



13. November 2008

Institutional Equity Research

Company

Flash

# CANCOM IT Systeme



Rating

Kaufen (unv.)

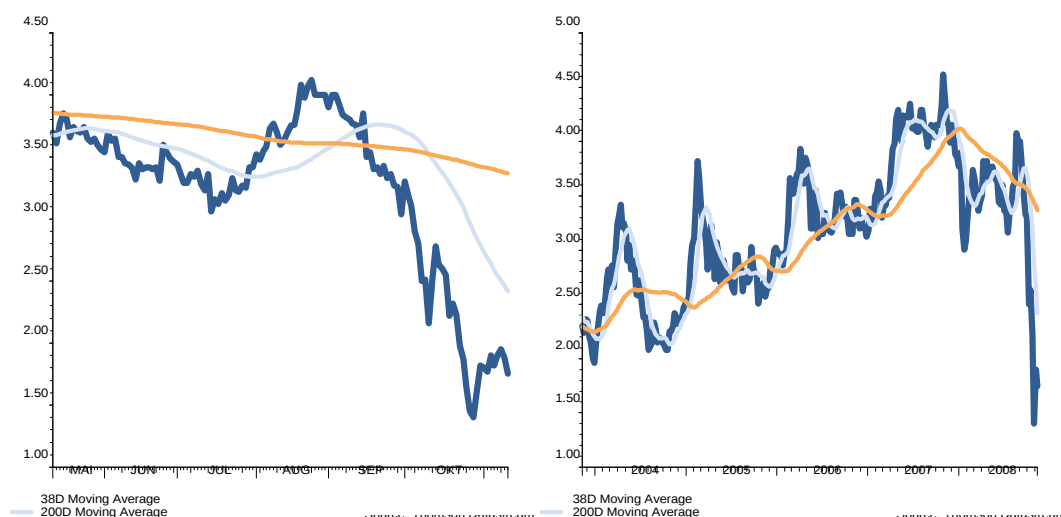
## Zukäufe stützen

Dank Akquisitionen für 2009 rund 10 % Umsatzsteigerung erwartet ▶

Allerdings -moderater Rückgang der EBIT-Marge ▶

Vorstand und AR übernehmen AVW-Paket ▶

Buchwert ~ Kursziel = 3,50 EUR → Kaufen! ▶



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



## Kaufen

**Kursziel: 3,50 €**

Kurs: 1,85 €

13.11.08

10:09 h

Letztes Rating/ Kursz.:

Kaufen / 5,00 €

Letzte Analyse:

14.08.2008

S&amp;P-Rating: n.a.

IT-Service

Anzahl Aktien:

10,4 Mio.

Marktkapitalisierung:

19,2 Mio. €

Index: Tech All Share

Indexgewicht: 0,07 %

Beta: 1,30

Rechnungslegung:

IFRS

Kalender: FY2009 Ende

März 2009

Dividende 2008e: 0,00

Div. Rendite 2008e:

0,00 %

ISIN: DE0005419105

Bloomberg: COK GY

Reuters: COKG.DE

**Stephan Wittwer**

Investmentanalyst

Tel. +49 711 127-74434

Stephan.Wittwer@LBBW.de

### Equity Research

Landesbank Baden-

Württemberg

Am Hauptbahnhof 2

70173 Stuttgart

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

## CANCOM IT Systeme

13.11.2008

Anlass: Company update

### Zukäufe stützen

Die jüngsten Zukäufe Cancom's entwickeln sich bei Umsatz und Ertrag zur Stütze. Auch wenn das Management den Akquisitions-Hunger immer noch nicht gestillt hat, sind wir der Ansicht, dass die Ressourcen eher in die Ausnutzung maximaler Synergien aus den jüngsten Übernahmen gesteckt werden sollten. Die Personalstruktur von Cancom (mit knapp 20 % Free-Lancern) stimmt uns optimistisch, dass die Company auch in schwerer werden Zeiten die Kostenstruktur zeitnah anpassen kann. Die Erfahrungen aus der Dot-Com-Krise waren hierfür lehrreich. Auf dem aktuellen Niveau ist die Aktie absolut kaufenswert, zumal Ruhe in die Aktionärsstruktur eingekehrt ist. Unser Kursziel nehmen wir mit 3,50 € auf Buchwert-Niveau zurück.

| Aktienkenn-<br>zahlen | Gewinn je Aktie |             | EV/Umsatz | EV/EBITDA | KGV  |
|-----------------------|-----------------|-------------|-----------|-----------|------|
|                       | neu<br>€        | bisher<br>€ |           |           |      |
| 2007                  | 0,45            | 0,45        | 0,2       | 5,1       | 4,2  |
| 2008e                 | 0,12            | 0,46        | 0,1       | 4,6       | 15,0 |
| 2009e                 | 0,35            | 0,57        | 0,1       | 4,5       | 5,1  |
| 2010e                 | 0,37            | 0,61        | 0,1       | 4,4       | 4,9  |

| Unternehmens-<br>zahlen | Umsatz<br>Mio. € | EBITDA<br>Mio. € | EBIT<br>Mio. € | EBIT-Marge | Netto-<br>ergebnis<br>Mio. € |
|-------------------------|------------------|------------------|----------------|------------|------------------------------|
| 2007                    | 300,1            | 8,1              | 6,4            | 2,1 %      | 4,6                          |
| 2008e                   | 365,8            | 8,9              | 6,4            | 1,7 %      | 1,3                          |
| 2009e                   | 397,5            | 9,1              | 6,3            | 1,6 %      | 3,7                          |
| 2010e                   | 389,6            | 9,3              | 6,5            | 1,7 %      | 3,9                          |

- Starke Umsatzentwicklung in Q3/08 aber EBIT mit 1,5 Mio. € leicht unter unseren Erwartungen von 1,7 Mio. €.
- Wir reduzieren das Nettoergebnis für Q4/08 wegen Einmalaufwendungen (rund 2 Mio. € Goodwill-Abschreibungen) von + 1,3 Mio. € auf - 0,7 Mio. €.
- Wegen des geringen Nettogewinns im lfd. Jahr und der Veränderungen in der Aktionärsstruktur rechnen wir, gegenüber unserer Studie vom August, mit keiner Dividendenzahlung mehr für 2008.
- Basierend auf den beiden Akquisitionen Sysdat und a+d Computersysteme unterstellen wir für 2009 einen kräftigen Umsatzanstieg von knapp 10 %, wenn gleich das EBIT auf der Stelle tritt.
- Unterstützt vom niedrigen 2009er KGV von rund 5, sichert zusätzlich der Buchwert je Aktie von rund 3,60 € unser neues Kursziel ab.
- Unsere EPS-Schätzungen für 2009 und 2010 senken wir aufgrund der düsteren Konjunkturaussichten. Demzufolge erwarten unsere Ökonomen für 2009 ein BIP in Deutschland von - 0,8 %. Wir haben auch berücksichtigt, dass Branchenverbände wie bspw. BITCOM, die Wachstumsraten für den IT-Markt Deutschland spätestens zu Beginn des Jahres 2009 nochmals reduzieren werden.



## Bewertung

### Discounted Cashflow-Bewertung

#### ■ Änderungen im DCF-Modell

- Anpassung Marktrisikoprämie Aktien von 5,3 % (alt) auf 6,3 %
- Anpassung WACC von 8,4 % (alt) auf 9,1 %
- Rücknahme der EPS-Schätzungen für 2008 bis 2010
- Moderate Reduzierung langfristiger EBIT-Margen-Schätzung ab 2011 von 1,5 % - 2,0 % auf 1,5 % - 1,8 %
- Erhöhung der Nettoverbindlichkeiten von 10,7 Mio. € auf 21,1 Mio. €

| DCF-Modell - Annahmen    |       | Ermittlung des Werts je Aktie (Mio. €) |             |
|--------------------------|-------|----------------------------------------|-------------|
| Risikoloser Zins         | 4,3%  | Barwert Free Cash Flow (2008-2017)     | 27,4        |
| Marktrisikoprämie Aktien | 6,3%  | Barwert Terminal Value (ab 2018)       | 29,6        |
| Beta-Faktor              | 1,30  | <b>Enterprise Value</b>                | <b>57,0</b> |
| Eigenkapitalkosten       | 12,5% | Anteil des TV am Enterprise Value      | 51,9%       |
| Fremdkapitalkosten       | 4,9%  | Nettoverbindlichkeiten                 | -21,1       |
| Ziel-Eigenkapitalquote   | 55,0% | Anteile Dritter                        | 0,0         |
| WACC                     | 9,1%  | Pensionsverpflichtungen                | -0,2        |
| Terminal Value Growth    | 1,0%  | Erhaltene Anzahlungen                  | -0,2        |
|                          |       | <b>Marktwert Eigenkapital</b>          | <b>35,5</b> |
|                          |       | Anzahl Aktien (Mio.)                   | 10,39       |
|                          |       | <b>Fairer Wert je Aktie (€)</b>        | <b>3,44</b> |

Quelle: LBBW

- Ohne die Umsatz- und Ertragsstützende Akquisition Sysdat hätten wir unsere mittel- und langfristige Planung deutlicher nach unten angepasst. Trotz sich ergebender Synergieeffekte sind wir bezogen auf die EBIT-Marge vorsichtiger geworden, da wir einen wachsenden Margendruck im Bereich Produkthandel auch Cancom zukommen sehen. Teilweise sollte dieser Druck aber vom eher margenstabilen Dienstleistungsgeschäft aufgefangen werden, der bereits jetzt 2/3 des Rohertrags beisteuert. Den größten Rücksetzer erleidet der faire Werts je Aktie durch die gestiegene Nettoverschuldung, weshalb wir knapp 1 € je Aktie vom vorherigen Wert 5,59 € abziehen müssen. Die Summe unserer Maßnahmen verringert den fairen Wert auf 3,44 €, was auch in etwa dem Buchwert je Aktie entspricht.

| (Angaben in Mio. € bzw. %) | 2008e        | 2009e        | 2010e        | 2011e        | 2012e        | 2013e        | 2014e        | 2015e        | 2016e        | 2017e        |
|----------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Umsatz</b>              | <b>365,8</b> | <b>397,5</b> | <b>389,6</b> | <b>381,9</b> | <b>386,7</b> | <b>394,1</b> | <b>404,8</b> | <b>417,9</b> | <b>428,3</b> | <b>436,3</b> |
| % Y-Y                      | 21,9%        | 8,7%         | -2,0%        | -2,0%        | 1,2%         | 1,9%         | 2,7%         | 3,2%         | 2,5%         | 1,9%         |
| <b>EBIT</b>                | <b>6,4</b>   | <b>6,3</b>   | <b>6,5</b>   | <b>5,5</b>   | <b>5,7</b>   | <b>6,2</b>   | <b>7,2</b>   | <b>7,4</b>   | <b>7,5</b>   | <b>7,5</b>   |
| % v. U.                    | 1,7%         | 1,6%         | 1,7%         | 1,5%         | 1,5%         | 1,6%         | 1,8%         | 1,8%         | 1,8%         | 1,7%         |
| - Steuern auf EBIT         | -1,4         | -1,5         | -1,8         | -1,5         | -1,6         | -1,7         | -2,0         | -2,0         | -2,0         | -2,0         |
| + Abschreibungen           | 2,5          | 2,8          | 2,8          | 2,1          | 2,1          | 2,2          | 2,4          | 2,5          | 2,6          | 2,6          |
| % v. U.                    | 0,7%         | 0,7%         | 0,7%         | 0,6%         | 0,6%         | 0,6%         | 0,6%         | 0,6%         | 0,6%         | 0,6%         |
| Erh./Verm. lanfr. Rückst.  | 1,9          | 0,1          | 0,1          | 0,1          | 0,2          | 0,3          | 0,5          | 0,6          | 0,7          | 0,5          |
| <b>Cash Flow I</b>         | <b>9,4</b>   | <b>7,8</b>   | <b>7,6</b>   | <b>6,3</b>   | <b>6,5</b>   | <b>7,0</b>   | <b>8,2</b>   | <b>8,6</b>   | <b>8,8</b>   | <b>8,6</b>   |
| % v. U.                    | 2,6%         | 2,0%         | 2,0%         | 1,6%         | 1,7%         | 1,8%         | 2,0%         | 2,1%         | 2,1%         | 2,0%         |
| Working Capital            | 32,9         | 31,8         | 31,2         | 31,2         | 31,6         | 32,1         | 32,6         | 33,1         | 33,6         | 34,1         |
| % v. U.                    | 9,0%         | 8,0%         | 8,0%         | 8,2%         | 8,2%         | 8,1%         | 8,1%         | 7,9%         | 7,8%         | 7,8%         |
| Delta Working Capital      | -12,6        | 1,1          | 0,6          | 0,0          | -0,5         | -0,5         | -0,5         | -0,5         | -0,5         | -0,5         |
| - Investitionen            | -9,1         | -4,0         | -4,3         | -2,9         | -2,7         | -2,5         | -2,3         | -2,1         | -1,9         | -2,6         |
| % v. U.                    | 0,9%         | -1,0%        | -1,1%        | -0,8%        | -0,7%        | -0,6%        | -0,6%        | -0,5%        | -0,5%        | -0,6%        |
| <b>Free Cash Flow</b>      | <b>-12,3</b> | <b>5,0</b>   | <b>4,0</b>   | <b>3,3</b>   | <b>3,4</b>   | <b>4,1</b>   | <b>5,5</b>   | <b>6,0</b>   | <b>6,4</b>   | <b>5,5</b>   |
| % v. U.                    | -3,4%        | 1,3%         | 1,0%         | 0,9%         | 0,9%         | 1,0%         | 1,4%         | 1,4%         | 1,5%         | 1,3%         |

## Entwicklung im laufenden Geschäftsjahr

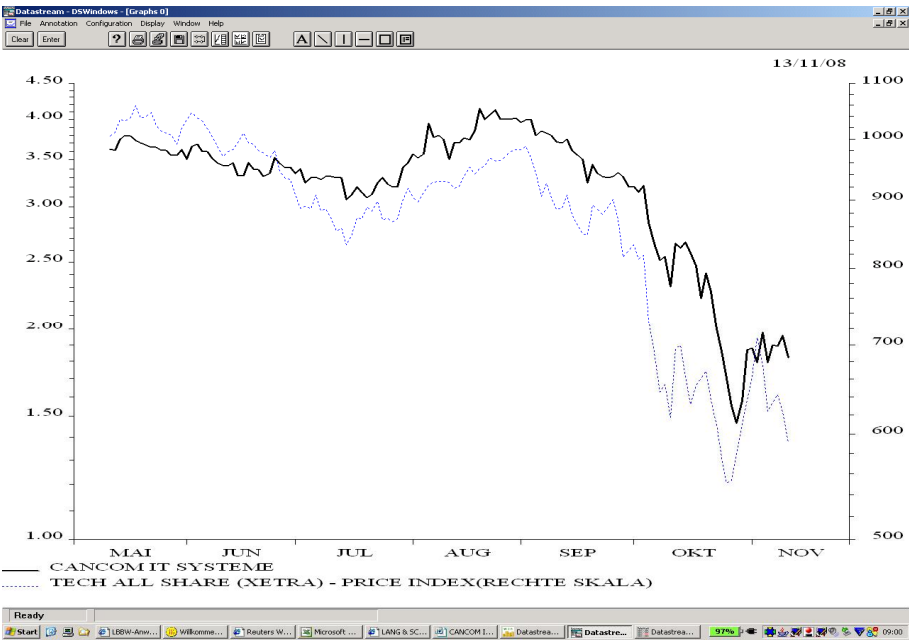
- Cancom hat bereits mitgeteilt, dass im laufende Q4/08 Goodwill-Abschreibungen für das UK-Geschäft anfallen, die rund 2 Mio. € betragen werden (+/- 0,5 Mio. €). Diese Abschreibung ist aber bereits hoch genug, um aus dem ursprünglich von uns erwarteten Nettogewinn von 1,3 Mio. € einen Verlust von 0,7 Mio. € werden zu lassen.
- Alleine diese drohende Abschreibung belastet unsere EPS-Schätzung für 2008 mit 20 Cent, weshalb unsere Prognose bzgl. des Gewinns je Aktie mit nur noch 0,12 € statt zuvor 0,46 € drastisch ausfällt. Nichtsdestotrotz rechnen wir, basierend auf der Konsolidierung von Sysdat, mit einem Umsatzwachstum in Q4/08 gegenüber dem Vorjahr von rund 15 %.

| Geschäftsjahr 2008 nach Quartalen |      |      |      |       |       |
|-----------------------------------|------|------|------|-------|-------|
| 2008e                             | Q1   | Q2   | Q3   | Q4e   | 2008e |
| Umsatz (Mio. €)                   | 79,1 | 78,8 | 98,2 | 109,6 | 365,8 |
| EBIT (Mio. €)                     | 1,4  | 1,4  | 1,5  | 2,1   | 6,4   |
| EBIT-Marge                        | 1,8% | 1,8% | 1,5% | 1,9%  | 1,7%  |
| EBT (Mio. €)                      | 1,1  | 1,1  | 1,1  | 1,8   | 5,2   |
| Nettogewinn (Mio. €)              | 0,8  | 0,6  | 0,5  | -0,7  | 1,2   |
| EPS (€)                           | 0,09 | 0,05 | 0,05 | -0,07 | 0,12  |

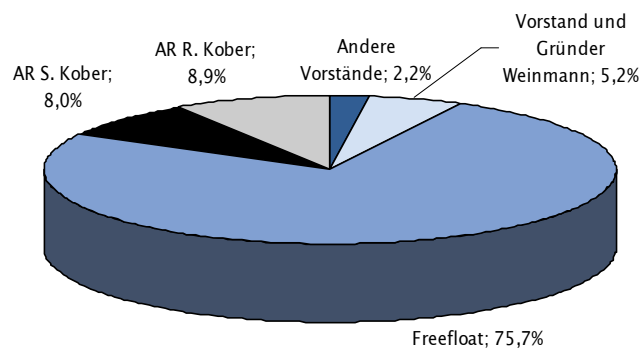
| Geschäftsjahr 2007 nach Quartalen |      |      |      |      |       |
|-----------------------------------|------|------|------|------|-------|
| 2007                              | Q1   | Q2   | Q3   | Q4   | 2007  |
| Umsatz (Mio. €)                   | 69,1 | 65,7 | 70,5 | 94,8 | 300,1 |
| EBIT (Mio. €)                     | 1,6  | 1,1  | 1,3  | 2,5  | 6,4   |
| EBIT-Marge                        | 2,3% | 1,7% | 1,8% | 2,6% | 2,1%  |
| EBT (Mio. €)                      | 1,3  | 0,9  | 1,0  | 2,1  | 5,3   |
| Nettogewinn (Mio. €)              | 0,9  | 1,3  | 0,5  | 1,9  | 4,6   |
| EPS (€)                           | 0,10 | 0,12 | 0,05 | 0,18 | 0,45  |

- Trotz der ab Mitte/Ende September eintretenden beschleunigten Aktien Baisse, riss erst Anfang Oktober mit der Bekanntgabe finanzieller Schwierigkeiten des bis dato größten Aktionärs von Cancom, der österreichischen AVW, den Aktienkurs Cancoms dramatisch in den Keller.



- Zu Beginn des Monats November hat das Management mit dem Kauf des rund 24 %-igen Aktienpakets der AVW diesem Spuk ein Ende bereitet. Entsprechend hat sich der Aktienkurs von seinen Tiefstständen bei rund 1,30 € (Intraday) mit aktuell 1,85 € wieder deutlich erholt.

#### Aktuelle Aktionärsstruktur



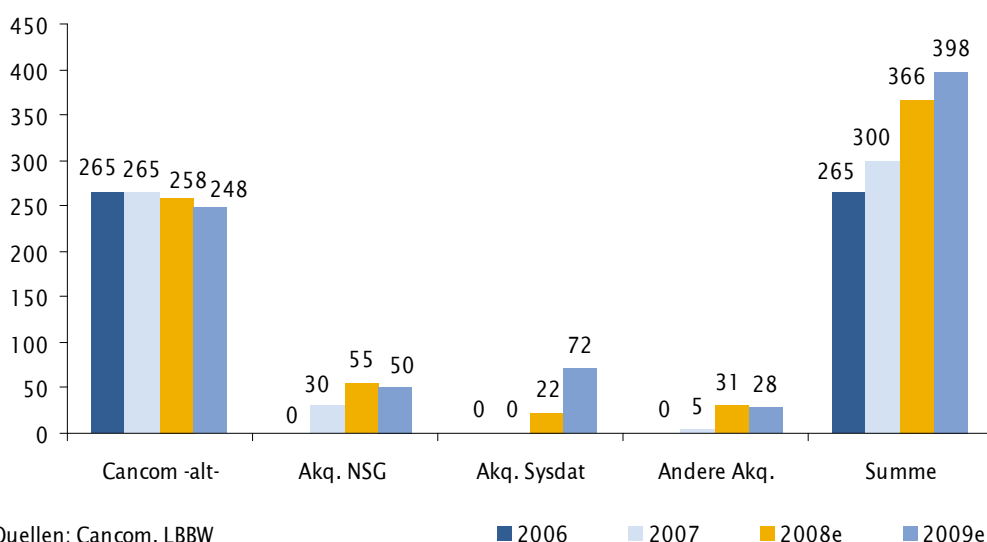
Quelle: LBBW

- Größte Anteilsnehmer des Aktienpakets der AVW sind die beiden Aufsichtsratsmitglieder Raymond und Stefan Kober, der CEO und Gründer von Cancom, Klaus Weinmann sowie zwei weitere Vorstandsmitglieder. Die durchschnittlichen Kaufkurse lagen zum Großteil in einer Bandbreite zwischen 1,50 € - 1,60 € je Aktie.

- Im Rahmen eines One-on-One's auf dem Eigenkapitalforum in Frankfurt hat uns Klaus Weinmann mitgeteilt, dass das Management an einem langfristigen Investment interessiert ist und das Thema „Übernahme von Cancom“ nicht mehr auf der Agenda steht.
- Prinzipiell erscheinen die Ausführungen von Herrn Weinmann nachvollziehbar, ganz überzeugt haben sie uns aber nicht. Wir erachten es durchaus für möglich, dass bei einem Kaufangebot für Cancom von 3,50 € je Aktie, sowohl Management als auch Aufsichtsrat zustimmen könnten. Immerhin würde dies einem Gewinn auf das übernommene Aktienpaket von satten 130 % entsprechen.

## Ausblick & Empfehlung

### Umsatzgenerierung: Organisch wenig zu bieten



Akq. NSG: Konsolidiert seit Q3/06. P.a. Umsatz bei Übernahme ca. 55 Mio. €

Akq. Sysdat: Konsolidiert seit 1. Aug 2008. P.a. Umsatz bei Übernahme ca. 80 Mio. €

Andere Akq.: ComLogic und a+d Computersysteme: Konsolidiert ca. Jan 2008. P.a. Umsatz bei Übernahme zusammen knapp 33 Mio. €

- Ohne der anhaltend hohen Nachfrage nach Softwareprodukten wie zum Beispiel der „Creative Suite“ von Adobe und attraktiven Hardwareprodukten bspw. von Apple (Notebook-Serien „Pro“ und „Air“), wäre die Umsatzentwicklung von „Cancom alt“ vermutlich als noch schwächer einzuschätzen. Vermutlich wäre die Company, adjustiert um die Akquisitionen NSG und Sysdat, mangels Umsatzwachstum und rückläufiger Produktmargen, seiner Equity Story beraubt.
- Mit dem Kauf des Kölner IT-Dienstleisters Sysdat diversifiziert Cancom sein Geschäftsmodell, da Sysdat fast ausschließlich im Großrechnerumfeld der IBM aktiv ist.

- Basierend auf den uns bekannten jeweiligen p.a. Umsätze zum Übernahmezeitpunkt unterstellen wir aus Gründen der Vorsicht, dass im Jahr 2009 der Umsatz von Sysdat um 10 % rückläufig sein wird. Auch wenn diese 10 %-ige Umsatzreduktion auf den ersten Blick wenig dramatisch aussieht, werten wir diesen Abschlag als gravierend. Gerade das Großrechnerumfeld ist gemäß Umfragen von Branchenverbänden und IT-Fachmagazinen wohl auch im Jahr 2009 relativ resistent gegen Budgetkürzungen. Themen wie „Applikation-Integration“, „Storage“ und „Desaster Recovery“ stehen weit mehr im Fokus als bspw. die Anschaffung von Microsoft Updates (Client/Server Umfeld) oder dem Ausbau des bereits in der Regel installierten und betriebenen CRM-Systems.
- Die Aktie von Cancom wird derzeit in etwa nur mit der Hälfte des Buchwertes bewertet. Dass die Gesellschaft in diesem oder im nächsten Jahr einen Nettoverlust erwirtschaften könnte, glauben wir nicht. Cancom beschäftigt rund 300 Free-Lancer unter seinen 1.718 Mitarbeitern (Stand: 30.Sep 2008). Sollte also der IT-Markt einen totalen Einbruch erleiden, könnte Cancom, Skill-Profile unberücksichtigt, rund 20 % der Personalkosten ohne wesentliche Restrukturierungsaufwendungen einsparen.
- Erst mit der Unsicherheit bzgl. des Großaktionärs AVW war die Aktie deutlich unter Druck gekommen. Das Management hat hier nun für Ruhe gesorgt, was den Fokus wieder auf die operative Entwicklung der Gesellschaft lenkt. Unser DCF-Modell entspricht in etwa dem Buchwert je Aktie, weshalb wir unser Kursziel mit 3,50 € in keiner Weise als zu reißerisch erachten.



| Bilanz<br>Mio. €                        | 2004        | 2005        | 2006        | 2007         | 2008e        | 2009e        | 2010e        |
|-----------------------------------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Aktiva</b>                           | <b>57,5</b> | <b>70,1</b> | <b>85,9</b> | <b>100,4</b> | <b>129,6</b> | <b>134,6</b> | <b>132,4</b> |
| Geschäfts- oder Firmenwert              | 13,3        | 16,7        | 19,0        | 21,9         | 21,9         | 21,9         | 21,9         |
| Übrige Immaterielle Vermögenswerte      | 1,3         | 0,1         | 1,2         | 3,8          | 6,0          | 5,8          | 5,3          |
| Sachanlagen                             | 7,9         | 8,0         | 8,6         | 3,0          | 6,7          | 6,0          | 5,5          |
| Sonstiges                               | 2,9         | 2,0         | 2,5         | 3,7          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| <b>Anlagevermögen</b>                   | <b>25,5</b> | <b>26,8</b> | <b>31,2</b> | <b>32,5</b>  | <b>34,6</b>  | <b>33,7</b>  | <b>32,7</b>  |
| Vorräte                                 | 7,5         | 9,7         | 8,1         | 8,6          | 12,2         | 13,2         | 12,9         |
| Forderungen aus L&L                     | 15,8        | 19,5        | 35,8        | 39,3         | 70,1         | 72,1         | 70,6         |
| Sonstige Forderungen und Vermögenswerte | 1,5         | 2,2         | 3,4         | 8,3          | 8,5          | 10,0         | 9,8          |
| Liquide Mittel                          | 7,2         | 11,9        | 7,3         | 11,8         | 4,3          | 5,6          | 6,4          |
| <b>Umlaufvermögen</b>                   | <b>32,1</b> | <b>43,2</b> | <b>54,7</b> | <b>68,0</b>  | <b>95,0</b>  | <b>100,9</b> | <b>99,7</b>  |
| <b>Passiva</b>                          | <b>57,6</b> | <b>70,0</b> | <b>85,9</b> | <b>100,4</b> | <b>129,6</b> | <b>134,6</b> | <b>132,4</b> |
| Eigenkapital                            | 23,9        | 26,9        | 31,7        | 36,3         | 37,4         | 41,5         | 45,3         |
| Anteile anderer Gesellschafter          | 0,0         | 0,0         | 1,6         | 0,0          | 0,0          | 0,0          | - 0,1        |
| Pensionsrückstellungen                  | 0,9         | 0,3         | 0,2         | 0,2          | 0,3          | 0,4          | 0,6          |
| Sonstige Rückstellungen                 | 2,6         | 2,3         | 5,9         | 6,7          | 8,7          | 8,8          | 7,8          |
| Finanzverbindlichkeiten                 | 8,6         | 11,8        | 13,2        | 18,0         | 22,0         | 19,0         | 16,0         |
| Verbindlichkeiten aus L&L               | 15,6        | 22,9        | 26,2        | 27,5         | 44,3         | 48,0         | 47,1         |
| Sonstige Verbindlichkeiten              | 5,9         | 5,8         | 7,1         | 11,7         | 17,0         | 16,8         | 15,7         |

| Kapitalflussrechnung<br>Mio. €             | 2004         | 2005         | 2006         | 2007         | 2008e        | 2009e        | 2010e        |
|--------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>EBT</b>                                 | <b>0,4</b>   | <b>1,4</b>   | <b>3,4</b>   | <b>5,3</b>   | <b>5,2</b>   | <b>5,2</b>   | <b>5,5</b>   |
| Abschreibungen                             | 1,6          | 1,4          | 1,5          | 1,8          | 2,5          | 2,8          | 2,8          |
| Veränderung Rückstellungen                 | 0,4          | - 1,4        | 0,0          | - 1,0        | 0,1          | 0,1          | 0,2          |
| Veränderung Working Capital                | 2,9          | 0,7          | - 6,0        | - 2,1        | - 5,6        | - 0,4        | - 1,2        |
| Sonstige Veränderungen                     | 0,1          | 0,4          | - 0,1        | 2,0          | 0,6          | 0,5          | - 0,3        |
| <b>Operativer Cashflow</b>                 | <b>5,4</b>   | <b>2,5</b>   | <b>- 1,2</b> | <b>6,0</b>   | <b>2,8</b>   | <b>8,3</b>   | <b>7,0</b>   |
| Investitionen                              | - 0,2        | - 2,1        | - 3,9        | - 4,2        | - 9,1        | - 4,0        | - 4,3        |
| Abgänge/Desinvestitionen                   | - 1,0        | - 1,1        | 0,1          | 4,1          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| Sonstige Veränderungen                     | 0,0          | 1,5          | - 1,2        | - 5,4        | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| <b>Cashflow aus Investitionstätigkeit</b>  | <b>- 1,3</b> | <b>- 1,7</b> | <b>- 5,0</b> | <b>- 5,4</b> | <b>- 9,1</b> | <b>- 4,0</b> | <b>- 4,3</b> |
| Einzahlungen aus Kapitalerhöhung           | 1,2          | 1,1          | 2,5          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| Dividendenzahlung                          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,5          | 1,0          |
| Veränderung Finanzverbindlichkeiten        | - 5,2        | 3,2          | - 0,3        | 4,8          | 4,0          | - 3,0        | - 3,0        |
| Sonstige Veränderungen                     | - 0,5        | - 0,5        | - 0,6        | - 0,8        | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| <b>Cashflow aus Finanzierungstätigkeit</b> | <b>- 4,4</b> | <b>3,8</b>   | <b>1,6</b>   | <b>4,0</b>   | <b>4,0</b>   | <b>- 2,5</b> | <b>- 2,0</b> |
| Sonstige Veränderungen                     | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| <b>Veränderung der liquiden Mittel</b>     | <b>- 0,3</b> | <b>4,6</b>   | <b>- 4,5</b> | <b>4,5</b>   | <b>- 2,4</b> | <b>1,8</b>   | <b>0,8</b>   |
| Liquide Mittel Anfang des Jahres           | 7,5          | 7,2          | 11,8         | 7,3          | 11,8         | 9,4          | 11,2         |
| <b>Liquide Mittel Ende des Jahres</b>      | <b>7,2</b>   | <b>11,8</b>  | <b>7,3</b>   | <b>11,8</b>  | <b>9,4</b>   | <b>11,2</b>  | <b>12,0</b>  |

[illegible]

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 Erwartungen verbunden: 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 |
| 52,2%                                                         | 32,4%  | 15,4%     |

Rating-Chronik

| Datum      | Rating |
|------------|--------|
| 03.04.2007 | Kaufen |
| 05.04.2006 | Halten |

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