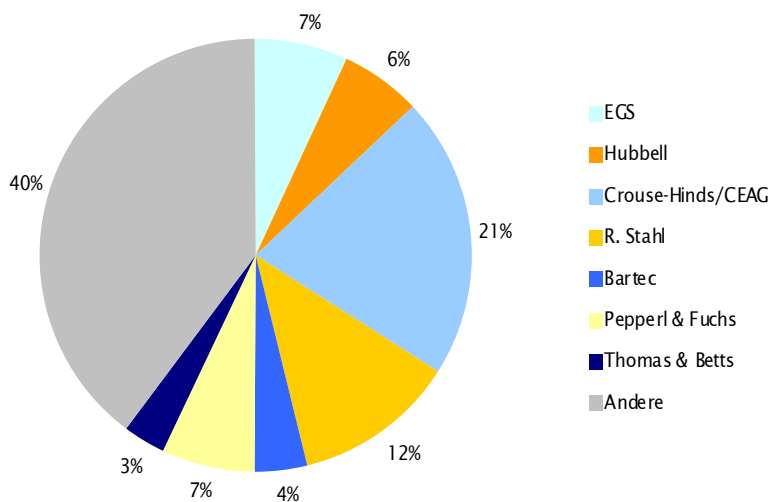
Pharmaindustrie: Obwohl auch die Pharmaindustrie von der Rezession nicht gänzlich unverschont blieb, sind die Basistrends einer alternden Gesellschaft weiterhin wirksam. So erwartet IMS Health für die Jahre 2008 bis 2013 ein weltweites Marktwachstum von 4,4 % p.a., in der EU soll die Branche um durchschnittlich 3,9 % im Jahr wachsen.

Großanlagenbau: Die deutschen Großanlagenbauer verbuchten einen Einbruch der Auftragseingänge um ein Drittel in 2009, allerdings können die Unternehmen 2010 noch von ihren hohen Orderbeständen zehren. Im Vergleich zu dieser sehr heterogenen Branche berichtet Linde Engineering „lediglich“ von einem Minus von 20 %. Dieser wichtige Kunde von R. Stahl sieht in den nächsten zwei Jahren eine stabile Geschäftsentwicklung. Allerdings gibt es auch hier Anzeichen für eine Belebung der Nachfrage.

Kapazitätswachstum überwiegt in Asien und in der Golf-Region

Markt und Wettbewerb im Explosionsschutz

Weltmarkt Explosionsschutz



Quelle: R. Stahl

Nach letzten verfügbaren Schätzungen hatte der für R. Stahl adressierbare Markt 2007 ein Volumen von 1,7 Mrd. EUR, den Gesamtmarkt schätzen wir auf 3 Mrd. EUR. Im Vergleich zum Weltmarkt der Prozessautomatisierung in Höhe von 113 Mrd. EUR wird der Nischencharakter deutlich, den der Explosionsschutz im Bereich der Elektrotechnik spielt. Der Anteil an explosionsgeschütztem Material am Investitionsvolumen einer Produktionsanlage liegt typischerweise bei 1,5 % bis 2 %. Eine wichtige Rolle spielt daher auch der Ausbau von kundenspezifischen Systemlösungen, die dem Kunden eine Alternative zur bisherigen In-House-Lösung eröffnet. Damit ergeben sich zusätzliche Wachstumschancen, die R. Stahl über das Marktwachstum hinaus zusätzliches Potenzial eröffnen.

Nach Unternehmensschätzungen verzeichnete der Markt noch in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre einen durchschnittlichen Zuwachs von 6 % p.a. (was sich mit dem akquisitionsbereinigten Wachstum von R. Stahl deckt). Nach der Rezession zum Beginn der Jahrtausendwende hat sich das Wachstum in den letzten Jahren bis 2008 sogar noch beschleunigt. Der ZVEI spricht von hohem einstelligen bis hin zu tlw. zweistelligen Wachstumsraten in der Prozessautomation. Dabei dürfte das hohe Wirtschaftswachstum in den Emerging markets vor allem in den BRIC-Staaten ebenso wie der Anstieg der Rohstoffpreise bis ins Jahr 2008 hinein eine wesentliche Rolle gespielt haben. R. Stahl gelang es in den Jahren 2004 bis 2008 akquisitionsbereinigt mit ca. 10 % bis 11 % zu wachsen. Mittelfristig gehen wir von der Wiederaufnahme des 90er-Wachstumspfads

Explosionsschutz ist ein Nischenmarkt

Hohes Marktwachstum bis 2008

Märkte

Aktuelle Trends

R.Stahl

aus, der sich bei ca. +6 % p.a. bewegen dürfte. Kurzfristig bleibt zu hoffen, dass die wirtschaftliche Erholung in einen tragfähigen Aufschwung einmündet und die partiell bestehenden Finanzierungsengpässe im Projektgeschäft behoben werden können.

Wettbewerb

Fragmentierter Markt: Im Gegensatz zu Deutschland ist der Weltmarkt noch relativ stark fragmentiert (siehe Seite 12). Die Ursache dürfte u. E. vor allem darin zu suchen sein, dass es nur wenige Spezialisten im Explosionsschutz gibt. Üblicherweise werden von vorhandenen elektrotechnischen oder elektronischen Produkten zusätzlich eine Variante gefertigt, die z. B. auch für bestimmte explosionsgefährdete Zonen zugelassen werden können.

Wichtige Konkurrenten: Die wichtigsten Wettbewerber sind u.E. diejenigen, die sowohl elektronische als auch elektromechanische Produkte im Portfolio haben und im folgenden noch detaillierter dargestellt werden. Nicht nur zufällig sind es auch diejenigen, die sich regelmäßig mit Akquisitionen am Markt zeigen und damit überproportional wachsen. Extern lässt sich die Performance der Wettbewerber jedoch nur ansatzweise verifizieren, zumal die deutschen Mitbewerber nicht börsennotiert sind und daher üblicherweise kaum Zahlen veröffentlichen. Aber auch der börsennotierte Weltmarktführer Cooper Industries bietet im Explosionsschutz nur wenig Transparenz, da die Marke Crouse Hinds nur einen kleinen Teil des Produktspektrums darstellt.

Cooper Industries, Inc. erwirtschaftete 2009 einen Umsatz von 5,1 Mrd. USD (-22 %) und durch aggressive Kostensenkungen eine EBIT-Marge von respektablen 11,3 % (Vorjahr 14,3 %). Das Segment Electrical Products, auf das 89 % der Umsätze entfallen, erzielte sogar eine operative Marge von 14,1 % (16,2 %). Die sehr breite Produktpalette entfällt auf acht Divisionen, von denen Crouse-Hinds ca. 19 % zum Umsatz beisteuert. Davon entfallen wiederum ca. 55 % bis 60 % auf den Explosionsschutz, was in etwa ein Umsatzvolumen von 500 bis 550 Mio. USD bedeutet. Cooper hat in den letzten sechs Jahren mehr als eine Mrd. USD für 29 Akquisitionen ausgegeben, davon auch einige im Explosionsschutz. Die bekannteste Adresse dabei war die britische, ehemals börsennotierte, MTL Instruments.

Pepperl & Fuchs erreichte 2008 mit 4000 Mitarbeitern einen Umsatz von 370 Mio. EUR. Das Mannheimer Unternehmen produziert elektronische Sensoren und Komponenten und bietet Systemlösungen für den globalen Markt der Automatisierungstechnik. Hinzu kommt eine breite Palette an Füllstand- und Korrosionsüberwachungsgeräten sowie Bedien- und Beobachtungssysteme (HMI). Zielmärkte sind sowohl die Fabrikautomation als auch die Prozessautomatisierung. Pepperl & Fuchs hat in den letzten Jahren sein Angebotsspektrum für die Prozessindustrie sukzessive ausgeweitet. Die im Dezember 2009 erfolgte Akquisition der englischen Walsall Ltd. erweitert die Produktpalette erstmals um elektromechanische Betriebsmittel für den Einsatz in explosionsgefährdeten Bereichen.

Nur wenige große Spieler im Markt

Elektronik und Elektrotechnik haben nur wenige Anbieter

Der Marktführer

Anbieter für Fabrik- und Prozessautomation

Märkte

Aktuelle Trends

R.Stahl

Bartec erwirtschaftete im Geschäftsjahr 2007/08 (30.04.) mit 1350 Mitarbeitern einen Umsatz von 206 Mio. €. Das Bad Mergentheimer Unternehmen ist mit 8 Produktionsstandorten und 26 Vertriebsgesellschaften international im Bereich der Sicherheitstechnik tätig. Das Produktspektrum ist sehr breit angelegt und umfasst z.B. Analysen- und Messtechnik, Automatisierungstechnik, Elektrotechnik für den Bergbau, Mess- und Datenerfassungssysteme, Schaltanlagen und Motoren, Wärmetechnik sowie Steuer- und -verbindungstechnik. Der 2002 mit 75 % eingestiegene Finanzinvestor Allianz Capital Partners hat seine Beteiligung 2008 an die schweizerische Beteiligungsgesellschaft Capvis (bekannt als Mehrheitsaktionär der WMF) weiterverkauft. Im September 2009 wurde mit der Übernahme des britischen Kommunikations- und Sicherheitssystemanbieters Vodec Ltd. das Produktportfolio weiter ausgebaut. Mittelfristiges Ziel ist es zu den „Top 3“ der Welt zu gehören.

Die Konkurrenten in den USA wie Cooper Industries, EGS, Hubbell oder Thomas & Betts bieten in der Regel über den Explosionsschutz hinaus eine wesentlich größere Palette an Produkten der Elektrotechnik (auch für Kraftwerke oder Gebäude) an, so dass die jeweiligen Segmentberichte lediglich Anhaltspunkte über die Geschäftsentwicklung bieten können. Typischerweise haben sie durch ihr Geschäftsmodell auch weniger direkten Zugang zu den Endkunden.

Fortsetzung der Konsolidierung: Die bereits seit Jahren zu beobachtende Konsolidierung des Marktes dürfte sich u. E. weiter fortsetzen, eventuell sogar etwas beschleunigen. Während heute ein Anbieter mit deutlichem Abstand zu einem breiten Mittelfeld Marktführer ist, könnten nach Einschätzung von R. Stahl mittel- bis längerfristig drei große Marktteilnehmer an der Spitze stehen. Entsprechend plant R. Stahl auch nach der Konsolidierung in der Spitzengruppe der Weltmarktführer zu sein.

Powered by Private Equity

US-Wettbewerber mit abweichendem Geschäftsmodell

Aktuelle Geschäftsentwicklung

Kernthemen

R.Stahl

Strategie

Ziele: Die ursprünglich Ziele für 2011 wurden wie folgt definiert:

- Umsatzvolumen 300 Mio. EUR
- EBT-Marge 10 %
- Umsatzanteil Amerika und Asien deutlich steigern
- Kontinuierliche Steigerung des Ergebnisses je Aktie

Der Zeithorizont wurde 2009 ausgesetzt und ergänzt um qualitative Kriterien wie die Positionierung als Qualitätsführer in Übersee oder die beste Adresse für Beratung und Betreuung der Kunden zu sein. Entsprechend dem Anspruch allen Stakeholdern (Kunden, Mitarbeitern, Aktionäre) gerecht zu werden, wurde darüber hinaus das Ziel formuliert, dass der Ertrag ausreichend sein muss sowohl Investitionen als auch Dividende zu erwirtschaften.

Basis dafür war die nach dem Verkauf der Fördertechnik bereits vor vier Jahren eingeleitete Wachstumsstrategie, die im Grundsatz auch heute noch Gültigkeit hat.

- Wachstum durch neue Produkte
- Wachstum in aufstrebenden Regionen
- Wachstum in neuen Branchen
- Wachstum im Systemgeschäft

Innovationen: Auf Basis effizienterer interner Prozesse und einem sukzessiven Ausbau der Entwicklungskapazitäten konnte der Umsatzanteil der Neuprodukte mit Einleitung der Innovationsoffensive seit 2003 substantiell gesteigert werden. Dies war eine wesentliche Voraussetzung für das hohe Wachstum der letzten Jahre bei signifikant gesteigerter Ertragskraft. In den letzten Jahren wurden mindestens 6 % des Umsatzes in den Innovationsprozess investiert, um damit eine nachhaltig hohe Innovationskraft zu realisieren. Der Anteil der Neuprodukte (jünger als 5 Jahre) am Umsatz bewegt sich seit 2005 bei mindestens 40 %. Zum Vergleich: Cooper Industries lag 2009 bei 19 % vom Umsatz und strebt mittelfristig 25 % an.

Neue Zulassungen: In die gleiche Richtung zielt auch die Ausweitung der Produktzulassungen in zusätzlichen Branchen (Schiffsausrüstung) oder zusätzlichen Märkten, insbesondere in den USA. Da immer noch zwei Normenwelten herrschen, werden heute Entwicklungen angestrebt die grundsätzlich in jeder Region zertifizierbar sind. R. Stahl besitzt heute mehr als 3000 internationale Zertifikate. Dies bietet z. B. für weltweit tätige US-Unternehmen den Vorteil ihre eigene Variantenvielfalt zu reduzieren. Darüber hinaus verfolgt das Unternehmen den Weg einzelne, wichtige Produkte speziell für den nordamerikanischen Markt zu entwickeln.

Wirtschaftskrise verzögert ursprünglichen Zieltermin 2011

Innovationen als Motor des Wachstums

Aktuelle Geschäftsentwicklung

Kernthemen

R.Stahl

Grundsätzlich wird das Produktportfolio kontinuierlich erweitert. Dies kann im Einzelfall auch bedeuten, dass bisher als Handelsware bezogene Produkte künftig selbst gefertigt werden, wie vor kurzem mit einer Reihe von Universalgehäusen geschehen.

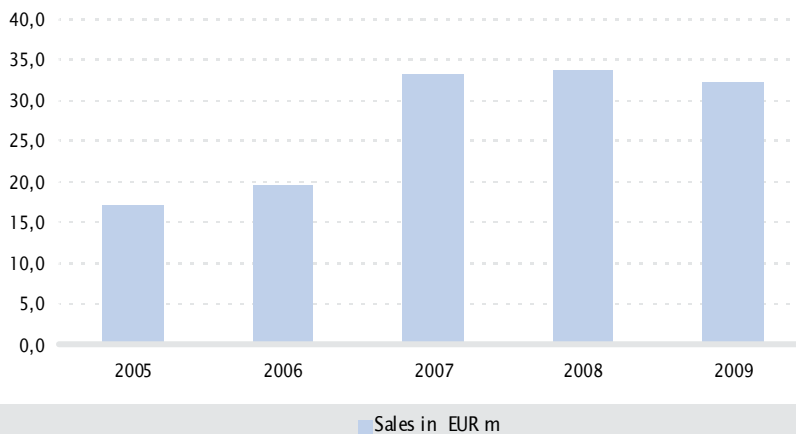
Ausbau Amerika und Asien

Neben der Einführung neuer Produkte konzentriert sich R. Stahl verstärkt darauf, bisher nicht konsequent bearbeitete Märkte besser zu erschließen. Dies gilt vor allem für die Wachstumsregionen in Asien, wo z.B. neben der Komponentenfertigung in Indien erst im vergangenen Jahr ein Entwicklungsteam implementiert wurde. Daneben sind das vor allem die Regionen mit umfangreichen Rohstoffressourcen wie der Nahe und Mittlere Osten oder Russland, das z. B. über 26 % der Weltgasreserven verfügt.

Lokale Fertigung in Asien: In Asien stellt sich primär die Aufgabe wettbewerbsfähige Preise auch im mittleren Segment, d.h. bei kleineren bis mittleren Projekten mit regionalen Ausschreibungen, gegen lokale Anbieter realisieren zu können. Dazu konnte der Auf- bzw. der Ausbau der Komponentenfertigung in Indien wesentlich beitragen, um im Sinne einer Mischkalkulation günstigere Preise anbieten zu können. Hinzu kommt die Entwicklung von spezifischen Produkten für den asiatischen Markt, die mit dem lokalen Entwicklungsteam forciert wurde.

Hohes Marktpotenzial in Übersee

Sales development Asia / Pacific



Source: LBBW Research, R. Stahl

Vertrieb: Ein wichtiger Baustein aller Maßnahmen bildet daher der Ausbau des Vertriebs sowie gezielte Marketingmaßnahmen bei Schlüsselkunden. So wurden alleine in den letzten zwei Jahren fünf neue Standorte bzw. Tochtergesellschaften gegründet: Kanada, Russland, Malaysia, Australien und Indonesien. Damit einher geht auch ein weiterer Personalaufbau. Gerade in wirtschaftlich schwierigen Zeiten sind gute Leute einfacher zu bekommen, die damit verbundene Ergebnisbelastung wird bewusst in Kauf genommen.

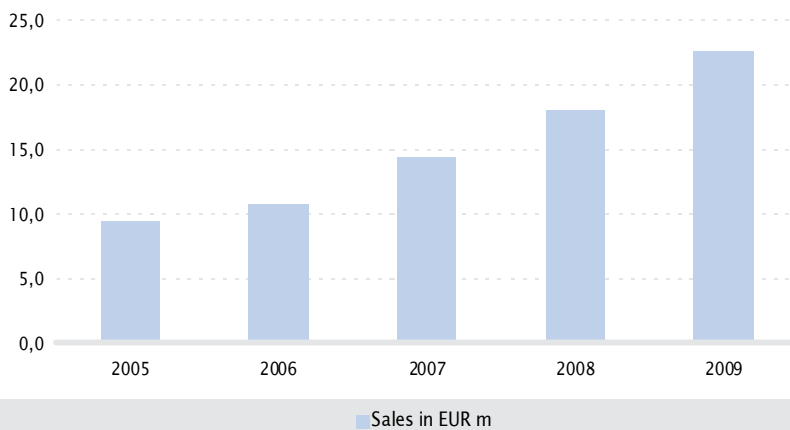
Aktuelle Geschäftsentwicklung

Kernthemen

R.Stahl

Dabei wurde auch gezielt die Vertriebskompetenz durch Spezialisten erhöht. Dadurch hat sich die Zahl der Mitarbeiter an ausländischen Standorten in den letzten drei Jahren um 30 % auf 520 erhöht. Auch im Krisenjahr 2009 setzte sich der Aufbau um ca. 40 Mitarbeiter weiter fort. Dieses bewusst antizyklische Vorgehen sollte sich spätestens mit der Erholung der Märkte in überdurchschnittlichem Wachstum widerspiegeln.

Sales development America



Source: LBBW Research, R. Stahl

Starke Performance in Nord- und Südamerika

Amerika: Die Verbreiterung der Produktpalette, der Ausbau des Systemgeschäfts mit OEM-Kunden und der gezielte Ausbau der Vertriebsmannschaft ermöglichte R. Stahl ein kontinuierliches Wachstum in der Region. Überproportional zulegen konnte die Automatisierungstechnik. Im vergangenen Jahr 2009 profitierte das Unternehmen vom Abbau der Ölsände in Kanada, der aufgrund des gestiegenen Ölpreises wieder rentabler wurde. Hinzu kamen die zunehmenden Aktivitäten in Brasilien, die das Marktwachstum begünstigten. Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2009 kletterte der Umsatz um 25 % auf 22,6 Mio. EUR. Der Umsatzanteil der Region erhöhte sich damit seit 2005 von 6 % auf ca. 11 % in 2009.

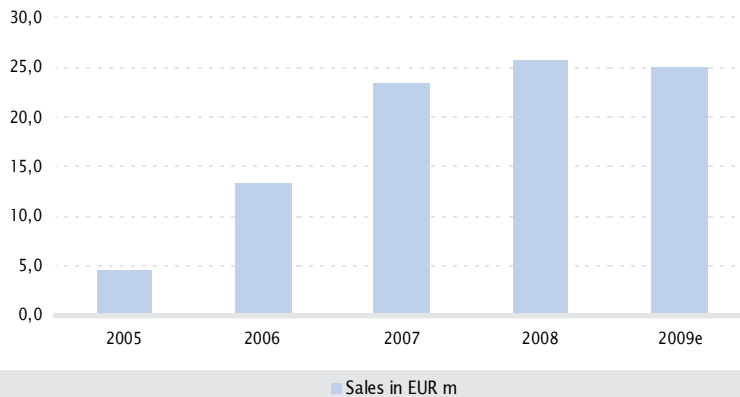
Wachstum in neuen Branchen

Mit der 2006 erfolgten Akquisition der norwegischen Tranberg gelang der breite Zugang zur Schiffbauindustrie. Zulassungen für R. Stahl-Produkte für diese Branche und gemeinsame Marketing-Aktivitäten sorgten bereits ab 2007 für sichtbare Umsatzsynergien, denn der Umsatz der Norweger lag vor der Übernahme bei ca. 13 Mio. EUR. In der Folgezeit wurde das Produktportfolio und der Vertrieb weiter ausgebaut. Damit erhöhte sich der Umsatzanteil der Schiffsausrüstung von 3 % im Jahre 2005 auf heute 12 %.

Aktuelle Geschäftsentwicklung Kernthemen

R.Stahl

Sales development shipbuilding industry

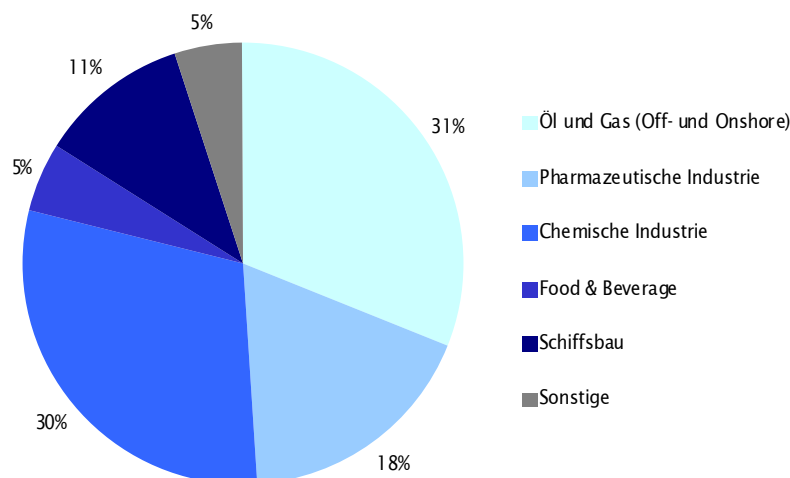


Source: LBBW Research, R. Stahl

Künftige **Wachstumsbranchen** könnten im Bereich der Bioenergie, Wasserstoff oder in der Geothermie zu finden sein. Bisher geht es jedoch zunächst darum mit Anlagenplanern gemeinsame Lösungsansätze zu entwickeln, um auf die wachsende Bedeutung dieser Märkte in der Zukunft vorbereitet zu sein. Weitere Schritte dürften erste Entwicklungsprojekte oder der Aufbau von Vertriebs-Know-how sein.

Die Schwerpunkte der Aktivitäten zeigt folgendes Chart:

Umsatzstruktur nach Branchen



Quelle: R. Stahl, Stand 2007

Erste Projekte mit Linde im Bereich Wasserstoff

Aktuelle Geschäftsentwicklung

Kernthemen

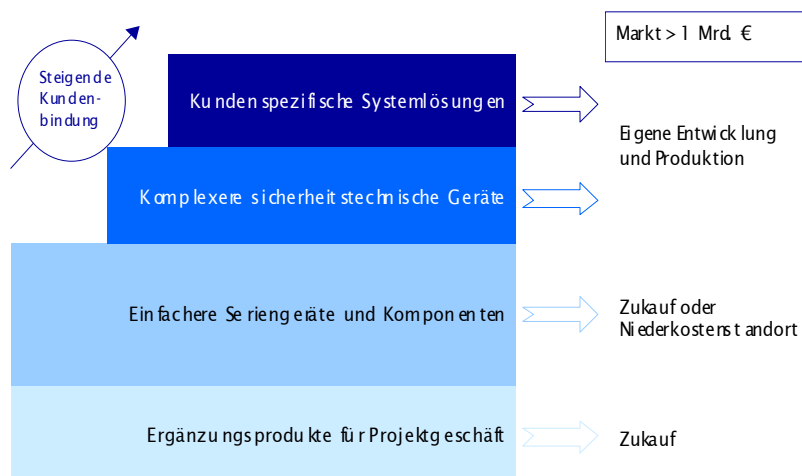
R.Stahl

Ausbau des Systemgeschäfts

Ein breites Produktsortiment und die Kompetenz in Entwicklung und Vertrieb sind der Schlüssel, um den Fokus stärker auf den Aus- und Aufbau des Systemgeschäfts zu richten. Anlagenbauer gehen im Rahmen der Konzentration auf ihr Kerngeschäft dazu über, zunehmend Teilsysteme zu kaufen. Dabei geht es darum Geräte, Systeme, Applikations-Know-how des Kunden und die Explosionsschutzkompetenz von R. Stahl intelligent zu einem System zu kombinieren und damit einen hohen Kundennutzen zu schaffen. Damit lässt sich eine höhere Kundenbindung erreichen. Darüber hinaus bringt die größere Nähe zum Endkunden wichtige Marktinformationen. Insbesondere mit kundenspezifischen Systemlösungen besteht die Chance, sich stärker vom Wettbewerb zu differenzieren und damit eine bessere Basis zur Vermarktung der Komponenten zu schaffen. Ziel ist es, über höhere Stückzahlen auch die Wettbewerbsfähigkeit zu verbessern und damit die Marktanteile auszubauen.

Schlüssel für besseren Kundenzugang

Strategischer Ausbau Explosionsschutz



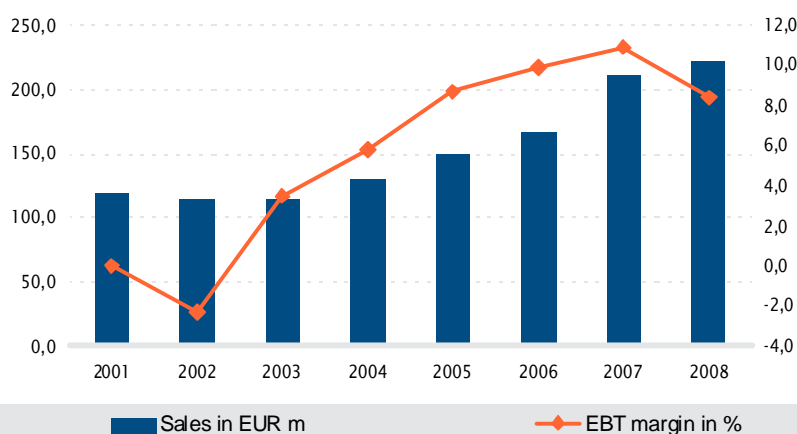
Quelle: R. Stahl

Finanzkennzahlen

Gewinnperspektiven

R.Stahl

Development of sales and EBT



Source: LBBW Research, R. Stahl

Starke Performance: R. Stahl hat in den letzten Jahren ein beeindruckendes Wachstum mit sukzessive steigender Ertragskraft gezeigt. Erst 2008, mit den ersten Auswirkungen der Finanz- und Wirtschaftskrise, sorgten eine Reihe von Sonderfaktoren für eine rückläufige Margenentwicklung. Der Umsatz kletterte in den letzten vier Jahren um 12,2 % p.a. und das EBIT um 28,1 % p.a.. Der Anteil der Überseemärkte erhöhte sich im gleichen Zeitraum von 16,4 % auf 27,2 %. Der Zeitraum basiert darauf, dass erst ab 2004 detaillierte Zahlen ohne den verkauften Bereich der Fördertechnik vorliegen (für die Jahre ab 2001 im Chart nur Eckdaten).

Wachstumsraten in der abgelaufenen Dekade höher als in den 90er Jahren

KEY FIGURES FY 2009 (EUR m)

	FY 2008	FY 2009	change in %
Incoming orders	223,6	208,1	-6,9
Sales	221,2	202,6	-8,4
EBITDA	30,5	21,7	-28,9
EBT	18,5	8,9	-51,9
EAT	12,6	5,6	-55,6

Source: LBBW Research, R. Stahl

Vergleich mit 2002: Das Jahr 2009 stellte den ersten Lackmustest des auf den Explosionsschutz fokussierten Geschäftsmodells dar. Bis jetzt liegen nur die o.a. vorläufigen Eckdaten für 2009 vor. Im Vergleich zur letzten Rezession 2002/03 war der Umsatzrückgang mit -8 % (2002: -3 %) deutlich stärker. Im Gegensatz dazu war der Rückgang beim Auftragseingang mit -7 % sogar etwas geringer als 2002 mit -9 %. Demgegenüber ist das Unternehmen 2009 im Gegensatz zu 2002 klar in der Gewinnzone geblieben, allerdings war die Ausgangslage im Hinblick auf die Ertragskraft unterschiedlich.

Finanzkennzahlen

Gewinnperspektiven

R.Stahl

Antizyklisches Vorgehen: Auf Basis dieser Ertragsstärke verfolgte das Management jedoch eine andere Strategie als noch 2002. Ein wichtiges Ziel war und ist es die Stammebelegschaft zu erhalten, solange der Gewinn die Investitionen und die Dividende sichert. Dies resultiert auch aus der Erfahrung der letzten Rezession. Danach ist eine Phase mit Stellenabbau nicht nur der Motivation der Mitarbeiter abträglich, sondern es können beim Anziehen der Nachfrage auch sehr schnell Lieferprobleme auftreten. Ein weiteres Ziel war es, die Wachstumsstrategie unverändert umzusetzen und weitere Marktanteile zu gewinnen. Daraus resultiert auch der Aufbau von 35 auf 1 404 Mitarbeitern im vergangenen Jahr, was wir durchaus als Zeichen von Stärke bzw. Optimismus für die Zukunft werten. Daher reduzierte sich 2009 die EBT-Marge von 8,4 % auf noch auskömmliche 4,4 %.

Ergebnisbelastung begrenzt: Dennoch wurde die Phase rückläufiger Beschäftigung genutzt, um Prozesse und Strukturen zu optimieren. Dies war mit Einmalaufwendungen von ca. 2 Mio. EUR verbunden. Darüber hinaus bewirkte der Preisdruck im Projektgeschäft, das u. E. seinen Umsatzanteil ausweiten konnte, zusätzliche Ergebnisbelastungen. Trotz des im Herbst vereinbarten Lohnverzichts der Belegschaft für vier Monate (bis Januar 2010) dürfte der Personalaufwand aufgrund der höheren Zahl an Mitarbeitern auch absolut gestiegen sein. Entsprechend war die Begrenzung des Rückgangs beim EBITDA auf 29 % nur durch Kostensenkungen in vielen anderen Bereichen möglich.

Der operative Cashflow sank um 60 % auf 10,9 Mio. EUR, was nicht ausreichend war die noch immer hohen Investitionen (z. B. Neubau in den Niederlanden) und die Dividende zu finanzieren. Entsprechend dürften sowohl höhere Abschreibungen als auch Finanzierungskosten für den relativ kräftigeren Einbruch auf EBT-Ebene verantwortlich sein.

Q4 deutlich über den Erwartungen: Nach dem schwachen dritten Quartal war die Erwartungshaltung des Marktes für Q4 deutlich gedämpft. Umso erfreulicher waren die vorläufigen Zahlen, die sowohl beim Auftragseingang (-5,4 % zum guten Vorjahr) als auch beim Umsatz (-0,8 %) das saisonal stärkste Quartal lieferten. Die EBT-Marge konnte mit 5,1 % (Vorjahr durch Sondereffekte 0,8 %) an das Niveau von Q2 (5,4 %) anschließen, nachdem in Q3 nur noch 2,3 % erzielt wurde. Im Gesamtjahr lag der Auftragseingang mit 208 Mio. EUR über unseren Schätzungen von 200 Mio. EUR, womit sich bei einem Auftragsbestand von 42,6 Mio. EUR (+9,2 % yoy) die Ausgangslage für 2010 graduell verbessert hat.

Talsole erreicht: Darüber hinaus sieht das Management „erste positive Signale“ aus den wichtigsten Kundenbranchen. Aus heutiger Sicht wird für das zweite Halbjahr wieder mit steigender Nachfrage gerechnet. Im ersten Halbjahr wird noch keine Verbesserung erwartet, allerdings geht das Unternehmen davon aus, dass es die Talsole erreicht hat. Der auf vier Monate befristete, freiwillige Entgeltverzicht ist im Januar ersatzlos ausgelaufen, was wir ebenfalls als positives Signal werten. Mit den erfolgten Maßnahmen zur Strukturanpassung und der Optimierung der Organisation sollten im laufenden Geschäftsjahr, selbst bei einem nur stabilen Umsatz, positive Effekte beim Ergebnis sichtbar werden.

Mitarbeiteraufbau in der Krise

Auftragseingang in Q4 höher als in den letzten drei Quartalen

Management bleibt konservativ

Finanzkennzahlen

Gewinnperspektiven

R.Stahl

Im Hinblick auf die Finanzstruktur wurden zwei Eckdaten veröffentlicht: Die Liquidität sank 2009 um 34 % auf 22,5 Mio. EUR und die Eigenkapitalquote von 43,7 % auf 41,5 %. Damit dürfte sich R. Stahl weiterhin in einer komfortablen Nettofinanzposition befinden.

Tranberg zu 100 % bei R. Stahl: Für beide Punkte ist ganz wesentlich die Ausübung der Option zur Übernahme der Minderheitsanteile der norwegischen Tochter für 7,7 Mio. EUR verantwortlich. Der daraus resultierende Goodwill wurde nicht aktiviert, sondern entsprechend der neuen Fassung des IAS 27 mit dem Eigenkapital verrechnet. Damit dürfte in Zukunft der hohe Anteil Dritter am Ergebnis deutlich geringer ausfallen, da die sehr rentable Tochtergesellschaft hierfür ganz wesentlich verantwortlich war.

Fazit Schätzungsänderungen (Mio. EUR)

	2009 E			2010 E			2011 E		
	bisher	neu	Δ	bisher	neu	Δ	bisher	neu	Δ
GuV									
Umsatz	198,5	202,6	2,1%	204,2	210,2	2,9%	220,8	226,8	2,7%
Gesamtleistung	200,5	204,6	2,0%	208,2	214,2	2,9%	225,8	231,8	2,7%
EBITDA	18,7	21,7	16,0%	21,3	23,9	12,2%	27,8	30,7	10,4%
EBIT	9,9	12,5	26,3%	12,8	15,2	18,8%	19,1	21,9	14,7%
EBT	6,7	8,9	32,8%	9,8	11,9	21,4%	16,3	18,8	15,3%
Nettoergebnis	4,3	5,3	23,3%	6,7	7,8	16,4%	11,3	12,8	13,3%
Je Aktie (EUR)									
EPS	0,73	0,89	21,9%	1,13	1,32	16,8%	1,91	2,16	13,1%
Cash Flow pro	-1,71	-0,39	n.m.	0,85	1,58	85,9%	1,26	2,12	68,3%
DPS	0,30	0,40	33,3%	0,50	0,50	0,0%	0,80	0,80	0,0%

Quelle: R.Stahl, LBBW Research

Umsatzschätzung erhöht: Im Hinblick auf die nunmehr günstigere Ausgangslage als noch im November haben wir auch unsere Prognosen für 2010 und 2011 nach oben angepasst. Beim Umsatz erhöhen wir unsere Schätzungen um jeweils 6 Mio. EUR auf 210,2 Mio. € (+3,8 % zum Vorjahr) in 2010 bzw. auf 226,8 Mio. EUR (+7,9 %) in 2011.

Bei der Ertragsentwicklung gehen wir für 2010 wie bisher nur von einer leichten Margenverbesserung gegenüber 2009 aus, da eine Reihe von Projekten des letzten Jahres u. E. mit eher bescheidenen Margen akquiriert wurden. Gleichwohl ist das Projektgeschäft ein wichtiger Teil des Geschäftsmodells. Die kontinuierliche Erweiterung der installierten Basis bildet die Voraussetzung für zukünftige Maintenance-Umsätze.

Gewinnbeschleunigung in 2011: Wir rechnen mit einer Margenverbesserung beim EBITDA (bezogen auf die Gesamtleistung) von 0,6 %-Punkte auf 11,2 % (bisher 10,2 %) und beim EBT um 1,3 %-Punkte auf 5,6 % (zuvor 4,7 %). Für 2011 erwarten wir eine Beschleunigung der Wachstumsraten. Dies bedeutet ein Plus von 28 % (2010: +10 %) beim EBITDA und von 58 % (+34 %) beim EBT. Mit der erwarteten EBT-Marge von 8,1 % würde das Unternehmen erstmals wieder die alte Prognosebandbreite von 8 % bis 10 % erreichen, die in den Jahren 2006 bis 2008 erlangt oder übertroffen wurde.

EPS-Prognose erhöht: Unsere Schätzungen für das Ergebnis je Aktie erhöhen wir um 17 % auf 1,32 EUR in 2010 und in 2011 um 13 % auf 2,16 EUR.

Umsatzschätzung 2010 im Rahmen der ZVEI-Marktprognose

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 33,47 EUR. Bei einem Abschlag von 15 %, aufgrund der geringen Liquidität der Aktie und der Spätzykliz des Geschäftsmodells, errechnet sich ein Wert von 28,45 EUR. Wir erhöhen daher unser Kursziel von 24 EUR auf 28 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. Typische deutsche Smallcaps zeichnen sich durch eine andere Charakteristik in ihrem Geschäftsmodell aus. Insofern verzichten wir wie bisher (nach der Übernahme von MTL Instruments durch Cooper) auf eine Bewertung auf Basis 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 28 EUR ergibt auf Basis 2011 ein EV/EBITDA von 5,1 und ein KGV von 13,0, was etwa dem Mittelwert der jeweiligen Bandbreite entspricht.

DCF-Modell: Ein geringerer Zinssatz, eine niedrigerer Marktrisikoprämie und eine leicht verringerte Zieleigenkapitalquote bewirkten einen deutlichen Rückgang beim WACC von 8,3 % auf 7,6 %. Im Gegenzug haben wir in der Phase 2 für das Umsatzwachstum eine degressive (bisher konstant +5 % p.a.) Entwicklung unterstellt. In der Summe erhöhte sich der Fair Value von 30,36 EUR auf 33,47 EUR. Um der geringen Liquidität der Aktie und der Spätzykliz des Geschäftsmodells Rechnung zu tragen, kalkulieren wir mit einem Abschlag von 15 %. Damit gelangen wir auf Basis eines Wertes von 28,45 EUR zu unserem neuen Kursziel von 28 EUR.

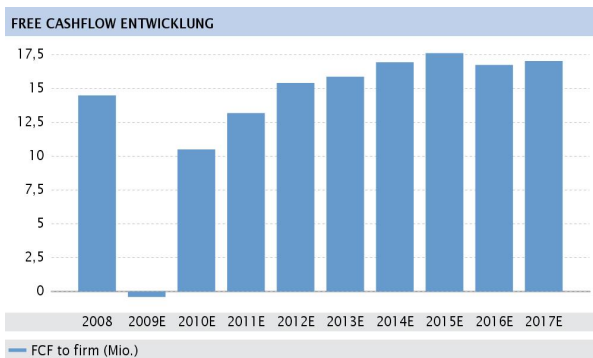
Bewertung DCF-Modell

R.Stahl

ANNAHMEN		STEADY STATE	
Risikofreier Zinssatz	3,1 %	Steady State Jahr	2017
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	20,0 %
WACC (in %)	7,6 %	CAGR Umsatz 2008 bis 2017	2,6 %

FREE CASHFLOW (Mio. EUR)	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Umsatz	221,2	202,6	210,2	226,8	240,4	252,4	262,5	270,4	275,8	278,6
Wachstum yoy		-8,4 %	3,8 %	7,9 %	6,0 %	5,0 %	4,0 %	3,0 %	2,0 %	1,0 %
EBIT bereinigt	21,5	12,5	15,2	21,9	24,0	24,7	25,2	25,4	25,4	25,1
EBIT-Marge	9,7 %	6,2 %	7,2 %	9,7 %	10,0 %	9,8 %	9,6 %	9,4 %	9,2 %	9,0 %
- Steuern auf das EBIT	6,8	4,6	5,2	7,0	7,2	7,4	7,6	7,6	7,6	7,5
Steuerquote	31,7 %	36,9 %	34,5 %	31,9 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %
= NOPAT	14,7	7,9	10,0	14,9	16,8	17,3	17,6	17,8	17,8	17,5
+ Abschreibungen	9,0	9,2	8,7	8,8	9,4	9,8	10,5	10,8	11,0	11,1
Abschreibungsquote	4,1 %	4,5 %	4,1 %	3,9 %	3,9 %	3,9 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %
- Investitionen (CAPEX)	14,1	11,0	8,2	8,8	9,6	10,1	10,5	10,8	11,0	11,1
in % vom Umsatz	6,4 %	5,4 %	3,9 %	3,9 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %
NWC	42,1	48,3	48,3	50,3	51,7	53,0	53,8	54,1	55,2	55,7
in % vom Umsatz	19,0 %	23,9 %	23,0 %	22,2 %	21,5 %	21,0 %	20,5 %	20,0 %	20,0 %	20,0 %
delta NWC		6,2	0,0	2,0	1,4	1,3	0,8	0,3	1,1	0,6
Rückstellungen	2,2	1,9	1,9	2,2	2,4	2,5	2,6	2,7	2,8	2,8
in % vom Umsatz	1,0 %	1,0 %	0,9 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %
delta Rückstellungen		-0,3	0,0	0,3	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0
FCF to firm	14,5	-0,4	10,5	13,2	15,4	15,9	16,9	17,6	16,7	17,0
in % vom Umsatz	6,5 %	-0,2 %	5,0 %	5,8 %	6,4 %	6,3 %	6,5 %	6,5 %	6,1 %	6,1 %
Discounted free cashflow	n.a.	-0,4	9,9	11,6	12,6	12,0	12,0	11,6	10,2	9,7

WERT JE AKTIE (Mio. EUR)	
Barwert Free Cash-flow Planungsjahre	79,5
+ Barwert Terminal Value	157,6
= Enterprise Value	237,1
Anteil des Terminal Value am Enterprise Value	66,5 %
- Nettofinanzverschuldung	-9,7
- Anteile Dritter	0,1
- Pensionsrückstellungen	48,5
+ Nicht betriebsnotwendiges Vermögen	0,0
+ Sonstige	0,1
= Marktkapitalisierung	198,3
/ Anzahl Aktien (Mio.)	5,924
= Wert je Aktie (EUR)	33,47



Anhang

Finanzkennzahlen: Gewinn- und Verlustrechnung

R.Stahl

GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG (Mio. EUR)	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Umsatz	211,6	221,2	202,6	210,2	226,8
<i>Wachstum yoy</i>		4,5 %	-8,4 %	3,8 %	7,9 %
Bestandsveränderungen	3,9	-1,7	-0,5	2,0	3,0
Aktivierete Eigenleistungen	2,9	2,1	2,5	2,0	2,0
Gesamtleistung	218,3	221,6	204,6	214,2	231,8
<i>Wachstum yoy</i>		1,5 %	-7,7 %	4,7 %	8,2 %
Materialaufwand	-74,3	-73,0	-67,6	-71,8	-78,1
Personalaufwand	-72,3	-77,1	-79,4	-81,0	-84,2
Sonstige betriebliche Erträge	6,5	5,6	6,5	6,0	6,0
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-42,5	-46,7	-42,4	-43,5	-44,8
EBITDA	35,7	30,5	21,7	23,9	30,7
<i>Wachstum yoy</i>		-14,7 %	-28,9 %	10,2 %	28,5 %
Marge	16,4 %	13,8 %	10,6 %	11,2 %	13,2 %
Abschreibungen	-8,8	-9,0	-9,2	-8,7	-8,8
EBIT	26,9	21,5	12,5	15,2	21,9
<i>Wachstum yoy</i>		-20,3 %	-41,9 %	21,8 %	44,1 %
Marge	12,3 %	9,7 %	6,1 %	7,1 %	9,4 %
Finanzergebnis	-2,3	-3,0	-3,6	-3,3	-3,1
EBT	24,6	18,5	8,9	11,9	18,8
<i>Wachstum yoy</i>		-24,9 %	-51,9 %	34,0 %	58,0 %
Marge	11,3 %	8,3 %	4,3 %	5,6 %	8,1 %
Ertragsteuern	-8,4	-5,9	-3,3	-4,1	-6,0
Ertragsteuersatz	34,2 %	31,7 %	36,9 %	34,5 %	31,9 %
Ergebnis nach Steuern	16,2	12,6	5,6	7,8	12,8
<i>Wachstum yoy</i>		-22,1 %	-55,6 %	39,3 %	64,1 %
Marge	7,4 %	5,7 %	2,7 %	3,6 %	5,5 %
Minderheiten	-0,5	-0,6	-0,3	0,0	0,0
Nettoergebnis	15,7	12,0	5,3	7,8	12,8
<i>Wachstum yoy</i>		-23,4 %	-55,9 %	47,2 %	64,1 %
Marge	7,2 %	5,4 %	2,6 %	3,6 %	5,5 %
Durchschnittliche Aktienanzahl	5,9	5,9	5,9	5,9	5,9
Gewinn je Aktie	2,65	2,03	0,89	1,32	2,16
Dividende	1,10	0,90	0,40	0,50	0,80

Quelle: R.Stahl, LBBW Research

Anhang

Finanzkennzahlen: GuV-Rechnung (normiert)

R.Stahl

GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG (COMMON SIZE) (%)	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Umsatz	96,9 %	99,8 %	99,0 %	98,1 %	97,8 %
Gesamtleistung	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Materialaufwand	-34,0 %	-32,9 %	-33,0 %	-33,5 %	-33,7 %
Personalaufwand	-33,1 %	-34,8 %	-38,8 %	-37,8 %	-36,3 %
Sonstige betriebliche Erträge	3,0 %	2,5 %	3,2 %	2,8 %	2,6 %
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-19,5 %	-21,1 %	-20,7 %	-20,3 %	-19,3 %
EBITDA	16,4 %	13,8 %	10,6 %	11,2 %	13,2 %
Abschreibungen	-4,0 %	-4,1 %	-4,5 %	-4,1 %	-3,8 %
EBIT	12,3 %	9,7 %	6,1 %	7,1 %	9,4 %
Finanzergebnis	-1,1 %	-1,4 %	-1,8 %	-1,5 %	-1,3 %
EBT	11,3 %	8,3 %	4,3 %	5,6 %	8,1 %
Ertragsteuern	-3,9 %	-2,6 %	-1,6 %	-1,9 %	-2,6 %
Ergebnis nach Steuern	7,4 %	5,7 %	2,7 %	3,6 %	5,5 %
Minderheiten	-0,2 %	-0,3 %	-0,1 %	0,0 %	0,0 %
Nettoergebnis	7,2 %	5,4 %	2,6 %	3,6 %	5,5 %

Ergebnisentwicklung



Quelle: R.Stahl, LBBW Research

Ergebnisentwicklung



Anhang

Finanzkennzahlen: Bilanz

R.Stahl

BILANZ (Mio. EUR)	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Summe Aktiva	180,2	178,7	172,2	175,4	191,1
Sachanlagen	29,1	33,2	34,6	34,3	34,3
Anlageimmobilien	11,0	9,9	9,6	9,3	9,0
Geschäfts- oder Firmenwert	4,9	4,0	4,8	4,8	4,8
Übrige immaterielle Vermögenswerte	16,5	16,9	17,2	16,8	16,7
Aktive latente Steuern	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Sonstige Finanzanlagen	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Sonstiges Anlagevermögen	1,2	1,6	1,6	1,6	1,6
Anlagevermögen	64,0	67,0	69,1	68,2	67,8
Vorräte	37,7	35,2	37,2	36,8	39,7
Forderungen aus Lief. und Leistungen	41,5	36,3	38,2	37,8	40,8
Kurzfristige Steuerforderungen	3,3	1,4	1,4	1,4	1,4
Sonstige Ford. und Vermögenswerte	4,0	4,8	3,9	4,8	6,4
Liquide Mittel	29,7	34,1	22,5	26,4	35,1
Umlaufvermögen	116,2	111,7	103,1	107,2	123,3
Summe Passiva	180,2	178,7	172,2	175,4	191,1
Grundkapital	16,5	16,5	16,5	16,5	16,5
Kapitalrücklagen	63,1	65,9	61,7	67,2	77,0
Eigene Aktien	-5,6	-5,6	-5,6	-5,6	-5,6
Anteile anderer Gesellschafter	1,1	1,4	0,1	0,1	0,1
Eigenkapital	75,1	78,2	72,7	78,2	88,0
Finanzverbindlichkeiten	6,2	4,5	3,8	2,9	1,8
Pensionsrückstellungen	45,1	46,1	46,5	47,4	48,8
Passive latente Steuern	1,8	1,6	1,6	1,6	1,6
Sonstige Rückstellungen	3,2	2,2	1,9	1,9	2,2
Langfristige Verbindlichkeiten	56,3	54,5	53,8	53,8	54,4
Verbindlichkeiten aus Lief. und Leistungen	11,9	13,2	9,2	9,4	11,0
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	7,0	6,3	9,1	6,6	6,3
Kurzfristige Steuerverbindlichkeiten	4,4	3,4	3,4	3,4	3,4
Kurzfristige Rückstellungen	8,2	6,6	6,0	6,2	7,3
Pensionsverpflichtungen (kurzfristig)	2,2	2,3	2,3	2,4	2,5
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	15,1	14,3	15,8	15,5	18,3
Kurzfristige Verbindlichkeiten	48,8	46,1	45,7	43,4	48,7

Quelle: R.Stahl, LBBW Research

Anhang

Finanzkennzahlen: Kapitalflussrechnung

R.Stahl

KAPITALFLUSSRECHNUNG (Mio. EUR)	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Ergebnis nach Steuern	16,2	12,6	5,6	7,8	12,8
Abschreibungen	8,8	9,0	9,2	8,7	8,8
Veränderungen der langfristigen Rückstellungen	0,7	0,1	0,0	1,0	1,8
Veränderung Working Capital	-6,1	5,9	-6,2	0,0	-2,0
Sonstige Veränderungen (operativer Cashflow)	-1,8	-0,1	0,0	0,0	0,0
Operativer Cash-flow	17,7	27,5	8,6	17,5	21,4
<i>Wachstum yoy</i>		55,4 %	-68,6 %	102,8 %	22,3 %
Investitionen in das Anlagevermögen	-13,9	-14,1	-11,0	-8,2	-8,8
Abgänge/Desinvestitionen	0,7	0,1	0,4	0,4	0,4
Investitionen/Desinvestitionen Finanzanlagen	0,7	0,4	0,0	0,0	0,0
Konsolidierungsveränderungen	0,0	0,0	-0,8	0,0	0,0
Sonstige Veränderungen invest. Cash-flow	2,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
Cash-flow aus Investitionstätigkeit	-10,5	-13,7	-11,4	-7,8	-8,4
Mittelabfluss/-zufluss aus Kapitalmaßnahmen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendenzahlung	-5,3	-6,5	-5,3	-2,4	-3,0
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-2,2	-2,4	2,1	-3,4	-1,4
Sonstige Veränderungen finanz. Cash-flow	0,0	0,5	-7,5	0,0	0,0
Cash-flow aus Finanzierungstätigkeit	-9,8	-8,4	-10,7	-5,8	-4,4
Veränderung in den liquiden Mitteln	-2,6	5,3	-13,5	4,0	8,6
Liquide Mittel am Periodenbeginn	32,9	29,7	34,1	22,5	26,4
Liquide Mittel am Periodenende	29,7	34,1	22,5	26,4	35,1
Freier Cash-flow	3,8	13,4	-2,3	9,3	12,6
Marge	1,7 %	6,0 %	-1,1 %	4,4 %	5,4 %
Cash Earnings pro Aktie	4,05	3,39	2,40	2,79	3,70

Quelle: R.Stahl, LBBW Research

Anhang

Kennzahlen

R.Stahl

KENNZAHLEN (Mio. EUR)	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Gesamtvermögensumschlag	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Anlagevermögensumschlag	7,3	6,7	5,9	6,1	6,6
Umschlagshäufigkeit der Vorräte	5,6	6,3	5,4	5,7	5,7
Umschlagshäufigkeit der Ford. aus LuL	5,1	6,1	5,3	5,6	5,6
Umlaufvermögensumschlag	2,5	2,9	2,6	2,6	2,6
Cash Operating Cycle	115,9	96,2	119,3	113,2	111,8
Liquidität dritten Grades	2,4	2,4	2,3	2,5	2,5
Liquidität zweiten Grades	1,5	1,5	1,3	1,5	1,6
Liquidität ersten Grades	0,6	0,7	0,5	0,6	0,7
Operatives Cash Flow Ratio	0,4	0,6	0,2	0,4	0,4
Investitionsdeckung	1,3	2,0	0,8	2,1	2,4
Investitionsquote (in %)	6,6 %	6,4 %	5,4 %	3,9 %	3,9 %
Fremdkapitalquote (in %)	58,3 %	56,3 %	57,8 %	55,4 %	54,0 %
Verschuldungsgrad (in %)	-22,0 %	-29,9 %	-13,2 %	-21,7 %	-30,7 %
Zinsdeckung (EBIT/Zinsaufwand)	7,9	5,4	3,0	3,9	5,9
Eigenkapitalquote (in %)	41,7 %	43,7 %	42,2 %	44,6 %	46,0 %
Anlagenintensität (in %)	35,5 %	37,5 %	40,1 %	38,9 %	35,5 %
Nettoergebnismarge	7,4 %	5,4 %	2,6 %	3,7 %	5,6 %
Cash Flow Marge (in %)	8,4 %	12,4 %	4,3 %	8,3 %	9,4 %
Eigenkapitalrendite (vor Steuer)	32,8 %	23,6 %	12,2 %	15,2 %	21,4 %
Return on Equity (in %)	21,6 %	16,1 %	7,7 %	10,0 %	14,5 %
ROCE (in %)	19,6 %	15,4 %	9,1 %	10,9 %	14,6 %
Rendite auf das Anlagevermögen (in %)	14,9 %	12,0 %	7,2 %	8,7 %	11,5 %
Kapitalrendite (in %)	8,7 %	6,7 %	3,1 %	4,4 %	6,7 %
Dividendenrendite	3,3 %	4,9 %	2,0 %	2,5 %	4,0 %
FCF Rendite	1,9 %	12,4 %	-1,8 %	7,2 %	9,8 %
EV / Umsatz	0,8	0,4	0,8	0,8	0,7
EV / EBITDA	4,9	2,6	7,7	7,0	5,5
EV / FCF to firm	22,2	4,7	124,4	12,4	10,0
EV / EBIT	6,5	3,6	13,4	11,0	7,7
EV / Capital Employed	1,3	0,6	1,1	1,1	1,1
KGV	12,7	9,0	22,4	15,2	9,3
Kurs-Buchwert-Verhältnis	2,7	1,4	1,6	1,5	1,3

Quelle: R.Stahl, LBBW Research

LBBW Research

CONTACTS: +++ INSTITUTIONAL EQUITY RESEARCH +++ +49 711 127-0 +++ www.LBBW.de

Dr. Stefan Steib, CFA
Head of Institutional Equity Research
+49 711 127-42662
Stefan.Steib@LBBW.de

Monika Gambietz
Secretary
+49 711 127-42650
Monika.Gambietz@LBBW.de

Jürgen Graf
Project Coordinator
+49 711 127-74114
Juergen.Graf@LBBW.de

Strategy

Michael Köhler, CEFA
Head of Strategy
+49 711 127-42664
Michael.Koehler@LBBW.de

Steffen Neumann, CEFA
Senior Strategy Analyst
+49 711 127-42693
Steffen.Neumann@LBBW.de

Dr. Marc-Gregor Czaja, CFA
Senior Strategy Analyst
+49 711 127-42108
Marc-Gregor.Czaja@LBBW.de

Anke Platzek
Index Analyst
+49 711 127-42696
Anke.Platzek@LBBW.de

Energy and Power Technology

Erkan Aycicek, CEFA
Head of Energy and Power Technology
+49 711 127-49969
Erkan.Aycicek@LBBW.de

Anja-Katharina Bohlen
Investment Analyst
+49 711 127-73574
Anja-Katharina.Bohlen@LBBW.de

Dr. Wolfgang Seeliger
Senior Investment Analyst
+49 711 127-42103
Wolfgang.Seeliger@LBBW.de

Walter Schneider
Investment Analyst
+49 711 127-42104
Walter.Schneider@LBBW.de

Bernhard Jeggler, CRA
Senior Investment Analyst
+49 711 127-78952
Bernhard.Jeggler@LBBW.de

Automotive

Frank Biller, CEFA
Head of Automotive
+49 711 127-70559
Frank.Biller@LBBW.de

Engineering and Industrials

Jens Münstermann
Head of Engineering and Industrials
+49 711 127-79250
Jens.Muenstermann@LBBW.de

Stefan Maichl, CFA
Senior Investment Analyst
+49 711 127-78449
Stefan.Maichl@LBBW.de

Nenad Raic
Investment Analyst
+49 711 127-41619
Nenad.Raic@LBBW.de

Financials, Real Estate and Construction

Alexander Groschke, CBA
Head of Financials, Real Estate and Construction
+49 711 127-42712
Alexander.Groschke@LBBW.de

Olaf Kayser, CEFA
Senior Investment Analyst
+49 711 127-42762
Olaf.Kayser@LBBW.de

Robert Mazzuoli, CFA
Senior Investment Analyst
+49 711 127-42767
Robert.Mazzuoli@LBBW.de

Martin Peter, CEFA
Senior Investment Analyst
+49 711 127-42746
Martin.Peter@LBBW.de

Arne Menzel
Investment Analyst
+49 711 127-42699
Arne.Menzel@LBBW.de

Consumer and Transportation

Bernd Müll, CFA
Head of Consumer and Transportation
+49 711 127-70575
Bernd.Muell@LBBW.de

Tim Burkhardt, CFA
Senior Investment Analyst
+49 711 127-42708
Tim.Burkhardt@LBBW.de

Iris Schäfer
Senior Investment Analyst
+49 711 127-74024
Iris.Schaefer@LBBW.de

Per-Ola Hellgren
Senior Investment Analyst
+49 711 127-42803
Per-Ola.Hellgren@LBBW.de

Life Sciences

Dr. Hanns Frohnmeyer
Head of Life Sciences
+49 711 127-76533
Hanns.Frohnmeyer@LBBW.de

Ulle Wörner, CFA
Senior Investment Analyst
+49 711 127-78447
Ulle.Woerner@LBBW.de

Dr. Karl-Heinz Scheunemann
Senior Investment Analyst
+49 711 127-42102
Karl-Heinz.Scheunemann@LBBW.de

Philipp Eble
Investment Analyst
+49 711 127-43498
Philipp.Eble@LBBW.de

Technology, Media and Telecommunication

Stefan Borscheid, CFA
Head of Technology, Media and Telecomm.
+49 711 127-76791
Stefan.Borscheid@LBBW.de

Andreas Heinold, CFA
Senior Investment Analyst
+49 711 127-74709
Andreas.Heinold@LBBW.de

Stephan Wittwer
Senior Investment Analyst
+49 711 127-74434
Stephan.Wittwer@LBBW.de

Michael Busse
Senior Investment Analyst
+49 711 127-42839
Michael.Busse@LBBW.de

IPO/DS and other

Alexandra Hauser, CPA
Head of IPO/DS and other
+49 711 127-74669
Alexandra.Hauser@LBBW.de

Hans-Peter Kuhlmann, DVFA
Senior Investment Analyst
+49 711 127-70563
Hans-Peter.Kuhlmann@LBBW.de

Thomas Hofmann, CEFA
Senior Investment Analyst
+49 711 127-42775
Thomas.Hofmann@LBBW.de

Harald Rehmet
Senior Investment Analyst
+49 711 127-74504
Harald.Rehmet@LBBW.de

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:	47,3%
Verkaufen:	12,4%
Halten:	35,7%
Unter Beobachtung:	2,9%
Ausgesetzt:	1,7%

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 30.03.2010

