



25. Mai 2009

Institutional Equity Research

Company

Flash

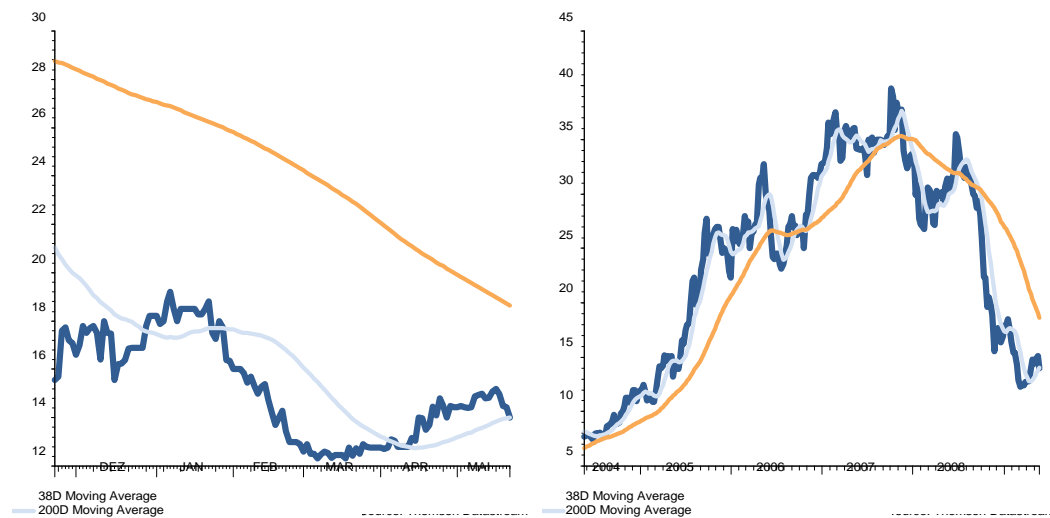
# R. Stahl



**Rating**

**Kaufen (unverändert)**

- Ergebnisrückgang in Q1 stärker als erwartet ▶
- Kosten- und Prozessoptimierung wird forciert ▶
- Weitere Reduzierung der Umsatz- und Ergebnisschätzungen ▶
- Kurszielanpassung von 28,00 € auf 24,00 € ▶



**Bitte beachten Sie den Disclaimer und wichtige Offenlegungstatbestände im Anhang-1**



## Kaufen

**Kursziel: 24,00 €**

Kurs: 14,30 €

25.05.09

10:02 h

Letztes Rating/ Kursz.:

Kaufen / 28,00 €

Letzte Analyse:

04.05.2009

S&P-Rating: n.a.

Explosionsschutz

Anzahl Aktien:

5,9 Mio.

Marktkapitalisierung:

84,7 Mio. €

Index: Prime All Share

Indexgewicht: 0,06 %

Beta: 0,90

Rechnungslegung:

IFRS

Kalender:

HV am 19.06.2009

Dividende 2009e:

0,50 €

Div. Rendite 2009e:

3,5 %

ISIN: DE0007257727

Bloomberg: RSL1 GY

Reuters: RSLG.DE

### Harald Rehmet

Diplom-Betriebswirt (FH)

Investmentanalyst

Tel. +49 711 127-74504

Harald.Rehmet@LBBW.de

### Equity Research

Landesbank Baden-

Württemberg

Am Hauptbahnhof 2

70173 Stuttgart

[www.LBBW.de](http://www.LBBW.de)

## R. Stahl

25.05.2009

Anlass: Q1-Finanzbericht

### Auftragseingang über den Erwartungen

Auch ein über den Erwartungen liegender Auftragseingang konnte einen Ergebniseinbruch in Q1 nicht verhindern. Dies beruht auf einem Mix aus nachlaufenden Kosten für die Umsetzung der Wachstumsstrategie und zusätzlichem Aufwand zur Forcierung von Maßnahmen zur Kosten- und Prozessoptimierung. Daher reduzieren wir unsere EPS-Schätzungen für 2009 auf 1,22 € (-31 %) und 2010 auf 1,39 € (-32 %). 2011 erwarten wir eine Rückkehr zur Ertragskraft der Vorjahre (EPS 2,11 €). Bei einem aktuell historisch günstigen Kurs-/ Buchwert-Verhältnis von 1,1 halten wir mittelfristig ein durchschnittliches EV/EBITDA-Multiple von 5,4 für möglich, woraus sich unser Kursziel von 24,00 € (bisher 28,00 €) ableitet. Unser Rating bleibt auf Kaufen.

Aktienkenn- zahlen	Gewinn je Aktie		EV/Umsatz	EV/EBITDA	KGV
	neu €	bisher €			
2008	2,03	2,16	0,4	2,8	9,0
2009e	1,22	1,76	0,3	2,8	11,8
2010e	1,39	2,05	0,3	2,7	10,3
2011e	2,11	n.a.	0,3	2,1	6,8

Unternehmens- zahlen	Umsatz Mio. €	EBITDA Mio. €	EBIT Mio. €	EBIT-Marge	Netto- ergebnis Mio. €
2008	221,2	30,5	21,5	9,7 %	12,0
2009e	206,5	22,1	13,3	6,4 %	7,2
2010e	204,2	23,3	14,8	7,1 %	8,3
2011e	220,8	29,8	21,1	9,3 %	12,5

- Der steigende Aufwand durch den strukturellen Aufbau von Vertriebs- und Entwicklungskapazität macht sich bei rückläufigem Umsatz unmittelbar in einer geringeren Marge bemerkbar. Das vorübergehend deutlich niedrigere Ergebnis wird aufgrund von Investitionen in die Zukunft in Kauf genommen. Unseres Erachtens deutet der bis dato moderate Rückgang beim Auftragseingang auf steigende Marktanteile hin, die wir auch als Erfolg dieser zusätzlichen Investitionen sehen. Gleichwohl dürfte sich der Trend rückläufiger Auftragseingänge bedingt durch den spätzyklischen Charakter des Geschäfts im Jahresverlauf noch fortsetzen. Allerdings sehen wir gute Chancen, dass sich der Rückgang weiterhin moderat entwickelt und in Q1 bereits der Tiefpunkt bei der Margenentwicklung erreicht sein könnte.
- Trotz deutlich rückläufiger Kursentwicklung der letzten 12 Monate hat sich die R. Stahl-Aktie in der jüngsten Indexrangliste für den SDAX in den erweiterten Kreis der Aufnahmekandidaten vorgeschoben. Mit Platz 108/109 wurde hinter drei anderen die 110/110-Regel erfüllt. Allerdings dürfte es im Juni noch nicht genug Abstiegs-kandidaten geben, damit es für einen Aufstieg reichen könnte.

## Bewertung

### Discounted Cashflow-Bewertung

- Zur Bewertung des Konzerns mittels diskontierter Cashflows haben wir den Entity-Ansatz gewählt. Hierbei wird der Free Cashflow unter der Fiktion der vollständigen Eigenfinanzierung des Unternehmens für die einzelnen Planjahre berechnet. Die Kapitalstruktur des Unternehmens fließt über die Zielkapitalstruktur in den gewichteten Kapitalkostensatz (WACC) ein.
- Die Annahmen wurden im Vergleich zur letzten Bewertung an die veränderten Schätzungen angepasst. Die rückläufige Marktrisikoprämie wurde durch eine höhere Zieleigenkapitalquote (nach Anpassung an FY 2008) weitgehend kompensiert. Der WACC reduzierte sich leicht von 8,4 % auf 8,3 %.

#### DCF-Modell - Annahmen

Risikoloser Zins	3,2%
Marktrisikoprämie Aktien	6,1%
Beta-Faktor	0,9
Eigenkapitalkosten	8,7%
Fremdkapitalkosten (nach Steuern)	5,0%
Ziel-Eigenkapitalquote	90,0%
WACC	8,3%
Terminal growth rate	1,0%

Quelle: LBBW

- Die erwartete Entwicklung der operativen Free Cashflows ist von 2009 bis 2018 dargestellt, wobei in der ersten Phase bis 2011 detaillierte Prognosen zugrunde liegen. In der zweiten Phase von 2012 bis 2018 handelt es sich um eine Fortschreibung der wesentlichen Werttreiber mit konstantem bzw. degressivem Verlauf.

Free Cash Flow (Mio. €)	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e
Umsatz	207	204	221	232	243	256	268	282	296	311
Wachstum (yoy)	-6,6%	-1,1%	8,1%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
<b>EBIT</b>	<b>13,3</b>	<b>14,3</b>	<b>21,1</b>	<b>23,2</b>	<b>25,6</b>	<b>28,1</b>	<b>28,2</b>	<b>28,2</b>	<b>28,1</b>	<b>28,0</b>
EBIT-Marge	6,4%	7,0%	9,6%	10,0%	10,5%	11,0%	10,5%	10,0%	9,5%	9,0%
- EE-Steuer auf das EBIT	4,0	4,3	6,3	7,0	7,7	8,4	8,5	8,5	8,4	8,4
Steuerquote	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
+ Abschreibungen	8,8	8,5	8,7	8,8	9,5	10,2	10,7	11,3	11,8	12,4
vom Umsatz	4,3%	4,2%	3,9%	3,8%	3,9%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Rückstellungen	46,4	47,3	48,7	49,8	51,1	52,4	53,7	55,0	56,2	57,5
vom Umsatz	22,5%	23,2%	22,1%	21,5%	21,0%	20,5%	20,0%	19,5%	19,0%	18,5%
+ Delta Rückstellungen	0,3	0,9	1,4	1,1	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
<b>= Operating Cash Flow</b>	<b>18,4</b>	<b>19,4</b>	<b>24,9</b>	<b>26,2</b>	<b>28,7</b>	<b>31,2</b>	<b>31,7</b>	<b>32,3</b>	<b>32,8</b>	<b>33,3</b>
- Investitionen	11,8	8,2	8,8	9,3	9,7	10,2	10,7	11,3	11,8	12,4
vom Umsatz	5,7%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Net Working Capital	38,2	38,0	39,7	42,4	45,3	48,3	51,5	55,0	58,6	62,1
vom Umsatz	18,5%	18,6%	18,0%	18,3%	18,6%	18,9%	19,2%	19,5%	19,8%	20,0%
- Delta Net Working Capital	4,2	-0,2	1,8	2,7	2,9	3,0	3,2	3,4	3,6	3,6
<b>= Free Cash Flow</b>	<b>2,4</b>	<b>11,5</b>	<b>14,3</b>	<b>14,2</b>	<b>16,1</b>	<b>17,9</b>	<b>17,8</b>	<b>17,6</b>	<b>17,3</b>	<b>17,3</b>
<b>Present Value</b>	<b>2,1</b>	<b>9,3</b>	<b>10,7</b>	<b>9,8</b>	<b>10,3</b>	<b>10,6</b>	<b>9,7</b>	<b>8,8</b>	<b>8,0</b>	<b>8,0</b>

Quelle: LBBW

- Auf Basis des DCF-Modells errechnet sich ein fairer Wert je Aktie in Höhe von 30,36 €, woraus sich weiterhin ein rechnerisches Potenzial einer Kursverdopplung ergibt. Durch den eher spätzyklischen Charakter des Unternehmens erwarten wir nicht, dass der Fair Value kurzfristig erreicht werden kann.

#### Ermittlung des Werts je Aktie (Mio. €)

Barwert Free Cash Flow Planungsjahre	79,3
+ Barwert Terminal Value	124,8
<b>= Enterprise Value</b>	<b>204,1</b>
<i>Anteil des TV am Enterprise Value</i>	<i>61,2%</i>
- Nettofinanzverschuldung	22,8
- Anteile Dritter	1,4
+ Nicht betriebsnotwendiges Vermögen	0,0
<b>= Marktkapitalisierung</b>	<b>179,9</b>
/ Anzahl Aktien (Mio.)	5,9
<b>= Wert je Aktie (€)</b>	<b>30,36</b>

Quelle: LBBW

## Entwicklung im laufenden Geschäftsjahr

Unternehmenszahlen	Q1 2009	Q1 2008	Veränderung
Auftragseingang (Mio. €)	53,8	59,3	-9,2%
Umsatz (Mio. €)	51,7	54,0	-4,3%
EBITDA (Mio. €)	5,4	9,4	-42,5%
EBIT (Mio. €)	3,3	7,3	-55,3%
EBT (Mio. €)	2,5	6,6	-62,1%

Quelle: R. Stahl

- Der Auftragseingang in Q1/09 vergleicht sich mit dem höchsten Ordervolumen im Explosionsschutz, das jemals in einem Quartal erreicht wurde. Trotz zunehmend ausbleibender Aufträge aus dem Großanlagenbau, war das Niveau besser als von uns erwartet (LBBWe: 50 Mio. €). Der Auftragsbestand verringerte sich um 8 % auf 40,8 Mio. € yoy, stieg jedoch im letzten Quartal um 5 %.
- Entgegen der Gesamtentwicklung konnte der Umsatz in Amerika um 37 % auf 6,3 Mio. € zulegen, was als Erfolg der Wachstumsstrategie gewertet werden darf. In Asien blieb der stärker projektabhängige Umsatz mit 5,8 Mio. € um 20 % hinter dem Vorjahr zurück. Zur Verbesserung der Marktpräsenz in dieser Region wurde vor kurzem in Hongkong eine eigene Tochtergesellschaft gegründet. In Deutschland erhöhte sich der Umsatz um 11 % auf 15,5 Mio. €, wodurch sich der Auslandsanteil auf 70,1 % reduzierte.
- Mit Vorlage des detaillierten Zwischenberichtes wird deutlich, dass vor allem zwei Positionen für den signifikanten Margenrückgang verantwortlich sind. Dies ist zum einen die Personalaufwandsquote (+3,6 %-Punkte) und zum anderen der sonstige betriebliche Aufwand (+3,2 %-Punkte). Dies entspricht der um 6,8 %-Punkte rückläufigen EBITDA-Marge von 9,9 %.

**Amerika mit hohem Wachstum**

**Personalaufbau drückt Marge**

## Marktentwicklung belastet Cashflow

- Die Zahl der Mitarbeiter hat sich im Vorjahresvergleich um 6,7 % auf 1 391 erhöht. Der weitere leichte Aufbau seit Jahresanfang beruhte vor allem auf der Erstkonsolidierung der russischen Tochter mit ca. 12 Mitarbeitern, deren Beteiligung von 20 % auf 60 % aufgestockt wurde. Nachdem die Personalgewinnung für die Umsetzung der Wachstumsstrategie in den letzten Jahren sich nicht sehr einfach gestaltete, sind bei der Stammebelegschaft keine Abstriche geplant. Gleichwohl hat sich R. Stahl durch eine Betriebsvereinbarung zur Beschäftigungssicherung und Kostenflexibilisierung vorbereitet, um bei einem stärkeren Abschwung reagieren zu können.
- Der operative Cashflow in Q1 belief sich auf -4,7 Mio. € (Vorjahr: +7,2 Mio. €). Gründe dafür sind u.a. leicht höhere Vorräte zur Aufrechterhaltung einer hohen Lieferbereitschaft sowie verschobene Auslieferungen und tendenziell verlängerte Zahlungsziele. Mit der Fertigstellung des neuen Gebäudes von Electromach erreichten die Investitionen mit 4,8 Mio. € im Quartal ihren Höhepunkt, werden aber ganzjährig unter dem Vorjahr bleiben. Der Free Cashflow war mit -10,3 Mio. € (+5,4 Mio. €) entsprechend deutlich negativ und dürfte im Gesamtjahr nur mühsam positives Terrain erreichen.

## Ausblick

- Der ZVEI-Fachverband Automation, der das Branchenumfeld von R. Stahl noch am besten abbildet, hat im April 2009 seine Prognose vom November 2008 auf -5 % bis -10 % (+2 % bis +4 %) reduziert. Demnach könnte eine Bodenbildung in der zweiten Jahreshälfte 2009 erreicht werden, auch wenn der spätzyklische Charakter der Branche noch auf das Jahr 2010 ausstrahlen dürfte.
- R. Stahl hat sich in den letzten Quartalen beim Auftragseingang gut behauptet gezeigt. Nach dem scharfen Knick in Q3 auf knapp 50 Mio. €, zogen die Orders in Q4 überraschend deutlich auf 57 Mio. € (+7 % yoy) an. Der Vorstand machte in seinem Ausblick deutlich, dass er im zweiten Halbjahr mit einer weiteren Abschwächung der Nachfrage rechnet. Die spannende Frage ist, in welchem Umfang. Beim Blick auf die Abnehmerbranchen entwickelten sich Erdgas und -öl (abhängig vom Kunden), Pharma und Spezialschiffbau relativ stabil, der Anlagenbau und die Chemie eher schwach. Vor allem letztere zeigten eine überraschend große Zurückhaltung im Wartungs- und Instandhaltungsgeschäft.
- Im Hinblick auf die wichtigen Branchenmessen Interkama und Achema, die nur alle sechs Jahre nahezu zeitgleich stattfinden, wurden in den letzten Monaten eine Vielzahl neuer Produkte auf den Markt gebracht, die den Absatz stützen sollten. Denselben Effekt erzielen weitere Zulassungen bestehender oder modifizierter Produkte für bestimmte Branchen oder Märkte. Der auf über 60 USD gestiegene Ölpreis dürfte sich, sofern der Trend anhält, ebenfalls positiv auf die Nachfrage auswirken. Der deutlich ausgebaute Vertrieb könnte, wie das Beispiel Amerika zeigt, ebenfalls die Nachfrageschwäche abmildern. Trotz fehlender Neuprojekte sind auch die Auftragsbücher der Anlagenbauer noch sehr gut gefüllt, was den aktuellen Orderrückgang gleichfalls abschwächen sollte. Vor diesem Hintergrund sind wir für den weiteren Jahresverlauf nicht allzu pessimistisch, obwohl die Visibilität weiterhin eingeschränkt bleibt. Beim Auftragseingang kalkulieren wir für 2009 mit einem Niveau von ca. 200 Mio. € (-11 %). Allerdings dürfte der Auftragsbestand nicht soweit abgebaut werden können, wie noch im Februar unterstellt, was eine weitere Anpassung unserer Schätzungen notwendig macht.

## Relativ günstige Entwicklung beim Auftragseingang nährt die Hoffnung auf weiterhin nur moderaten Rückgang

## Diese These wird durch eine Reihe von Faktoren gestützt

## Deutliche Anpassung unserer Schätzungen

- Die Maßnahmen zur Kosten- und Prozessoptimierung, die Ende letzten Jahres eingeleitet wurden, gehen mit temporär höheren Kosten (eine Ursache für die gestiegenen betrieblichen Aufwand) einher. Die Ergebnisse daraus dürften sich jedoch im Jahresverlauf und vor allem 2010 positiv bemerkbar machen. Dies gilt auch für erfolgreiche Preisverhandlungen beim Materialeinkauf. Ziel für 2009 ist es u.a., die Zeit geringerer Auslastung zu nutzen und Ertragspotenziale zu heben.

Schätzungsänderungen	2009e	2009e	2010e	2010e	2011e
	alt	neu	alt	neu	neu
<b>Umsatz (Mio. €)</b>	<b>212,5</b>	<b>206,5</b>	<b>210,2</b>	<b>204,2</b>	<b>220,8</b>
<i>Veränderung</i>			-1,1%	-1,1%	8,1%
<b>EBIT (Mio. €)</b>	<b>18,0</b>	<b>13,3</b>	<b>20,6</b>	<b>14,8</b>	<b>21,1</b>
<i>Marge</i>	8,5%	6,4%	9,8%	7,2%	9,6%
<b>EBT (Mio. €)</b>	<b>15,6</b>	<b>10,7</b>	<b>18,4</b>	<b>12,3</b>	<b>18,6</b>
<i>Marge</i>	7,3%	5,2%	8,8%	6,0%	8,4%
<b>Nettoergebnis (Mio. €)</b>	<b>10,9</b>	<b>7,5</b>	<b>12,9</b>	<b>8,6</b>	<b>13,0</b>
<i>Veränderung</i>			18,3%	14,7%	51,2%
<b>Gewinn je Aktie (€)</b>	<b>1,76</b>	<b>1,22</b>	<b>2,05</b>	<b>1,39</b>	<b>2,11</b>

Quelle: LBBW

- Im Vergleich zu den um 6 Mio. € reduzierten Umsatzschätzungen für 2009 und 2010 haben wir die Ergebnisprognosen nochmals deutlich reduziert. Verantwortlich dafür sind neben dem geringeren Volumen vor allem höhere Personalkosten, als wir ursprünglich veranschlagt hatten.
- Das Ergebnis 2008 wurde durch Einmaleffekte im Umfang von 4 Mio. € (Währung 2,4 Mio. €, Vorratsabwertung 1,1 Mio. €, Abwertung vermietete Immobilie 0,5 Mio. €) belastet. Diese wurde primär in Q4/08 realisiert, wodurch die EBT-Marge im Schlussquartal auf 0,8 % gedrückt wurde. Insofern dürften die Minusraten im Jahresverlauf 2009 bis Q3 deutlich kräftiger ausfallen, als die nunmehr für 2009 prognostizierten 42 %.
- Mit einer Eigenkapitalquote von 43,7 % (Ende 2008) und einer Nettoliquidität von 23,3 Mio. € ist R. Stahl sehr gut finanziert, um seine Strategie ohne Abstriche fortsetzen zu können.

<b>Gewinn- und Verlustrechnung</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009e</b>	<b>2010e</b>	<b>2011e</b>
Mio. €					
Umsatz	211,6	221,2	206,5	204,2	220,8
Bestandserhöhungen + aktivierte Eigenleistungen	6,7	0,4	2,5	4,0	5,0
<b>Gesamtleistung</b>	<b>218,3</b>	<b>221,6</b>	<b>209,0</b>	<b>208,2</b>	<b>225,8</b>
Materialaufwand	74,3	73,0	68,3	67,7	74,3
Personalaufwand	72,3	77,1	80,8	80,3	83,5
Sonstige betriebliche Aufwendungen	42,5	46,7	43,8	42,9	44,2
Sonstige betriebliche Erträge	6,5	5,6	6,0	6,0	6,0
<b>EBITDA</b>	<b>34,2</b>	<b>30,5</b>	<b>22,1</b>	<b>23,3</b>	<b>29,8</b>
<i>Marge</i>	<i>15,7</i>	<i>13,8</i>	<i>10,6</i>	<i>11,2</i>	<i>13,2</i>
Abschreibungen	8,8	9,0	8,8	8,5	8,7
<b>EBIT</b>	<b>25,4</b>	<b>21,5</b>	<b>13,3</b>	<b>14,8</b>	<b>21,1</b>
<i>Marge</i>	<i>12,0</i>	<i>9,7</i>	<i>6,4</i>	<i>7,2</i>	<i>9,6</i>
Finanzergebnis	- 2,3	- 3,0	- 2,6	- 2,5	- 2,5
<b>EBT</b>	<b>23,1</b>	<b>18,5</b>	<b>10,7</b>	<b>12,3</b>	<b>18,6</b>
<i>Marge</i>	<i>10,6</i>	<i>8,3</i>	<i>5,1</i>	<i>5,9</i>	<i>8,2</i>
EE-Steuern	8,4	5,9	3,2	3,7	5,6
<b>Ergebnis aus fortzuführenden Aktivitäten</b>	<b>14,6</b>	<b>12,6</b>	<b>7,5</b>	<b>8,6</b>	<b>13,0</b>
<i>Marge</i>	<i>6,7</i>	<i>5,7</i>	<i>3,6</i>	<i>4,1</i>	<i>5,8</i>
Ergebnis aus aufgegebenem Geschäftsbereich	1,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile anderer Gesellschafter	0,5	0,6	0,3	0,4	0,5
<b>Konzernanteil am Jahresüberschuss</b>	<b>15,7</b>	<b>12,0</b>	<b>7,2</b>	<b>8,3</b>	<b>12,5</b>
<i>Marge</i>	<i>7,2</i>	<i>5,4</i>	<i>3,4</i>	<i>4,0</i>	<i>5,5</i>
<b>Ergebnis je Aktie* in € (Continuing Operations)</b>	<b>2,40</b>	<b>2,03</b>	<b>1,22</b>	<b>1,39</b>	<b>2,11</b>
<b>Ergebnis je Aktie* in € (R.Stahl-Gruppe)</b>	<b>2,65</b>	<b>2,03</b>	<b>1,22</b>	<b>1,39</b>	<b>2,11</b>

\* Ergebnis je Aktie bereinigt um a.o. Faktoren und aufgegebenem Geschäftsbereich

<b>Bilanz</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009e</b>	<b>2010e</b>	<b>2011e</b>
Mio. €					
<b>Aktiva</b>	<b>180,2</b>	<b>178,7</b>	<b>177,2</b>	<b>182,4</b>	<b>198,0</b>
Geschäfts- oder Firmenwert	4,9	4,0	4,8	4,8	4,8
Übrige Immaterielle Vermögenswerte	16,5	16,9	17,2	17,0	16,9
Sachanlagen	29,1	33,2	34,6	34,1	33,9
Finanzanlagen	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Sonstiges langfr. Vermögen	13,4	12,8	12,8	12,8	12,8
<b>Langfristige Vermögenswerte</b>	<b>64,0</b>	<b>67,0</b>	<b>69,5</b>	<b>68,8</b>	<b>68,5</b>
Vorräte	37,7	35,2	37,2	36,8	39,7
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	41,5	36,3	38,2	37,8	40,8
Sonstige Forderungen und Vermögenswerte	7,3	6,1	5,2	6,1	7,7
Liquide Mittel	29,7	34,1	27,1	32,9	41,2
<b>Kurzfristige Vermögenswerte</b>	<b>116,2</b>	<b>111,7</b>	<b>107,7</b>	<b>113,6</b>	<b>129,5</b>
<b>Passiva</b>	<b>180,2</b>	<b>178,7</b>	<b>177,2</b>	<b>182,4</b>	<b>198,0</b>
Eigenkapital	74,0	76,8	78,6	83,9	92,9
Anteile anderer Gesellschafter	1,1	1,4	1,7	2,1	2,6
Pensionsrückstellungen	45,1	46,1	46,4	47,3	48,7
Sonstige Rückstellungen	13,6	11,2	10,3	10,6	12,1
Finanzverbindlichkeiten	13,2	10,8	8,1	6,4	5,3
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	11,9	13,2	11,4	11,6	13,2
Sonstige Verbindlichkeiten	21,3	19,2	20,7	20,4	23,2

<b>Kapitalflussrechnung</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009e</b>	<b>2010e</b>	<b>2011e</b>
Mio. €					
<b>Konzernjahresüberschuss</b>	<b>16,2</b>	<b>12,6</b>	<b>7,5</b>	<b>8,6</b>	<b>13,0</b>
Abschreibungen	8,8	9,0	8,8	8,5	8,7
Veränderung langfr. Rückstellungen	0,8	0,4	0,3	0,9	1,4
Veränderung Working Capital	- 9,3	5,2	- 4,2	0,2	- 1,8
Sonstige Veränderungen	1,2	0,3	0,0	0,0	0,0
<b>Operativer Cashflow</b>	<b>17,7</b>	<b>27,5</b>	<b>12,3</b>	<b>18,2</b>	<b>21,3</b>
Investitionen in das Anlagevermögen	- 14,3	- 14,1	- 11,8	- 8,2	- 8,8
Abgänge/Desinvestitionen	3,8	0,4	0,4	0,4	0,4
Sonstige Veränderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cashflow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>- 10,5</b>	<b>- 13,7</b>	<b>- 11,4</b>	<b>- 7,8</b>	<b>- 8,4</b>
Einzahlungen aus Kapitalerhöhung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendenzahlung	- 5,3	- 6,5	- 5,3	- 3,0	- 3,6
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	- 2,2	- 1,9	- 2,7	- 1,7	- 1,1
Sonstige Veränderungen	- 2,3	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cashflow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>- 9,8</b>	<b>- 8,4</b>	<b>- 8,0</b>	<b>- 4,7</b>	<b>- 4,7</b>
Sonstige Veränderungen	- 0,5	- 1,0	0,0	0,0	0,0
<b>Veränderung der liquiden Mittel</b>	<b>- 3,1</b>	<b>4,4</b>	<b>- 7,0</b>	<b>5,8</b>	<b>8,3</b>
Liquide Mittel Anfang des Jahres	32,9	29,7	34,1	27,1	32,9
<b>Liquide Mittel Ende des Jahres</b>	<b>29,7</b>	<b>34,1</b>	<b>27,1</b>	<b>32,9</b>	<b>41,2</b>

## Anhang-1

Die LBBW unterliegt der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Bonn/Frankfurt.

Die LBBW verwendet ein dreistufiges, absolutes Aktienrating-System. Die jeweiligen Einstufungen sind mit folgenden Einschätzungen verbunden: **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.

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.

Prozentuale Verteilung aller aktuellen Aktienratings der LBBW				
Kaufen	Halten	Verkaufen	Unter Beobachtung	Ausgesetzt
33,9%	38,6%	26,3%	0,4%	0,8%

### Rating-Chronik

Datum	Rating
21.11.2003	Kaufen

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 so weit 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