



23.03.10	9:02
KAUFEN (zuvor: HALTEN)	
akt. Kurs (ETR):	18,20 €
aktuelles Kursziel:	25,00 €
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. €):	117,2
Anzahl Aktien (in Mio.):	6,4
Free-float:	39,0%

	Gewinn/Aktie	KGV
2008	2,03 €	---
2009e	0,94 €	17,2
2010e	1,31 €	13,9
2011e	1,69 €	10,8

	Dividende	Rendite
2008	0,90 €	---
2009e	0,30 €	1,6%
2010e	0,50 €	2,7%
2011e	0,75 €	4,1%

	EV/Umsatz	EV/EBIT
2008	0,6	6,2
2009e	0,6	11,8
2010e	0,7	10,6
2011e	0,6	8,3

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

Kaufen (zuvor: Halten)

ERGEBNISENTWICKLUNG 2009 ÜBERRASCHT POSITIV

R. Stahl hatte Ende Februar die vorläufigen Eckdaten für 2009 veröffentlicht (Umsatz 201 Mio. €, BHL: 196 Mio. €). Aktuell korrigiert R. Stahl die Umsatzzahl für 2009 auf 202,6 Mio. €. Positiv sehen wir, dass der Konzern den Umsatzrückgang 2009 auf 8,4% begrenzen konnte und als Spätzykliker in Q4 nur noch um 0,9% hinter dem Vorjahr zurückgeblieben ist. In Q3 /2009 hatte das Minus noch 15,8% betragen.

Im Gegensatz zu den vorhergehenden Jahren hatte der Konzern Ende Februar jedoch noch keine belastbare Ergebniszahl genannt. Aktuell nennt R. Stahl für 2009 ein EBT von 8,9 Mio. €, das deutlich über unserer Erwartung von 7,1 Mio. € liegt. Insgesamt sind die positiven Abweichungen offensichtlich nicht auf einzelne Effekte zurückzuführen, sondern ziehen sich durch alle GuV-Positionen. Damit stellt sich die Kostenstruktur von R. Stahl in der Breite besser dar, als wir das erwartet hatten.

ANPASSUNG DER ERWARTUNGEN NACH OBEN

In den publizierten Zahlen wird unseres Erachtens deutlich, dass es in der Vergangenheit strategisch richtig war, den weltweiten Vertrieb auszubauen. Gleichzeitig zeigen die Zahlen, dass unsere bisherige Prognose für 2010 und 2011 zu vorsichtig war. Waren wir zuvor für 2010 angesichts der Orderentwicklung noch von einem leichten Umsatzminus ausgegangen, so rechnen wir jetzt mit einem leichten Umsatzplus von 2%.

Wir erwarten angesichts des spätzyklischen Geschäftsmodells im Einklang mit dem Management unverändert eine schwierige erste Jahreshälfte 2010. Wir bewerten es aber als gutes Zeichen, dass das Management 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 wieder mehr Momentum bekommen sollte.

Die Verbesserung der Kostenstruktur führt neben der Umsatzanpassung zu höheren Ertragserwartungen. Unsere neue EBT-Prognose für 2010 lautet 11,4 Mio. € (zuvor: 8,9 Mio. €). Die EBT-Marge verbessert sich damit merklich von 4,4% in 2009 auf 5,5%. Das neue EPS 2010e beträgt 1,31 € (zuvor: 1,01 €).

HOCHSTUFUNG AUF KAUFEN

Die Wachstumsstrategie von R. Stahl hat drei Stoßrichtungen.

1. Zum einen will die Gesellschaft mit ihren vorhandenen Produkten und Dienstleistungen regional stärker wachsen. Zielmärkte sind hier neben Russland und Asien der Nahe Osten und Kanada. Das Wachstum soll jedoch auch mit neuen Kundengruppen erfolgen.

2. Zum anderen ist es unseres Erachtens richtig, die Forschungs- und Entwicklungsaktivitäten hoch zu halten, um mit weiteren Neuprodukten neue Umsatz- und damit Ertragspotenziale erschließen zu können. Gegenwärtig sind rund 40% aller Produkte als neu zu bezeichnen, d.h. nicht länger als fünf Jahre im Markt verfügbar.

3. Darüber hinaus ist es als dritte Säule der Strategie zweifelsohne unabdingbar, das Systemgeschäft weiter auszubauen.

Nach Erhöhung der Erwartungen (Peer-Group, DCF-Modell) ergibt sich ein neues Kursziel von 25,00 € (zuvor: 17,00 €). Eine detaillierte Analyse folgt.

R. Stahl AG – Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. €	2007		2008		2009e		2010e		2011e	
Umsatz	211,6	100,0%	221,2	100,0%	202,6	100,0%	206,7	100,0%	222,2	100,0%
Veränderung zum Vorjahr	26,7%		4,5%		-8,4%		2,0%		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%	202,6	100,0%	206,7	100,0%	222,2	100,0%
Veränderung zum Vorjahr	27,0%		1,5%		-8,6%		2,0%		7,5%	
Materialaufwand	-74,3	-35,1%	-73,0	-33,0%	-67,3	-33,2%	-69,0	-33,4%	-73,8	-33,2%
Veränderung zum Vorjahr	36,8%		-1,8%		-7,8%		2,6%		6,9%	
Personalaufwand	-72,3	-34,2%	-77,1	-34,9%	-79,5	-39,2%	-79,0	-38,2%	-84,0	-37,8%
Veränderung zum Vorjahr	9,1%		6,6%		3,1%		-0,6%		6,3%	
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%	-34,1	-16,8%	-36,2	-17,5%	-38,7	-17,4%
Veränderung zum Vorjahr	38,6%		14,0%		-16,9%		6,2%		6,9%	
EBITDA	35,7	16,9%	30,5	13,8%	21,7	10,7%	22,4	10,9%	25,7	11,6%
Veränderung zum Vorjahr	40,6%		-14,7%		-28,8%		3,4%		14,6%	
Abschreibungen	8,8	4,2%	9,0	4,1%	10,8	5,3%	9,0	4,4%	9,0	4,1%
Veränderung zum Vorjahr	27,2%		2,3%		20,1%		-16,7%		0,0%	
EBITA	26,9	12,7%	21,5	9,7%	10,9	5,4%	13,4	6,5%	16,7	7,5%
Veränderung zum Vorjahr	45,6%		-20,3%		-49,3%		23,2%		24,3%	
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%	10,9	5,4%	13,4	6,5%	16,7	7,5%
Veränderung zum Vorjahr	45,6%		-20,3%		-49,3%		23,2%		24,3%	
Finanzergebnis	-2,3	-1,1%	-3,0	-1,4%	-2,0	-1,0%	-2,0	-1,0%	-2,0	-0,9%
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%	8,9	4,4%	11,4	5,5%	14,7	6,6%
Veränderung zum Vorjahr	48,8%		-24,9%		-51,8%		28,4%		28,6%	
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%	8,9	4,4%	11,4	5,5%	14,7	6,6%
Veränderung zum Vorjahr	48,8%		-24,9%		-51,8%		28,4%		28,6%	
Steuern	-8,4	-4,0%	-5,9	-2,7%	-3,0	-1,5%	-3,4	-1,7%	-4,4	-2,0%
Veränderung zum Vorjahr	43,1%		-30,4%		-48,8%		14,3%		28,6%	
Steuerquote	34,2%		31,7%		33,7%		30,0%		30,0%	
Nettogewinn aus fortge. Aktivitäten	16,2	7,6%	12,6	5,7%	5,9	2,9%	8,0	3,9%	10,3	4,6%
Veränderung zum Vorjahr	51,9%		-22,1%		-53,2%		35,6%		28,6%	
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%	5,6	2,8%	7,8	3,8%	10,1	4,5%
Veränderung zum Vorjahr	24,3%		-23,4%		-53,4%		39,3%		29,3%	
Anzahl der Aktien (in Mio.)	5,92		5,92		5,96		5,96		5,96	
Ergebnis je Aktie (in €)	2,65		2,03		0,94		1,31		1,69	

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	40,0%	73,0	39,6%	73,0	37,9%
Sachanlagen	29,1	16,2%	33,2	18,6%	35,0	19,2%	35,0	19,0%	35,0	18,2%
Immaterielle Vermögenswerte	21,4	11,9%	20,9	11,7%	24,8	13,6%	24,8	13,5%	24,8	12,9%
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	7,0%	12,8	6,9%	12,8	6,6%
Kurzfristige Vermögensgegenstände	116,2	64,5%	111,7	62,5%	109,3	60,0%	111,3	60,4%	119,4	62,1%
Vorräte	37,7	20,9%	35,2	19,7%	36,0	19,7%	35,0	19,0%	35,0	18,2%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	41,5	23,0%	36,3	20,3%	34,5	18,9%	46,0	25,0%	50,0	26,0%
Sonstige kfr. Vermögensgegenstände	7,3	4,1%	6,1	3,4%	8,0	4,4%	7,0	3,8%	7,0	3,6%
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%	30,8	16,9%	23,3	12,7%	27,4	14,3%
Summe Aktiva	180,2	100,0%	178,7	100,0%	182,3	100,0%	184,3	100,0%	192,4	100,0%

Passiva (in Mio. €)	2007		2008		2009e		2010e		2011e	
Eigenkapital	75,1	41,7%	78,2	43,7%	78,4	43,0%	84,5	45,8%	91,6	47,6%
Eigenkapital (vor Dritten)	74,0	41,0%	76,8	43,0%	77,0	42,3%	83,0	45,1%	90,2	46,9%
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	30,4%	53,3	28,9%	53,3	27,7%
Rückstellungen für Pensionen	45,1	25,0%	46,1	25,8%	46,4	25,5%	45,0	24,4%	45,0	23,4%
Sonstige Rückstellungen	3,2	1,8%	2,2	1,3%	2,3	1,3%	2,3	1,2%	2,3	1,2%
Langfristige zinstragende Verbindlichkeiten	6,2	3,4%	4,5	2,5%	4,1	2,2%	4,5	2,4%	4,5	2,3%
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	26,6%	46,5	25,2%	47,5	24,7%
Kurzfristige zinstragende Verbindlichkeiten	7,0	3,9%	6,3	3,5%	11,4	6,3%	6,5	3,5%	6,5	3,4%
Kurzfr. Rückstellungen	10,4	5,8%	9,0	5,0%	7,8	4,3%	10,0	5,4%	11,0	5,7%
Verbindlich. aus Lieferung und Leistung	11,9	6,6%	13,2	7,4%	12,0	6,6%	12,0	6,5%	12,0	6,2%
Sonstige Verbindlichkeiten	19,5	10,8%	17,6	9,9%	17,3	9,5%	18,0	9,8%	18,0	9,4%
Summe Passiva	180,2	100,0%	178,7	100,0%	182,3	100,0%	184,3	100,0%	192,4	100,0%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research

R. Stahl AG – Kapitalflussrechnung					
in Mio. €	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Nettogewinn (ber.)	15,7	12,0	5,6	7,8	10,1
Abschreibungen	8,8	9,0	10,8	9,0	9,0
Abschreibungen auf Firmenwerte & 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	0,1	0,0
Operativer Cash-flow (vor W/C-Änderung)	29,4	19,2	15,6	17,7	20,1
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	13,1	8,9	16,1
Auszahlungen für Investitionen (Capex)	-11,6	-14,1	-16,5	-9,0	-9,0
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	-16,8	-9,0	-9,0
Freier Cash-flow	7,2	13,7	-3,7	-0,1	7,1
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	-3,0
Cash-flow aus Finanzierungstätigkeit	-9,8	-8,4	0,4	-7,4	-3,0
Zunahme/ Abnahme der liquiden Mittel	-2,6	5,3	-3,3	-7,5	4,1
Auswirkungen von Wechselkursänderungen	-0,6	-1,0	0,0	0,0	0,0
Liquide Mittel zum Periodenbeginn	32,9	29,7	34,1	30,8	23,3
Veränderung der liquiden Mittel insgesamt	-3,2	4,4	-3,3	-7,5	4,1
Liquide Mittel zum Periodenende	29,7	34,1	30,8	23,3	27,4

R. Stahl AG – Kennzahlen					
	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Kennzahlen					
Ergebnis je Aktie (in €)	2,65	2,03	0,94	1,31	1,69
Buchwert je Aktie (in €)	12,68	13,20	13,16	14,17	15,36
Freier Cash-flow je Aktie (in €)	1,22	2,32	-0,62	-0,02	1,19
Dividende je Aktie (in €)	1,10	0,90	0,30	0,50	0,75
Bewertungskennzahlen					
EV/Umsatz	1,1	0,6	0,6	0,7	0,6
EV/EBITDA	6,4	4,3	5,9	6,4	5,4
EV/EBIT	8,5	6,2	11,8	10,6	8,3
Kurs-Gewinn-Verhältnis	12,7	9,0	17,2	13,9	10,8
Kurs-Buchwert-Verhältnis	2,7	1,4	1,2	1,3	1,2
Kurs-Free-Cash-flow-Verhältnis	27,6	7,9	-26,0	-1097,5	15,3
Dynamisches KGV	24,6	-32,1	-72,6	-67,0	-189,5
Dividendenrendite je Aktie	3,3%	4,9%	1,9%	2,7%	4,1%
Rentabilitätskennzahlen					
EBITDA-Marge	16,9%	13,8%	10,7%	10,9%	11,6%
EBIT-Marge	12,7%	9,7%	5,4%	6,5%	7,5%
EBT-Marge	11,6%	8,4%	4,4%	5,5%	6,6%
Nettoumsatzrendite	7,4%	5,4%	2,8%	3,8%	4,5%
EK-Rendite	21,6%	16,1%	7,5%	9,5%	11,2%
GK-Rendite	10,3%	8,7%	4,3%	5,4%	6,4%
Return on capital employed (ROCE)	20,5%	16,2%	8,1%	9,7%	11,5%
Produktivitätskennzahlen					
Umsatz/Mitarbeiter (in Tsd. €)	173,2	167,5	144,3	153,1	164,6
EBIT/Mitarbeiter (in Tsd. €)	22,0	16,3	7,8	9,9	12,4
Anzahl der Mitarbeiter (in Tsd.)	1,2	1,3	1,4	1,4	1,4
Finanzkennzahlen					
Eigenkapitalquote	41,7%	43,7%	43,0%	45,8%	47,6%
Nettofinanzverbindlichkeiten (in Mio. €)	28,6	22,8	31,1	32,7	28,6
Gearing	38,1%	29,1%	39,6%	38,7%	31,2%
dynamischer Verschuldungsgrad	4,0	1,7	-8,4	-330,4	4,0
Vermögensstruktur	55,1%	59,9%	66,8%	65,5%	61,1%
Working Capital (in Mio. €)	67,4	65,7	60,8	64,8	71,9
Invest. in Sachanlagen / Abschreibungen	1,3	1,6	1,5	1,0	1,0
Sonstige Kennzahlen					
CAGR Umsatz (letzte 3 Jahre)	-5,7%	13,8%	6,6%	-0,8%	0,2%
CAGR EBIT (letzte 3 Jahre)	36,0%	32,2%	-16,2%	-20,7%	-8,1%
CAGR Konzernergebnis (letzte 3 Jahre)	51,8%	-28,0%	-23,7%	-20,8%	-5,7%
Ausschüttungsquote	41,6%	44,4%	31,9%	38,2%	44,3%

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 €
25.2.2010	16,75 €	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.

23. März 2010

Christoph Schlienkaamp, 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

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