

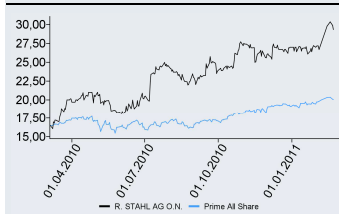
**R. Stahl AG**

ZAHLEN 2010 LEICHT BESSER ALS ERWARTET

Kaufen – Kursziel 34,00 EUR

(Kaufen – Kursziel 34,00 EUR)

| | |
|------------------------|-------------|
| 04.03.2011 | 08:04 |
| akt. Kurs (ETR) | 29,34 EUR |
| Bloomberg | RSL1 |
| Branche | Technologie |
| Kursperformance | |
| 52 Wochen Hoch | 30,35 EUR |
| 52 Wochen Tief | 16,05 EUR |
| | Prime All |
| Relativ zu | Share |
| YTD | 3,9% |
| 1 Monat | 8,7% |
| 3 Monate | 8,0% |
| 12 Monate | 55,9% |

**Daten zur Aktie:**

| | |
|--------------------------|-------|
| EV (Mio. EUR; 2011) | 195,2 |
| Marktkapital. (Mio. EUR) | 163,4 |
| Anzahl der Aktien (Mio.) | 6,0 |
| Streubesitz | 39,0% |
| Handelsvol. Ø (Mio. EUR) | 0,11 |

Aktionärsstruktur in %:

| | |
|-----------------|------|
| Gründerfamilien | 53,0 |
| Eigene Aktien | 8,0 |

Nächster Termin:

| | |
|--------------|------------|
| Jahreszahlen | 13.04.2011 |
|--------------|------------|

Änderungen im Modell in %:

| | Umsatz | EBIT | EPS |
|-----|--------|------|-----|
| 10e | --- | --- | --- |
| 11e | --- | --- | --- |
| 12e | --- | --- | --- |

Christoph Schlienkamp,
Investmentanalyst DVFA
Telefon: +49 (0)211 4952-311
christoph.schlienkamp@bankhaus-
lampe.de

Bitte beachten Sie den Disclaimer am
Ende dieser Publikation.

DEUTLICHE MARGENVERBESSERUNG IN 2010

Mit den vorläufigen Zahlen für 2010 hat R. Stahl unsere Erwartungen sogar leicht übertroffen. Nachdem die erste Jahreshälfte aufgrund der Spätzyklizität des Unternehmens noch unter den Auswirkungen der Wirtschaftskrise gestanden hat (Umsatz: +1,2%), konnte R. Stahl ab Q3 deutlich zulegen. Insgesamt erreichte die Gesellschaft 2010 ein Umsatzplus von 9,9% auf 222,6 Mio. € (BHL: 222 Mio. €, Guidance: 210 – 220 Mio. €).

Die Bücher von R. Stahl zeigen, dass die wichtigsten Kundenbranchen (Öl, Gas, Chemie, Pharma) mehr Order platziert haben. Zunehmende Bestellungen verzeichnete die Gesellschaft vor allem aus der installierten Basis.

Auch auf der EBT-Seite hat R. Stahl die Erwartungen mit einem Ergebnisplus um rund drei Viertel auf 15,4 Mio. € (BHL: 15,2 Mio. €, Guidance: 14 – 15 Mio. €) leicht übertroffen. Die EBT-Marge hat sich damit substantiell um 250 Basispunkte auf 6,9% verbessert.

WEITERES WACHSTUM IN 2011

Eine Guidance für 2011 hat die Gesellschaft bei der Vorlage der vorläufigen Zahlen noch nicht veröffentlicht. Wir sind jedoch zuversichtlich, dass 2011 aufgrund des Orderbuchs (Auftragseingang 2010: 225,8 Mio. €) ein Umsatzzuwachs von 10% mit einer weiteren Margenverbesserung von 6,9% auf 8,6% erreichbar ist. Für 2012 haben wir aufgrund der Skalierbarkeit des Geschäfts, Umsatzzuwächse ohne weiteren nennenswerten Personalaufbau realisieren zu können, eine Margenerwartung (EBT) von 9,7%. Dies unterstreicht die Qualität des Geschäftsmodells.

KAUFEMPFEHLUNG BESTÄTIGT

Die endgültigen Zahlen wird die Gesellschaft am 13.4.2011 veröffentlichen. Mit einem KGV von 9,3 auf der Basis des für 2012 erwarteten Gewinns je Aktie ist der Titel für uns unterbewertet. Nach der Vorlage der vorläufigen Zahlen belassen wir den Wert auf unserer Topliste für 2011 mit einem unveränderten Kursziel von 34,00 €.

| in Mio. EUR | 2008 | 2009 | 2010e | 2011e | 2012e |
|----------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Umsatz | 221,2 | 202,6 | 222,6 | 244,9 | 263,2 |
| EBIT | 21,5 | 12,6 | 19,3 | 25,1 | 29,4 |
| EBIT-Marge | 9,7% | 6,2% | 8,7% | 10,2% | 11,2% |
| Nettofinanzverbind. | -23,4 | -7,6 | -4,6 | -13,2 | -25,5 |
| Freier Cash-flow | 13,7 | -3,1 | 1,2 | 11,6 | 16,7 |
| EPS (in EUR) | 2,03 | 0,89 | 1,78 | 2,45 | 2,96 |
| DPS (in EUR) | 0,90 | 0,40 | 0,50 | 0,75 | 1,00 |
| Dividendenrendite je Aktie | 4,9% | 2,5% | 1,9% | 2,7% | 3,6% |
| EV/Umsatz | 0,6 | 0,7 | 0,9 | 0,8 | 0,7 |
| EV/EBIT | 6,2 | 10,9 | 10,4 | 7,8 | 6,2 |
| Kurs-Gewinn-Verhältnis | 9,0 | 18,1 | 15,2 | 11,2 | 9,3 |

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research

KENNZAHLEN

R. Stahl AG – Gewinn- und Verlustrechnung

| in Mio. EUR | 2008 | | 2009 | | 2010e | | 2011e | | 2012e | |
|--|--------|--------|--------|--------|-------|--------|-------|--------|-------|--------|
| Umsatz | 221,2 | 100,0% | 202,6 | 100,0% | 222,6 | 100,0% | 244,9 | 100,0% | 263,2 | 100,0% |
| Veränderung zum Vorjahr | 4,5% | | -8,4% | | 9,9% | | 10,0% | | 7,5% | |
| Aktiviere Eigenleistungen/Bestandsänderung | 0,4 | 0,2% | 1,2 | 0,6% | 0,0 | 0,0% | 0,0 | 0,0% | 0,0 | 0,0% |
| Veränderung zum Vorjahr | -93,6% | | >100% | | --- | | --- | | --- | |
| Gesamtumsatz | 221,6 | 100,2% | 203,8 | 100,6% | 222,6 | 100,0% | 244,9 | 100,0% | 263,2 | 100,0% |
| Veränderung zum Vorjahr | 1,5% | | -8,0% | | 9,2% | | 10,0% | | 7,5% | |
| Materialaufwand | -73,0 | -33,0% | -68,7 | -33,9% | -74,8 | -33,6% | -81,3 | -33,2% | -86,9 | -33,0% |
| Veränderung zum Vorjahr | -1,8% | | -5,8% | | 8,8% | | 8,7% | | 6,9% | |
| Personalaufwand | -77,1 | -34,9% | -78,9 | -38,9% | -83,0 | -37,3% | -89,0 | -36,3% | -95,0 | -36,1% |
| Veränderung zum Vorjahr | 6,6% | | 2,3% | | 5,3% | | 7,2% | | 6,7% | |
| Ungewöhnliche/seltene Vorgänge | 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% | | --- | |
| Sonstiges betriebliches Ergebnis | -41,1 | -18,6% | -34,5 | -17,0% | -36,5 | -16,4% | -40,5 | -16,5% | -43,0 | -16,3% |
| Veränderung zum Vorjahr | 14,0% | | -16,0% | | 5,8% | | 11,0% | | 6,2% | |
| EBITDA | 30,5 | 13,8% | 21,7 | 10,7% | 28,3 | 12,7% | 34,1 | 13,9% | 38,4 | 14,6% |
| Veränderung zum Vorjahr | -14,7% | | -28,7% | | 30,3% | | 20,3% | | 0,0% | |
| Abschreibungen | 9,0 | 4,1% | 9,1 | 4,5% | 9,0 | 4,0% | 9,0 | 3,7% | 9,0 | 3,4% |
| Veränderung zum Vorjahr | 0,0% | | 1,6% | | -1,5% | | 0,0% | | 0,0% | |
| EBITA | 21,5 | 9,7% | 12,6 | 6,2% | 19,3 | 8,7% | 25,1 | 10,2% | 29,4 | 11,2% |
| Veränderung zum Vorjahr | -20,3% | | -41,4% | | 53,4% | | 29,8% | | 17,1% | |
| 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 | --- | | --- | | --- | | --- | | --- | |
| Abschreibungen imm. Vermögenswerte | 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 | 21,5 | 9,7% | 12,6 | 6,2% | 19,3 | 8,7% | 25,1 | 10,2% | 29,4 | 11,2% |
| Veränderung zum Vorjahr | -20,3% | | -41,4% | | 53,4% | | 29,8% | | 17,1% | |
| Finanzergebnis | -3,0 | -1,4% | -3,7 | -1,8% | -3,9 | -1,8% | -3,9 | -1,6% | -3,9 | -1,5% |
| Veränderung zum Vorjahr | 28,9% | | 23,0% | | 5,5% | | 0,0% | | 0,0% | |
| Erg. der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit | 18,5 | 8,4% | 8,9 | 4,4% | 15,4 | 6,9% | 21,2 | 8,6% | 25,5 | 9,7% |
| Veränderung zum Vorjahr | -24,9% | | -51,9% | | 73,3% | | 37,4% | | 20,3% | |
| 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 | --- | | --- | | --- | | --- | | --- | |
| EBT | 18,5 | 8,4% | 8,9 | 4,4% | 15,4 | 6,9% | 21,2 | 8,6% | 25,5 | 9,7% |
| Veränderung zum Vorjahr | -24,9% | | -51,9% | | 73,3% | | 37,4% | | 20,3% | |
| Steuern | -5,9 | -2,7% | -3,3 | -1,6% | -4,6 | -2,1% | -6,3 | -2,6% | -7,6 | -2,9% |
| Veränderung zum Vorjahr | -30,4% | | -43,7% | | 40,1% | | 37,4% | | 20,3% | |
| Steuerquote | 31,7% | | 37,1% | | 30,0% | | 30,0% | | 30,0% | |
| Nettogewinn aus fortge. Aktivitäten | 12,6 | 5,7% | 5,6 | 2,8% | 10,8 | 4,8% | 14,8 | 6,1% | 17,8 | 6,8% |
| Veränderung zum Vorjahr | -22,1% | | -55,7% | | 92,9% | | --- | | 20,3% | |
| 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 | --- | | -56,4% | | 0,0% | | --- | | --- | |
| Anteile anderer Gesellschafter | -0,6 | -0,3% | -0,3 | -0,1% | -0,2 | -0,1% | -0,2 | -0,1% | -0,2 | -0,1% |
| Nettogewinn (ber.) | 12,0 | 5,4% | 5,3 | 2,6% | 10,6 | 4,8% | 14,6 | 6,0% | 17,6 | 6,7% |
| Veränderung zum Vorjahr | -23,4% | | -55,6% | | 98,5% | | 38,1% | | 20,6% | |
| Anzahl der Aktien | 5,9 | | 6,0 | | 6,0 | | 6,0 | | 6,0 | |
| EPS(in EUR) | 2,03 | | 0,89 | | 1,78 | | 2,45 | | 2,96 | |

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research

R. Stahl AG - Bilanz

| Aktiva (in Mio. EUR) | 2008 | | 2009 | | 2010e | | 2011e | | 2012e | |
|--|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|---------------|
| Langfristige Vermögensgegenstände | 67,0 | 37,5% | 76,4 | 43,5% | 76,8 | 42,6% | 76,8 | 39,8% | 76,8 | 37,0% |
| Sachanlagen | 33,2 | 18,6% | 34,6 | 19,7% | 35,0 | 19,4% | 35,0 | 18,1% | 35,0 | 16,9% |
| Immaterielle Vermögenswerte | 20,9 | 11,7% | 27,5 | 15,6% | 27,5 | 15,2% | 27,5 | 14,2% | 27,5 | 13,3% |
| Finanzielle Vermögenswerte | 0,1 | 0,1% | 0,1 | 0,1% | 0,1 | 0,1% | 0,1 | 0,1% | 0,1 | 0,1% |
| sonstige langfristige Vermögenswerte | 12,8 | 7,2% | 14,2 | 8,1% | 14,2 | 7,9% | 14,2 | 7,4% | 14,2 | 6,8% |
| Kurzfristige Vermögensgegenstände | 111,7 | 62,5% | 99,4 | 56,5% | 103,6 | 57,4% | 116,2 | 60,2% | 130,5 | 63,0% |
| Vorräte | 35,2 | 19,7% | 33,0 | 18,8% | 35,0 | 19,4% | 35,0 | 18,1% | 35,0 | 16,9% |
| Forderungen aus Lieferung und Leistung | 36,3 | 20,3% | 38,4 | 21,8% | 46,0 | 25,5% | 50,0 | 25,9% | 52,0 | 25,1% |
| Sonstige kfr. Vermögensgegenstände | 6,1 | 3,4% | 5,5 | 3,1% | 7,0 | 3,9% | 7,0 | 3,6% | 7,0 | 3,4% |
| Wertpapiere | 0,0 | 0,0% | 0,0 | 0,0% | 0,0 | 0,0% | 0,0 | 0,0% | 0,0 | 0,0% |
| Flüssige Mittel | 34,1 | 19,1% | 22,5 | 12,8% | 15,6 | 8,6% | 24,2 | 12,5% | 36,5 | 17,6% |
| Summe Aktiva | 178,7 | 100,0% | 175,8 | 100,0% | 180,4 | 100,0% | 193,0 | 100,0% | 207,2 | 100,0% |

| Passiva (in Mio. EUR) | 2008 | | 2009 | | 2010e | | 2011e | | 2012e | |
|---|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|---------------|
| Eigenkapital | 78,2 | 43,7% | 73,0 | 41,5% | 81,2 | 45,0% | 92,8 | 48,1% | 106,0 | 51,2% |
| Eigenkapital (vor Dritten) | 76,8 | 43,0% | 72,9 | 41,5% | 81,1 | 45,0% | 92,8 | 48,1% | 105,9 | 51,1% |
| Minderheitenanteile | 1,4 | 0,8% | 0,1 | 0,0% | 0,1 | 0,0% | 0,1 | 0,0% | 0,1 | 0,0% |
| Langfristiges Fremdkapital | 54,5 | 30,5% | 60,8 | 34,6% | 52,7 | 29,2% | 52,7 | 27,3% | 52,7 | 25,4% |
| Rückstellungen für Pensionen | 46,1 | 25,8% | 48,0 | 27,3% | 45,0 | 24,9% | 45,0 | 23,3% | 45,0 | 21,7% |
| Sonstige Rückstellungen | 2,2 | 1,3% | 1,7 | 1,0% | 1,7 | 0,9% | 1,7 | 0,9% | 1,7 | 0,8% |
| Langfristige zinstragende Verbindlichkeiten | 4,5 | 2,5% | 7,8 | 4,5% | 4,5 | 2,5% | 4,5 | 2,3% | 4,5 | 2,2% |
| Sonstige langfristige Verbindlichkeiten | 1,6 | 0,9% | 3,3 | 1,9% | 1,5 | 0,8% | 1,5 | 0,8% | 1,5 | 0,7% |
| Kurzfristiges Fremdkapital | 46,1 | 25,8% | 42,0 | 23,9% | 46,5 | 25,8% | 47,5 | 24,6% | 48,5 | 23,4% |
| Kurzfristige zinstragende Verbindlichkeiten | 6,3 | 3,5% | 7,1 | 4,0% | 6,5 | 3,6% | 6,5 | 3,4% | 6,5 | 3,1% |
| Sonstige Rückstellungen kurzfr. | 9,0 | 5,0% | 8,2 | 4,7% | 10,0 | 5,5% | 11,0 | 5,7% | 12,0 | 5,8% |
| Verbindlich. aus Lieferung und Leistung | 13,2 | 7,4% | 9,5 | 5,4% | 12,0 | 6,7% | 12,0 | 6,2% | 12,0 | 5,8% |
| Sonstige Verbindlichkeiten | 17,6 | 9,9% | 17,2 | 9,8% | 18,0 | 10,0% | 18,0 | 9,3% | 18,0 | 8,7% |
| Summe Passiva | 178,7 | 100,0% | 175,8 | 100,0% | 180,4 | 100,0% | 193,0 | 100,0% | 207,2 | 100,0% |

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research

R. Stahl AG – Kapitalflussrechnung

| in Mio. EUR | 2008 | 2009 | 2010e | 2011e | 2012e |
|--|--------------|--------------|-------------|-------------|-------------|
| Nettogewinn (ber.) | 12,0 | 5,3 | 10,6 | 14,6 | 17,6 |
| Abschreibungen | 9,0 | 9,1 | 9,0 | 9,0 | 9,0 |
| Abschreibungen auf Firmenwerte & Sonstiges | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Veränderung Rückstellungen | -1,4 | 0,6 | -1,2 | 1,0 | 1,0 |
| Sonstiges | -0,4 | -0,7 | 0,0 | 0,0 | 0,1 |
| Operativer Cash-flow (vor W/C-Änderung) | 19,2 | 14,4 | 18,4 | 24,6 | 27,7 |
| Änderung der Vorräte | 2,5 | 2,2 | -2,0 | 0,0 | 0,0 |
| Änderung der Forderungen aus LuL | 5,2 | -2,1 | -7,6 | -4,0 | -2,0 |
| Änderung der Verbindlichkeiten aus LuL | 1,3 | -3,7 | 2,5 | 0,0 | 0,0 |
| Änderung des sonstigen Working Capitals | -0,7 | 0,2 | -0,7 | 0,0 | 0,0 |
| Operativer Cash-flow | 27,5 | 10,9 | 10,6 | 20,6 | 25,7 |
| Auszahlungen für Investitionen (Capex) | -14,1 | -12,5 | -9,4 | -9,0 | -9,0 |
| Auszahlungen für Akquisitionen | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Finanzanlagen | 0,0 | -1,6 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Ergebnis aus Anlageabgängen | 0,1 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Einnahmen aus Finanzanlagen | 0,3 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Cash-flow aus Investitionstätigkeit | -13,7 | -14,0 | -9,4 | -9,0 | -9,0 |
| Freier Cash-flow | 13,7 | -3,1 | 1,2 | 11,6 | 16,7 |
| Kapitalmaßnahmen | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Veränderung von Finanzverbindlichkeiten | -1,9 | 4,1 | -4,0 | 0,0 | 0,0 |
| Erwerb von eigenen Aktien | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Sonstiger Finanzierungs-Cash-flow | 0,0 | -7,9 | -1,8 | 0,0 | 0,0 |
| Dividendenzahlungen | -6,5 | -5,3 | -2,4 | -3,0 | -4,5 |
| Cash-flow aus Finanzierungstätigkeit | -8,4 | -9,2 | -8,1 | -3,0 | -4,5 |
| Zunahme/ Abnahme der liquiden Mittel | 5,3 | -12,3 | -6,9 | 8,6 | 12,3 |
| Auswirkungen von Wechselkursänderungen | -1,0 | 0,7 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Liquide Mittel zum Periodenbeginn | 29,7 | 34,1 | 22,5 | 15,6 | 24,2 |
| Veränderung der liquiden Mittel insgesamt | 4,4 | -11,6 | -6,9 | 8,6 | 12,3 |
| Liquide Mittel zum Periodenende | 34,1 | 22,5 | 15,6 | 24,2 | 36,5 |

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research

R. Stahl AG – Kennzahlen

| | 2008 | 2009 | 2010e | 2011e | 2012e |
|---|--------|--------|--------|--------|--------|
| Ergebniskennzahlen | | | | | |
| EPS | 2,03 | 0,89 | 1,78 | 2,45 | 2,96 |
| Buchwert je Aktie | 13,20 | 12,25 | 13,63 | 15,58 | 17,79 |
| Freier Cash-flow je Aktie | 2,32 | -0,52 | 0,21 | 1,95 | 2,81 |
| Dividende je Aktie | 0,90 | 0,40 | 0,50 | 0,75 | 1,00 |
| Bewertungskennzahlen | | | | | |
| EV/Umsatz | 0,6 | 0,7 | 0,9 | 0,8 | 0,7 |
| EV/EBITDA | 4,3 | 6,3 | 7,1 | 5,7 | 4,8 |
| EV/EBIT | 6,2 | 10,9 | 10,4 | 7,8 | 6,2 |
| Kurs-Gewinn-Verhältnis | 9,0 | 18,1 | 15,2 | 11,2 | 9,3 |
| Kurs-Buchwert-Verhältnis | 1,4 | 1,3 | 2,0 | 1,8 | 1,5 |
| Dividendenrendite je Aktie | 4,9% | 2,5% | 1,9% | 2,7% | 3,6% |
| Rentabilitätskennzahlen | | | | | |
| EBITDA-Marge | 13,8% | 10,7% | 12,7% | 13,9% | 14,6% |
| EBIT-Marge | 9,7% | 6,2% | 8,7% | 10,2% | 11,2% |
| Nettoumsatzrendite | 5,4% | 2,6% | 4,8% | 6,0% | 6,7% |
| Return on capital employed (ROCE) | 17,2% | 9,1% | 13,2% | 16,7% | 19,3% |
| Produktivitätskennzahlen | | | | | |
| Kapitalumschlag | 0,6 | 0,7 | 0,7 | 0,6 | 0,6 |
| Operating Leverage | 0,2 | 0,4 | -0,5 | -0,3 | -0,2 |
| Umsatz/Mitarbeiter (in Tsd.) | 168 | 144 | 165 | 181 | 195 |
| EBIT/Mitarbeiter (in Tsd.) | 16 | 9 | 14 | 19 | 22 |
| Anzahl der Mitarbeiter (in Tsd.) | 1,3 | 1,4 | 1,4 | 1,4 | 1,4 |
| Finanzkennzahlen | | | | | |
| Eigenkapitalquote | 43,7% | 41,5% | 45,0% | 48,1% | 51,2% |
| Nettofinanzverbind. | -23,4 | -7,6 | -4,6 | -13,2 | -25,5 |
| Nettofinanzverbind./ Eigenkapital | -29,9% | -10,3% | -5,6% | -14,2% | -24,0% |
| Zinsdeckung | 5,4 | 3,1 | 3,9 | 5,1 | 6,0 |
| Nettofinanzverbind./ EBITDA | -0,77 | -0,35 | -0,16 | -0,39 | -0,66 |
| Working Capital | 58,3 | 61,9 | 69,0 | 73,0 | 75,0 |
| Veränderung Working Capital | -9,0 | 3,7 | 7,1 | 4,0 | 2,0 |
| WC / Umsatz | 26,3% | 30,6% | 31,0% | 29,8% | 28,5% |
| Lagerdauer (Tage) | 58 | 59 | 57 | 52 | 49 |
| Inkassoperiode (Tage) | 60 | 69 | 75 | 75 | 72 |
| Zahlungsziel Lieferanten (Tage) | 22 | 17 | 20 | 18 | 17 |
| Geldumschlag (Tage) | 96 | 111 | 112 | 109 | 104 |
| Invest. in Sachanlagen / Abschreibungen | 1,57 | 1,37 | 1,04 | 1,00 | 1,00 |
| Sonstige Kennzahlen | | | | | |
| CAGR Umsatz (letzte 3 Jahre) | 13,8% | 6,6% | 1,7% | 3,5% | 9,1% |
| CAGR EBIT (letzte 3 Jahre) | 32,2% | -12,1% | -10,5% | 5,3% | 32,6% |
| CAGR Konzernergebnis (letzte 3 Jahre) | -28,0% | -25,0% | -12,3% | 6,7% | 49,0% |
| Ausschüttungsquote | 44,4% | 44,7% | 28,2% | 30,6% | 33,8% |
| Freier Cash-flow | 13,7 | -3,1 | 1,2 | 11,6 | 16,7 |
| Free Cash-flow-Rendite | 12,7% | -3,2% | 0,8% | 7,1% | 10,2% |

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 „Kaufen“, 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, 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.

| Datum der Veröffentlichung | Kurs bei Empfehlung | Anlageurteil | Kursziel |
|----------------------------|---------------------|--------------|----------|
| 22.3.2010 | 18,20 € | Kaufen | 25,00 € |
| 19.4.2010 | 20,40 € | Kaufen | 25,00 € |
| 27.4.2010 | 21,00 € | Kaufen | 25,00 € |
| 9.8.2010 | 23,44 € | Kaufen | 31,00 € |
| 21.9.2010 | 24,90 € | Kaufen | 31,00 € |
| 5.11.2010 | 27,70 € | Kaufen | 34,00 € |

Die Verteilung der Anlageempfehlungen in unserem Anlageuniversum stellt sich gegenwärtig wie folgt dar (01.01.2011):

| Anlageurteil | Basis: alle analysierten Werte | Basis: Werte mit Investmentbankingbeziehungen |
|-------------------|--------------------------------|---|
| Kaufen | 64,8% | 60,0% |
| Halten | 30,6% | 20,0% |
| Verkaufen | 4,6% | 20,0% |
| Unter Beobachtung | 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 | 2 |

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.
04 März 2011

HEAD TREASURY, TRADING & SALES

Leonhard Uphues
Fon + 49 (0)211 4952-285
leonhard.uphues@bankhaus-lampe.de

BOND SALES TRADING

Michael Wimmer
Fon + 49 (0)211 4952-750
michael.wimmer@bankhaus-lampe.de

Christian Bachmann
Fon + 49 (0)211 4952-750
christian.bachmann@bankhaus-lampe.de

Martina Backs
Fon + 49 (0)211 4952-700
martina.backs@bankhaus-lampe.de

Werner Huber
Fon + 49 (0)211 4952-700
werner.huber@bankhaus-lampe.de

Katrin Lederer
Fon + 49 (0)211 4952-700
katrin.lederer@bankhaus-lampe.de

Thomas Losch
Fon + 49 (0)211 4952-750
thomas.losch@bankhaus-lampe.de

Niko Mark
Fon + 49 (0)211 4952-700
niko.mark@bankhaus-lampe.de

Jan Oertzen
Fon + 49 (0)211 4952-850
jan.oertzen@bankhaus-lampe.de

Andreas Rehm
Fon + 49 (0)211 4952-700
andreas.rehm@bankhaus-lampe.de

Dirk Riedemann
Fon + 49 (0)211 4952-850
dirk.riedemann@bankhaus-lampe.de

Berndt Settgest
Fon + 49 (0)211 4952-850
berndt.settgest@bankhaus-lampe.de

OFFICE MANAGEMENT

Jessica Posch
Fon + 49 (0)211 4952-700
jessica.posch@bankhaus-lampe.de

RELATIONSHIP MANAGEMENT

Bernd Bäume
Fon + 49 (0)211 4952-405
bernd.baeume@bankhaus-lampe.de

Frank Michelkowski
Fon + 49 (0)211 4952-433
frank.michelkowski@bankhaus-lampe.de

EQUITY SALES

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

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

Andrea Bollina
Fon + 49 (0)211 4952-640
andrea.bollina@bankhaus-lampe.de

Matthew Bryce-Smith
Fon + 44 (0)203 405 1037
mbs@lampe-capital.com

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

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

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

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

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

EQUITY SALES TRADING

Silke Neubauer
Fon + 49 (0)211 4952-221
silke.neubauer@bankhaus-lampe.de

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

INVESTMENT STRATEGY

Nicole Schulze Bornefeld
Fon + 49 (0)211 4952-156
nicole.bornefeld@bankhaus-lampe.de

Oliver Caspari, CEFA
Fon + 49 (0)211 4952-291
oliver.caspari@bankhaus-lampe.de

Arne Lohmar
Fon + 49 (0)211 4952-193
arne.lohmar@bankhaus-lampe.de

Pawel Piechaczek
Fon + 49 (0)211 4952-976
pawel.piechaczek@bankhaus-lampe.de

RESEARCH

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

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

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

Sebastian Hein, CIAA, 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, CIAA, CEFA
Fon + 49 (0)211 4952-637
frank.neumann@bankhaus-lampe.de

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

CAPITAL MARKET ANALYSIS

Dr. Alexander Krüger
Fon + 49 (0)211 4952-187
alexander.krueger@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 Röbling-Kampmann
Fon + 49 (0)211 4952-635
elke.roehling-kampmann@bankhaus-lampe.de

Claudia Stein
Fon + 49 (0)211 4952-104
claudia.stein@bankhaus-lampe.de

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