



| | |
|------------------------|---------|
| 25.02.10 | 10:22 |
| HALTEN (zuvor: HALTEN) | |
| akt. Kurs (ETR): | 16,75 € |
| aktuelles Kursziel: | 17,00 € |
| vorheriges Kursziel: | 17,00 € |

Branche: Elektronik

R. Stahl ist ein Technologiekonzern, der mit seinem Produktprogramm und seinen Systemen das komplette Spektrum der verschiedenen Explosionsschutzmethoden anbietet.

| | |
|------------|--------------|
| Land: | D |
| ISIN: | DE0007257727 |
| Bloomberg: | RSL1 |

Kurs 52 Wochen

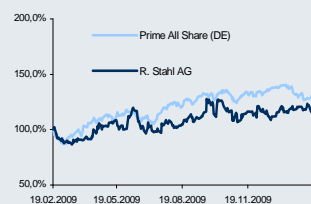
| | |
|--------------------------|---------|
| Hoch: | 17,90 € |
| Tief: | 12,10 € |
| Marktkap. (in Mio. €): | 107,9 |
| Anzahl Aktien (in Mio.): | 6,4 |
| Free-float: | 39,0% |

| | Gewinn/Aktie | KGV |
|-------|--------------|------|
| 2008 | 2,03 € | --- |
| 2009e | 0,70 € | 23,2 |
| 2010e | 1,01 € | 16,6 |
| 2011e | 1,48 € | 11,3 |

| | Dividende | Rendite |
|-------|-----------|---------|
| 2008 | 0,90 € | --- |
| 2009e | 0,30 € | 1,8% |
| 2010e | 0,45 € | 2,7% |
| 2011e | 0,60 € | 3,6% |

| | EV/Umsatz | EV/EBIT |
|-------|-----------|---------|
| 2008 | 0,6 | 6,2 |
| 2009e | 0,6 | 14,4 |
| 2010e | 0,7 | 12,6 |
| 2011e | 0,6 | 9,0 |

Nächster Termin:
Bilanzvorlage 23.4.2010



Christoph Schlienkamp,
Investmentanalyst DVFA
Telefon: (+49) 211/4952-311
Fax: (+49) 211/4952-494

Bitte beachten Sie den Disclaimer am Ende dieser Publikation.

R. Stahl AG

Halten (zuvor: Halten)

UMSATZZAHLEN FÜR 2009 ÜBERRASCHEN POSITIV

R. Stahl hat die ersten vorläufigen Eckdaten für 2009 veröffentlicht. Der Umsatz betrug rund 201 Mio. € und lag damit um rund 5 Mio. € über unseren Erwartungen (2008: 221,2 Mio. €). Dies bedeutet, dass der Konzern den Umsatzrückgang 2009 auf 9% begrenzen konnte und als Spätzykliker in Q4 nur noch um 3,9% hinter dem Vorjahr zurückgeblieben ist. In Q3 /2009 hatte das Minus noch 15,8% betragen. In diesen Zahlen wird unseres Erachtens deutlich, dass es in der Vergangenheit strategisch richtig war, den weltweiten Vertrieb auszubauen.

Wenn wir diese Zahlen mit den Daten der Wettbewerber aus dem gleichen Sektor vergleichen, dann ist das Umsatzminus unseres Erachtens moderat und lässt wie in den ersten Quartalen 2009 den Schluss zu, dass R. Stahl Marktanteile gewonnen hat. Der Auftragseingang verminderte sich im Konzern 2009 um 7% auf 208 Mio. €.

KEINE ERGEBNISINDIKATION

Wir bedauern, dass R. Stahl im Gegensatz zu den Vorjahren bei der Vorlage der Zahlen keine erste Ergebnisindikation gegeben hat. Somit lassen wir unsere Modelle zunächst unverändert, auch wenn die höheren Umsätze eine Erhöhung der Ergebniserwartung zur Folge haben müssten. Die endgültigen Zahlen werden am 23.4.2010 veröffentlicht werden.

ERSTES HALBJAHR WIRD SCHWIERIG BLEIBEN

Wir erwarten angesichts des spätzyklischen Geschäftsmodells im Einklang mit dem Management eine schwierige erste Jahreshälfte 2010. Wir bewerten es aber als gutes Zeichen, dass das Management erste positive Signale sieht, dass es in den wichtigen Abnehmerindustrien zu einer Verbesserung des Nachfrageverhaltens kommt. Dies stimmt uns für die zweite Jahreshälfte 2010 zuversichtlicher, so dass R. Stahl dann wieder mehr Momentum bekommen sollte.

ANLAGEEMPFEHLUNG HALTEN BESTÄTIGT

Aus heutiger Sicht mehren sich die Zeichen, dass die Gesellschaft künftig wieder wachsen wird, was wir in unseren Prognosen bereits berücksichtigt haben. Unsicher stimmt uns aktuell die Tatsache, dass der Konzern wie dargestellt noch keine Ergebnisindikation gegeben hat, was für uns aber kein Zeichen ist, dass mit negativen Gewinnüberraschungen gerechnet werden muss. Insofern haben unsere Ergebnisschätzungen für 2009 Bestand.

Mit Blick auf die Bewertung der Aktie (Peer Group, DCF) bestätigen wir heute bei unveränderten Modellannahmen unsere Anlageempfehlung Halten mit einem Kursziel von 17,00 €.

R. Stahl AG – Gewinn- und Verlustrechnung

| in Mio. € | 2007 | | 2008 | | 2009e | | 2010e | | 2011e | |
|--|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|---------------|
| Umsatz | 211,6 | 100,0% | 221,2 | 100,0% | 201,0 | 100,0% | 195,0 | 100,0% | 209,6 | 100,0% |
| Veränderung zum Vorjahr | 26,7% | | 4,5% | | -9,1% | | -3,0% | | 7,5% | |
| Aktiviere Eigenleistungen/Bestandsänderung | 6,7 | 3,2% | 0,4 | 0,2% | 0,0 | 0,0% | 0,0 | 0,0% | 0,0 | 0,0% |
| Veränderung zum Vorjahr | 36,8% | | -93,6% | | 0,0% | | 0,0% | | 0,0% | |
| Gesamtumsatz | 218,3 | 103,2% | 221,6 | 100,2% | 201,0 | 100,0% | 195,0 | 100,0% | 209,6 | 100,0% |
| Veränderung zum Vorjahr | 27,0% | | 1,5% | | -9,3% | | -3,0% | | 7,5% | |
| Materialaufwand | -74,3 | -35,1% | -73,0 | -33,0% | -68,3 | -34,0% | -66,3 | -34,0% | -71,3 | -34,0% |
| Veränderung zum Vorjahr | 36,8% | | -1,8% | | -6,3% | | -3,0% | | 7,5% | |
| Personalaufwand | -72,3 | -34,2% | -77,1 | -34,9% | -79,0 | -39,3% | -76,0 | -39,0% | -81,7 | -39,0% |
| Veränderung zum Vorjahr | 9,1% | | 6,6% | | 2,5% | | -3,8% | | 7,5% | |
| Ungewöhnliche/seltene Vorgänge | 0,0 | 0,0% | 0,0 | 0,0% | 0,0 | 0,0% | 0,0 | 0,0% | 0,0 | 0,0% |
| Veränderung zum Vorjahr | 0,0% | | 0,0% | | 0,0% | | 0,0% | | 0,0% | |
| Sonstiges betriebliches Ergebnis | -36,0 | -17,0% | -41,1 | -18,6% | -35,8 | -17,8% | -33,0 | -16,9% | -33,0 | -15,7% |
| Veränderung zum Vorjahr | 38,6% | | 14,0% | | -12,8% | | -7,8% | | 0,0% | |
| EBITDA | 35,7 | 16,9% | 30,5 | 13,8% | 17,9 | 8,9% | 19,7 | 10,1% | 23,7 | 11,3% |
| Veränderung zum Vorjahr | 40,6% | | -14,7% | | -41,4% | | 10,3% | | 20,1% | |
| Abschreibungen | 8,8 | 4,2% | 9,0 | 4,1% | 8,8 | 4,4% | 8,8 | 4,5% | 8,8 | 4,2% |
| Veränderung zum Vorjahr | 27,2% | | 2,3% | | -2,1% | | 0,0% | | 0,0% | |
| EBITA | 26,9 | 12,7% | 21,5 | 9,7% | 9,1 | 4,5% | 10,9 | 5,6% | 14,9 | 7,1% |
| Veränderung zum Vorjahr | 45,6% | | -20,3% | | -57,8% | | 20,3% | | 36,3% | |
| Abschreibung Geschäfts-/ Firmenwerte | 0,0 | 0,0% | 0,0 | 0,0% | 0,0 | 0,0% | 0,0 | 0,0% | 0,0 | 0,0% |
| Veränderung zum Vorjahr | 0,0% | | 0,0% | | 0,0% | | 0,0% | | 0,0% | |
| Abschreibungen imm. Vermögenswerte | 0,0 | 0,0% | 0,0 | 0,0% | 0,0 | 0,0% | 0,0 | 0,0% | 0,0 | 0,0% |
| Veränderung zum Vorjahr | 0,0% | | 0,0% | | 0,0% | | 0,0% | | 0,0% | |
| EBIT | 26,9 | 12,7% | 21,5 | 9,7% | 9,1 | 4,5% | 10,9 | 5,6% | 14,9 | 7,1% |
| Veränderung zum Vorjahr | 45,6% | | -20,3% | | -57,8% | | 20,3% | | 36,3% | |
| Finanzergebnis | -2,3 | -1,1% | -3,0 | -1,4% | -2,0 | -1,0% | -2,0 | -1,0% | -2,0 | -1,0% |
| Veränderung zum Vorjahr | 18,6% | | 28,9% | | -33,4% | | 0,0% | | 0,0% | |
| Erg. der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit | 24,6 | 11,6% | 18,5 | 8,4% | 7,1 | 3,5% | 8,9 | 4,6% | 12,9 | 6,1% |
| Veränderung zum Vorjahr | 48,8% | | -24,9% | | -61,8% | | 26,1% | | 44,4% | |
| Außerordentlicher Ertrag / Verlust | 0,0 | 0,0% | 0,0 | 0,0% | 0,0 | 0,0% | 0,0 | 0,0% | 0,0 | 0,0% |
| Veränderung zum Vorjahr | 0,0% | | 0,0% | | 0,0% | | 0,0% | | 0,0% | |
| EBT | 24,6 | 11,6% | 18,5 | 8,4% | 7,1 | 3,5% | 8,9 | 4,6% | 12,9 | 6,1% |
| Veränderung zum Vorjahr | 48,8% | | -24,9% | | -61,8% | | 26,1% | | 44,4% | |
| Steuern | -8,4 | -4,0% | -5,9 | -2,7% | -2,6 | -1,3% | -2,7 | -1,4% | -3,9 | -1,8% |
| Veränderung zum Vorjahr | 43,1% | | -30,4% | | -55,7% | | 2,7% | | 44,4% | |
| Steuerquote | 34,2% | | 31,7% | | 36,8% | | 30,0% | | 30,0% | |
| Nettogewinn aus fortge. Aktivitäten | 16,2 | 7,6% | 12,6 | 5,7% | 4,5 | 2,2% | 6,2 | 3,2% | 9,0 | 4,3% |
| Veränderung zum Vorjahr | 51,9% | | -22,1% | | -64,6% | | 39,7% | | 44,4% | |
| Nettogewinn aus nicht fortge. Aktivitäten | 0,0 | 0,0% | 0,0 | 0,0% | 0,0 | 0,0% | 0,0 | 0,0% | 0,0 | 0,0% |
| Veränderung zum Vorjahr | 0,0% | | 0,0% | | 0,0% | | 0,0% | | 0,0% | |
| Anteile anderer Gesellschafter | -0,5 | -0,2% | -0,6 | -0,3% | -0,3 | -0,1% | -0,2 | -0,1% | -0,2 | -0,1% |
| Nettogewinn (ber.) | 15,7 | 7,4% | 12,0 | 5,4% | 4,2 | 2,1% | 6,0 | 3,1% | 8,8 | 4,2% |
| Veränderung zum Vorjahr | 24,3% | | -23,4% | | -65,4% | | 45,0% | | 45,9% | |
| Anzahl der Aktien (in Mio.) | 5,92 | | 5,92 | | 5,96 | | 5,96 | | 5,96 | |
| Ergebnis je Aktie (in €) | 2,65 | | 2,03 | | 0,70 | | 1,01 | | 1,48 | |

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research

R. Stahl AG – Bilanz

| Aktiva (in Mio. €) | 2007 | | 2008 | | 2009e | | 2010e | | 2011e | |
|--|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|---------------|
| Langfristige Vermögensgegenstände | 64,0 | 35,5% | 67,0 | 37,5% | 73,0 | 40,3% | 73,0 | 40,3% | 73,0 | 38,8% |
| Sachanlagen | 29,1 | 16,2% | 33,2 | 18,6% | 35,0 | 19,4% | 35,0 | 19,3% | 35,0 | 18,6% |
| Immaterielle Vermögenswerte | 21,4 | 11,9% | 20,9 | 11,7% | 24,8 | 13,7% | 24,8 | 13,7% | 24,8 | 13,2% |
| Finanzielle Vermögenswerte | 0,2 | 0,1% | 0,1 | 0,1% | 0,4 | 0,2% | 0,4 | 0,2% | 0,4 | 0,2% |
| Sonstige langfristige Vermögenswerte | 13,4 | 7,4% | 12,8 | 7,2% | 12,8 | 7,1% | 12,8 | 7,1% | 12,8 | 6,8% |
| Kurzfristige Vermögensgegenstände | 116,2 | 64,5% | 111,7 | 62,5% | 107,9 | 59,7% | 108,0 | 59,7% | 115,2 | 61,2% |
| Vorräte | 37,7 | 20,9% | 35,2 | 19,7% | 36,0 | 19,9% | 35,0 | 19,3% | 35,0 | 18,6% |
| Forderungen aus Lieferung und Leistung | 41,5 | 23,0% | 36,3 | 20,3% | 34,5 | 19,1% | 46,0 | 25,4% | 50,0 | 26,6% |
| Sonstige kfr. Vermögensgegenstände | 7,3 | 4,1% | 6,1 | 3,4% | 8,0 | 4,4% | 7,0 | 3,9% | 7,0 | 3,7% |
| Wertpapiere | 0,0 | 0,0% | 0,0 | 0,0% | 0,0 | 0,0% | 0,0 | 0,0% | 0,0 | 0,0% |
| Flüssige Mittel | 29,7 | 16,5% | 34,1 | 19,1% | 29,4 | 16,2% | 20,0 | 11,1% | 23,2 | 12,3% |
| Summe Aktiva | 180,2 | 100,0% | 178,7 | 100,0% | 180,9 | 100,0% | 181,0 | 100,0% | 188,2 | 100,0% |

| Passiva (in Mio. €) | 2007 | | 2008 | | 2009e | | 2010e | | 2011e | |
|---|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|---------------|
| Eigenkapital | 75,1 | 41,7% | 78,2 | 43,7% | 77,0 | 42,6% | 81,2 | 44,9% | 87,4 | 46,4% |
| Eigenkapital (vor Dritten) | 74,0 | 41,0% | 76,8 | 43,0% | 75,6 | 41,8% | 79,8 | 44,1% | 86,0 | 45,7% |
| Minderheitenanteile | 1,1 | 0,6% | 1,4 | 0,8% | 1,4 | 0,8% | 1,4 | 0,8% | 1,4 | 0,7% |
| Langfristiges Fremdkapital | 56,3 | 31,3% | 54,5 | 30,5% | 55,4 | 30,6% | 53,3 | 29,4% | 53,3 | 28,3% |
| Rückstellungen für Pensionen | 45,1 | 25,0% | 46,1 | 25,8% | 46,4 | 25,7% | 45,0 | 24,9% | 45,0 | 23,9% |
| Sonstige Rückstellungen | 3,2 | 1,8% | 2,2 | 1,3% | 2,3 | 1,3% | 2,3 | 1,3% | 2,3 | 1,2% |
| Langfristige zinstragende Verbindlichkeiten | 6,2 | 3,4% | 4,5 | 2,5% | 4,1 | 2,3% | 4,5 | 2,5% | 4,5 | 2,4% |
| Sonstige langfristige Verbindlichkeiten | 1,8 | 1,0% | 1,6 | 0,9% | 2,6 | 1,4% | 1,5 | 0,8% | 1,5 | 0,8% |
| Kurzfristiges Fremdkapital | 48,8 | 27,1% | 46,1 | 25,8% | 48,5 | 26,8% | 46,5 | 25,7% | 47,5 | 25,2% |
| Kurzfristige zinstragende Verbindlichkeiten | 7,0 | 3,9% | 6,3 | 3,5% | 11,4 | 6,3% | 6,5 | 3,6% | 6,5 | 3,5% |
| Kurzfr. Rückstellungen | 10,4 | 5,8% | 9,0 | 5,0% | 7,8 | 4,3% | 10,0 | 5,5% | 11,0 | 5,8% |
| Verbindlich. aus Lieferung und Leistung | 11,9 | 6,6% | 13,2 | 7,4% | 12,0 | 6,6% | 12,0 | 6,6% | 12,0 | 6,4% |
| Sonstige Verbindlichkeiten | 19,5 | 10,8% | 17,6 | 9,9% | 17,3 | 9,6% | 18,0 | 9,9% | 18,0 | 9,6% |
| Summe Passiva | 180,2 | 100,0% | 178,7 | 100,0% | 180,9 | 100,0% | 181,0 | 100,0% | 188,2 | 100,0% |

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research

| R. Stahl AG – Kapitalflussrechnung | | | | | |
|--|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|
| in Mio. € | 2007 | 2008 | 2009e | 2010e | 2011e |
| Nettogewinn (ber.) | 15,7 | 12,0 | 4,2 | 6,0 | 8,8 |
| Abschreibungen | 8,8 | 9,0 | 8,8 | 8,8 | 8,8 |
| Abschreibungen auf Firmenwerte Et Sonstiges | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Veränderung Rückstellungen | 2,5 | -1,4 | -0,8 | 0,8 | 1,0 |
| Sonstiges | 2,4 | -0,4 | 0,0 | 0,0 | 0,1 |
| Operativer Cash-flow (vor W/C-Änderung) | 29,4 | 19,2 | 12,1 | 15,6 | 18,7 |
| Änderung der Vorräte | -8,4 | 2,5 | -0,8 | 1,0 | 0,0 |
| Änderung der Forderungen aus LuL | -4,0 | 5,2 | 1,8 | -11,5 | -4,0 |
| Änderung der Verbindlichkeiten aus LuL | 0,3 | 1,3 | -1,2 | 0,0 | 0,0 |
| Änderung des sonstigen Working Capitals | 0,4 | -0,7 | -2,2 | 1,7 | 0,0 |
| Operativer Cash-flow | 17,7 | 27,5 | 9,7 | 6,8 | 14,7 |
| Auszahlungen für Investitionen (Capex) | -11,6 | -14,1 | -14,5 | -8,8 | -8,8 |
| Auszahlungen für Akquisitionen | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Finanzanlagen | 0,7 | 0,0 | -0,3 | 0,0 | 0,0 |
| Ergebnis aus Anlageabgängen | 0,4 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Einnahmen aus Finanzanlagen | 0,0 | 0,3 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Cash-flow aus Investitionstätigkeit | -10,5 | -13,7 | -14,8 | -8,8 | -8,8 |
| Freier Cash-flow | 7,2 | 13,7 | -5,1 | -2,0 | 5,9 |
| Kapitalmaßnahmen | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Veränderung von Finanzverbindlichkeiten | -2,2 | -1,9 | 4,7 | -4,5 | 0,0 |
| Erwerb von eigenen Aktien | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Sonstiges | -2,3 | 0,0 | 1,0 | -1,1 | 0,0 |
| Dividendenzahlungen | -5,3 | -6,5 | -5,3 | -1,8 | -2,7 |
| Cash-flow aus Finanzierungstätigkeit | -9,8 | -8,4 | 0,4 | -7,4 | -2,7 |
| Zunahme/ Abnahme der liquiden Mittel | -2,6 | 5,3 | -4,7 | -9,4 | 3,2 |
| Auswirkungen von Wechselkursänderungen | -0,6 | -1,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Liquide Mittel zum Periodenbeginn | 32,9 | 29,7 | 34,1 | 29,4 | 20,0 |
| Veränderung der liquiden Mittel insgesamt | -3,2 | 4,4 | -4,7 | -9,4 | 3,2 |
| Liquide Mittel zum Periodenende | 29,7 | 34,1 | 29,4 | 20,0 | 23,2 |

| R. Stahl AG – Kennzahlen | | | | | |
|--|-------|--------|--------|--------|--------|
| | 2007 | 2008 | 2009e | 2010e | 2011e |
| Kennzahlen | | | | | |
| Ergebnis je Aktie (in €) | 2,65 | 2,03 | 0,70 | 1,01 | 1,48 |
| Buchwert je Aktie (in €) | 12,68 | 13,20 | 12,92 | 13,63 | 14,66 |
| Freier Cash-flow je Aktie (in €) | 1,22 | 2,32 | -0,86 | -0,33 | 0,99 |
| Dividende je Aktie (in €) | 1,10 | 0,90 | 0,30 | 0,45 | 0,60 |
| Bewertungskennzahlen | | | | | |
| EV/Umsatz | 1,1 | 0,6 | 0,6 | 0,7 | 0,6 |
| EV/EBITDA | 6,4 | 4,3 | 7,3 | 7,0 | 5,7 |
| EV/EBIT | 8,5 | 6,2 | 14,4 | 12,6 | 9,0 |
| Kurs-Gewinn-Verhältnis | 12,7 | 9,0 | 23,2 | 16,6 | 11,3 |
| Kurs-Buchwert-Verhältnis | 2,7 | 1,4 | 1,3 | 1,2 | 1,1 |
| Kurs-Free-Cash-flow-Verhältnis | 27,6 | 7,9 | -18,7 | -50,7 | 16,9 |
| Dynamisches KGV | 24,6 | -32,1 | -75,0 | -60,7 | -114,8 |
| Dividendenrendite je Aktie | 3,3% | 4,9% | 1,9% | 2,7% | 3,6% |
| Rentabilitätskennzahlen | | | | | |
| EBITDA-Marge | 16,9% | 13,8% | 8,9% | 10,1% | 11,3% |
| EBIT-Marge | 12,7% | 9,7% | 4,5% | 5,6% | 7,1% |
| EBT-Marge | 11,6% | 8,4% | 3,5% | 4,6% | 6,1% |
| Nettoumsatzrendite | 7,4% | 5,4% | 2,1% | 3,1% | 4,2% |
| EK-Rendite | 21,6% | 16,1% | 5,8% | 7,7% | 10,3% |
| GK-Rendite | 10,3% | 8,7% | 3,6% | 4,5% | 5,8% |
| Return on capital employed (ROCE) | 20,5% | 16,2% | 6,8% | 8,1% | 10,6% |
| Produktivitätskennzahlen | | | | | |
| Umsatz/Mitarbeiter (in Tsd. €) | 173,2 | 167,5 | 167,5 | 169,6 | 182,3 |
| EBIT/Mitarbeiter (in Tsd. €) | 22,0 | 16,3 | 7,6 | 9,5 | 12,9 |
| Anzahl der Mitarbeiter (in Tsd.) | 1,2 | 1,3 | 1,2 | 1,2 | 1,2 |
| Finanzkennzahlen | | | | | |
| Eigenkapitalquote | 41,7% | 43,7% | 42,6% | 44,9% | 46,4% |
| Nettofinanzverbindlichkeiten (in Mio. €) | 28,6 | 22,8 | 32,5 | 36,0 | 32,8 |
| Gearing | 38,1% | 29,1% | 42,2% | 44,3% | 37,5% |
| dynamischer Verschuldungsgrad | 4,0 | 1,7 | -6,3 | -18,3 | 5,6 |
| Vermögensstruktur | 55,1% | 59,9% | 67,6% | 67,6% | 63,3% |
| Working Capital (in Mio. €) | 67,4 | 65,7 | 59,4 | 61,5 | 67,7 |
| Invest. in Sachanlagen / Abschreibungen | 1,3 | 1,6 | 1,7 | 1,0 | 1,0 |
| Sonstige Kennzahlen | | | | | |
| CAGR Umsatz (letzte 3 Jahre) | -5,7% | 13,8% | 6,4% | -2,7% | -1,8% |
| CAGR EBIT (letzte 3 Jahre) | 36,0% | 32,2% | -21,2% | -26,0% | -11,6% |
| CAGR Konzernergebnis (letzte 3 Jahre) | 51,8% | -28,0% | -30,9% | -27,3% | -9,9% |
| Ausschüttungsquote | 41,6% | 44,4% | 43,0% | 44,5% | 40,7% |

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research

Disclosures

Die Einstufung von Aktien beruht auf der Erwartung des/der Analysten hinsichtlich der Wertentwicklung der Aktie während eines Zeitraums von zwölf Monaten. Innerhalb dieses allgemeinen Rahmens bedeutet die Einstufung „Kauf“, dass die erwartete Wertentwicklung mindestens 10% ist. „Halten“ bedeutet eine Kursbewegung in einer Bandbreite von 0% bis 10%. „Verkaufen“ bedeutet, dass die erwartete Wertentwicklung negativ ist. Sofern nicht anders angegeben ist, beruhen genannte Kursziele entweder auf einer Discounted-Cash-flow-Bewertung oder auf einem Vergleich der Bewertungskennzahlen von Unternehmen, die der jeweilige Analyst für vergleichbar erachtet, oder auf einer Kombination dieser beiden Analysen. Das Ergebnis dieser fundamentalen Bewertung wird vom Analysten unter Berücksichtigung der möglichen Entwicklung des Börsenklimas angepasst.

Übersicht über unsere Empfehlung für die R. Stahl AG in den vergangenen zwölf Monaten:

| Datum der Veröffentlichung | Kurs bei Empfehlung | Anlageurteil | Kursziel |
|----------------------------|---------------------|--------------|----------|
| 19.5.2009 | 15,00 € | Verkaufen | 12,00 € |
| 24.11.2009 | 16,11 € | Halten | 17,00 € |

Die Verteilung der Anlageempfehlungen in unserem Anlageuniversum stellt sich gegenwärtig wie folgt dar (1/1/2010):

| Anlageurteil | Basis: alle analysierten Werte | Basis: Werte mit Investmentbankingbeziehungen |
|--------------|--------------------------------|---|
| Kaufen | 40,6% | 25,0% |
| Halten | 49,5% | 50,0% |
| Verkaufen | 9,9% | 25,0% |
| under review | 0,0% | 0,0% |

Prävention und Behandlung von Interessenkonflikten

Die von der Bankhaus Lampe KG im Rahmen ihres Interessenkonflikt-Managements zur Prävention und Behandlung von Interessenkonflikten ergriffenen Maßnahmen basieren u. a. auf der funktionalen Trennung sensibler Geschäftsbereiche, der Schaffung von Vertraulichkeitsbereichen durch Errichtung von Informationsbarrieren, Schaffung organisatorischer Regelungen hinsichtlich der Behandlung von vertraulichen und sensiblen Informationen innerhalb und außerhalb der Vertraulichkeitsbereiche und der Überwachung und Beschränkung eigener Wertpapiergeschäfte für Mitarbeiter in sensiblen Bereichen der Bankhaus Lampe KG. Interessenkonflikte, die sich trotz der getroffenen Maßnahmen nicht vermeiden lassen sollten, werden offen gelegt. Die Einhaltung der internen und organisatorischen Vorkehrungen zur Prävention und Behandlung von Interessenkonflikten wird durch die unabhängige Compliance-Stelle überwacht.

Mögliche Interessenkonflikte können mit folgenden, in diesem Research-Report genannten Gesellschaften existieren:

| Gesellschaft | Disclosure |
|--------------|------------|
| R. Stahl AG | - - - |

1. Die Bankhaus Lampe KG und/oder ein mit der Bankhaus Lampe KG verbundenes Unternehmen halten eine Beteiligung in Höhe von mindestens 1% des Grundkapitals an dieser Gesellschaft.
2. Die Bankhaus Lampe KG und/oder ein mit der Bankhaus Lampe KG verbundenes Unternehmen handeln regelmäßig in Aktien dieser Gesellschaft.
3. Die Bankhaus Lampe KG und/oder ein mit der Bankhaus Lampe KG verbundenes Unternehmen halten an den Aktien dieser Gesellschaft eine Netto-Verkaufsposition in Höhe von mindestens einem Prozent des Grundkapitals.
4. Die Bankhaus Lampe KG und/oder ein mit der Bankhaus Lampe KG verbundenes Unternehmen gehörten innerhalb der letzten fünf Jahre einem Konsortium an, das die analysierten Wertpapiere dieser Gesellschaft übernommen hat.
5. Innerhalb der letzten zwölf Monate hat die Bankhaus Lampe KG und/oder ein mit der Bankhaus Lampe KG verbundenes Unternehmen für diese Gesellschaft gegen Vergütung Dienstleistungen im Investment Banking oder Bankberatungsleistungen erbracht.
6. Die Bankhaus Lampe KG und/oder ein mit der Bankhaus Lampe KG verbundenes Unternehmen sind Marketmaker für Wertpapiere dieser Gesellschaft.
7. Die Bankhaus Lampe KG und/oder ein mit der Bankhaus Lampe KG verbundenes Unternehmen treten für diese Gesellschaft als Makler (Corporate Broker) auf.
8. Der Verfasser oder einer seiner Mitarbeiter halten unmittelbar Wertpapiere oder hierauf bezogene Derivate dieser Gesellschaft.
9. Ein Mitglied der Geschäftsleitung oder ein Mitarbeiter der Bankhaus Lampe KG und/oder eines mit der Bankhaus Lampe KG verbundenen Unternehmens ist Mitglied im Vorstand/Aufsichtsrat dieser Gesellschaft.
10. Die Bankhaus Lampe KG und/oder ein mit der Bankhaus Lampe KG verbundenes Unternehmen erwarten bzw. streben in den nächsten drei Monaten Vergütungen von dieser Gesellschaft für Dienstleistungen im Investment Banking an.
11. Diese Finanzanalyse ist ohne den Bewertungsteil vor der Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht und danach geändert worden.
12. Die vorliegende Studie zu dieser Gesellschaft ist im Auftrag dieser Gesellschaft oder einer dieser Gesellschaft nahe stehenden Person von der Bankhaus Lampe KG erstellt worden.
13. Im Rahmen der Börseneinführung dieser Gesellschaft fungierte die Bankhaus Lampe KG als Lead-Manager.
14. Im Rahmen der Börseneinführung dieser Gesellschaft fungierte die Bankhaus Lampe KG als Co-Lead-Manager.
15. Im Rahmen der Börseneinführung dieser Gesellschaft fungierte die Bankhaus Lampe KG als Co-Manager.
16. Im Rahmen der Börseneinführung dieser Gesellschaft fungierte die Bankhaus Lampe KG als Selling Agent.
17. Im Rahmen der Börseneinführung dieser Gesellschaft fungierte die Bankhaus Lampe KG als Listing Partner.

Zuständige Aufsichtsbehörde: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt

Haftungserklärung

Die Angaben in dieser Studie basieren auf öffentlichen Informationsquellen, die der Verfasser bzw. die Verfasser als zuverlässig erachtet / erachten. Weder die Bankhaus Lampe KG noch ihre verbundenen Unternehmen noch die gesetzlichen Vertreter, Aufsichtsratsmitglieder und Mitarbeiter dieser Unternehmen können jedoch eine Gewähr für die Richtigkeit der Angaben, deren Vollständigkeit und Genauigkeit übernehmen. Alle in dieser Studie geäußerten Meinungen und Bewertungen geben allein die Einschätzung desjenigen Verfassers / derjenigen Verfasser, der / die diese Studie erstellt hat / haben, zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder, die nicht notwendigerweise den Meinungen und Bewertungen anderer Geschäftsbereiche der Bankhaus Lampe KG oder ihrer verbundenen Unternehmen entsprechen. Alle Meinungen und Bewertungen können jederzeit ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Sie können auch von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Bankhaus Lampe KG veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden.

Diese Studie richtet sich an institutionelle Anleger mit Geschäftssitz in der Europäischen Union sowie der Schweiz und Liechtenstein, denen die Bank sie willentlich zur Verfügung gestellt hat. Die Inhalte dienen ausschließlich Informationszwecken und sind nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten zu verstehen. Private Anleger, die von dem Inhalt dieser Studie Kenntnis erhalten, sollten vor einer konkreten Anlageentscheidung mit dem Anlageberater ihrer Bank klären, ob eine in dieser Studie enthaltene Empfehlung für eine bestimmte Anlageentscheidung für sie im Hinblick auf ihre Anlageziele und finanziellen Verhältnisse geeignet ist. Möglicherweise teilt der Berater auch die hierin mitgeteilten Einschätzungen zu den Finanzinstrumenten oder deren Emittenten nicht.

Die Erstellung und Verbreitung dieser Studie untersteht dem Recht der Bundesrepublik Deutschland. Ihre Verbreitung in anderen Jurisdiktionen kann durch dort geltende Gesetze oder sonstige rechtliche Bestimmungen beschränkt sein. Personen mit Sitz außerhalb der Bundesrepublik Deutschland, in deren Besitz diese Studie gelangt, müssen sich selbst über etwaige für sie gültige Beschränkungen unterrichten und diese befolgen. Ihnen wird empfohlen, mit den Stellen ihres Landes, die für die Überwachung von Finanzinstrumenten und von Märkten, an denen Finanzinstrumente gehandelt werden, zuständig sind, Kontakt aufzunehmen, um in Erfahrung zu bringen, ob Erwerbsbeschränkungen bezüglich der Finanzinstrumente, auf die sich diese Studie bezieht, für sie bestehen. Diese Studie darf weder vollständig noch teilweise nachgedruckt oder in ein Informationssystem übertragen oder auf irgendeine Weise gespeichert werden, und zwar weder elektronisch, mechanisch, per Fotokopie noch auf andere Weise, außer im Falle der vorherigen schriftlichen Genehmigung durch Bankhaus Lampe KG.

Zusätzliche Informationen für Kunden in Großbritannien:

Diese Studie richtet sich ausschließlich an Personen, die professionelle Investoren im Sinne von Article 19 of the Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotions) Order 2005 sind, und die Anlage oder Anlagetätigkeit, auf die sich diese Studie bezieht, wird nur solchen Personen zur Verfügung gestellt und wird nur durch solche Personen eingegangen werden. Personen, die keine professionelle Erfahrung in Kapitalanlagen haben, sollten sich nicht auf den Inhalt dieser Studie verlassen.

Für die Erstellung dieser Studie ist die Bankhaus Lampe KG, Jägerhofstraße 10, 40479 Düsseldorf verantwortlich.

25. Februar 2010

Christoph Schlienke, Investmentanalyst DVFA
Telefon: (+49) 211/4952-311
Fax: (+49) 211/4952-494

EQUITY SALES

Justin Barnebeck
Fon + 49 (0)211 4952-753
justin.barnebeck@bankhaus-lampe.de

André Gollmer
Fon + 49 (0)211 4952-751
andre.gollmer@bankhaus-lampe.de

Ulrich Klingmüller, CEFA
Fon + 49 (0)211 4952-784
ulrich.klingmueller@bankhaus-lampe.de

Peter Lohren
Fon + 49 (0)211 4952-782
peter.lohren@bankhaus-lampe.de

Oliver Marx
Fon + 49 (0)211 4952-178
oliver.marx@bankhaus-lampe.de

Marc Niemann
Fon + 49 (0)211 4952-757
marc.niemann@bankhaus-lampe.de

Elmar Peters
Fon + 49 (0)211 4952-640
elmar.peters@bankhaus-lampe.de

Carla dos Santos Reichert
Fon + 49 (0)211 4952-786
carla.reichert@bankhaus-lampe.de

EQUITY SALES TRADING

Matthias Rolke
Fon + 49 (0)211 4952-755
matthias.rolke@bankhaus-lampe.de

OFFICE MANAGEMENT

Nicole Juskowiak
Fon + 49 (0)211 4952-607
nicole.juskowiak@bankhaus-lampe.de

Nicole Reckin
Fon + 49 (0)211 4952-128
nicole.reckin@bankhaus-lampe.de

Elke Röhling-Kampmann
Fon + 49 (0)211 4952-635
elke.roehling-kampmann@bankhaus-lampe.de

research@bankhaus-lampe.de
Fax + 49(0)211 4952-494

RESEARCH

Heiko Feber
Fon + 49 (0)211 4952-413
heiko.feber@bankhaus-lampe.de

Marc Gabriel, CIIA, CEFA
Fon + 49 (0)211 4952-313
marc.gabriel@bankhaus-lampe.de

Sebastian Hein, CIIA, CEFA
Fon + 49 (0)211 4952-606
sebastian.hein@bankhaus-lampe.de

Leslie Iltgen, CEFA
Fon + 49 (0)211 4952-289
leslie.iltgen@bankhaus-lampe.de

Christian Ludwig, CFA
Fon + 49 (0)211 4952-126
christian.ludwig@bankhaus-lampe.de

Frank Neumann
Fon + 49 (0)211 4952-637
frank.neumann@bankhaus-lampe.de

Christoph Schlienkamp, Investmentana-
lyst DVFA
Fon + 49 (0)211 4952-311
christoph.schlienkamp@bankhaus-lampe.de

Gordon Schönell
Fon + 49 (0)211 4952-455
gordon.schoenell@bankhaus-lampe.de

BERLIN

Postfach 12 06 53
D-10596 Berlin
Carmerstraße 13
D-10623 Berlin

Fon + 49 (0)30 319002-0
Fax + 49 (0)30 319002-324

DRESDEN

Käthe-Kollwitz-Ufer 82
D-01309 Dresden

Fon + 49 (0)351 207815-0
Fax + 49 (0)351 207815-29

MÜNCHEN

Postfach 10 09 31
D-80083 München
Brienner Straße 29
D-80333 München

Fon + 49 (0)89 29035-600
Fax + 49 (0)89 29035-799

**ATLANTIC VERMÖGENS-
VERWALTUNGSBANK**

Othmarstraße 8
CH-8008 Zürich

Fon + 41 (0)44 26658-88
Fax + 41 (0)44 26658-97

BIELEFELD

Postfach 10 03 91
D-33503 Bielefeld
Alter Markt 3
D-33602 Bielefeld

Fon + 49 (0)521 582-0
Fax + 49 (0)521 175178

DÜSSELDORF

Postfach 10 14 42
D-40005 Düsseldorf
Jägerhofstraße 10
D-40479 Düsseldorf

Fon + 49 (0)211 4952-0
Fax + 49 (0)211 4912-202

MÜNSTER

Domplatz 41
D-48143 Münster

Fon + 49 (0)251 41833-0
Fax + 49 (0)251 41833-50

**DALE INVESTMENT
ADVISORS GMBH**

Wollzeile 16/9
A-1010 Wien

Fon +43 (0)1 8903507-0
Fax +43 (0)1 8903507-50

BONN

Heinrich-Brüning-Straße 16
D-53113 Bonn

Fon + 49 (0)228 850262-0
Fax + 49 (0)228 850262-99

FRANKFURT/MAIN

Postfach 10 08 35
D-60008 Frankfurt/Main
Freiherr-vom-Stein-Straße 65
D-60323 Frankfurt/Main

Fon + 49 (0)69 97119-0
Fax + 49 (0)69 97119-119

OSNABRÜCK

Heger-Tor-Wall 24
D-49078 Osnabrück

Fon + 49 (0)541 580537-0
Fax + 49 (0)541 580537-99

BREMEN

Altenwall 11
D - 28195 Bremen

Fon + 49 (0)421 985388-0
Fax + 49 (0)421 985388-99

HAMBURG

Postfach 10 04 04
D-20003 Hamburg
Ballindamm 11
D-20095 Hamburg

Fon + 49 (0)40 302904-0
Fax + 49 (0)40 302904-18

STUTTGART

Büchsenstraße 10
D - 70173 Stuttgart

Fon + 49 (0)711 933008-0
Fax + 49 (0)711 933008-99

www.bankhaus-lampe.de
info@bankhaus-lampe.de



Bankhaus Lampe

FÜR WENIGER BESONDERES LEISTEN.