



23. August 2007

Equity Research Institutionals

Company

Flash

# AC Service

Rating

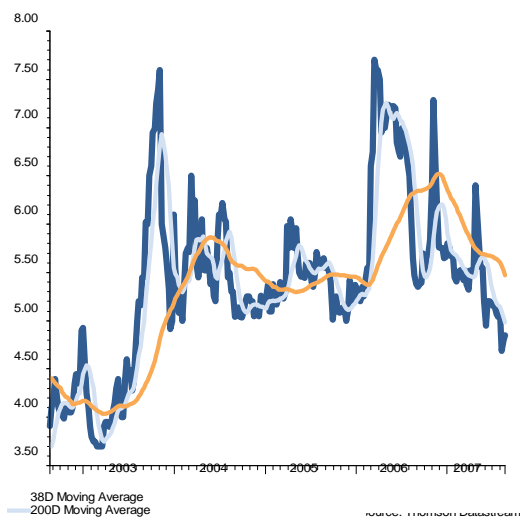
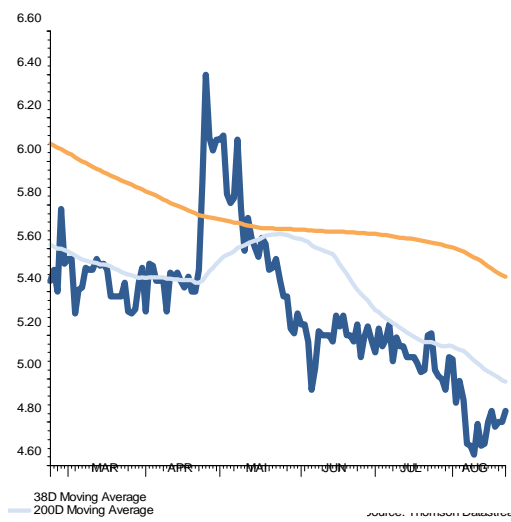
Kaufen

Mit All for One weiter auf Wachstumskurs ▶

Vorübergehende Ergebnisbelastung durch Konzernumbau und Investitionen in zukünftiges Wachstum ▶

Steuerreform führt zu Sonderbelastung in Q3 ▶

Kaufen mit Kursziel 6 € auf Sicht von 6 Monaten ▶





## Kaufen

Kursziel: 6,00 €

Kurs: 5,00 €

23.08.07

12:38 h

Letztes Rating/ Kursz.:

Kaufen / 7,00 €

Letzte Analyse:

29.03.2007

S&P-Rating: n.a.

Technologie

Anzahl Aktien:

5,4 Mio.

Marktkapitalisierung:

27,0 Mio. €

Index: Tech All Share

Indexgewicht: 0,03 %

Beta: n.a.

Rechnungslegung:

IFRS

Kalender:

am

Dividende 2007e: 0,00

ISIN: DE0005110001

Bloomberg: ACV GY

Reuters: ACVG.DE

Thomas Hofmann

Diplom-Kaufmann, CEFA

Investmentanalyst

Tel. +49 711 127-42775

Thomas.Hofmann@LBBW.de

### Equity Research

Landesbank Baden-  
Württemberg

Am Hauptbahnhof 2  
70173 Stuttgart

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

## AC Service

23.08.2007

Anlass: Q2-Finanzzahlenkommentierung

### Dynamisches Wachstum schlägt sich noch nicht im Ertrag nieder

AC Service konnte im ersten Halbjahr 2007 den Umsatz um 27% auf 42 Mio. € steigern. Organisch betrug das Wachstum 21 %, was die Dynamik des Geschäftsverlaufs unterstreicht. Die Ertragslage war von mehreren, in der Summe positiven Sondereffekten geprägt, so dass ein EBIT von 1,33 Mio. € erwirtschaftet wurde. Wir erwarten, dass sich die Umsatzdynamik erst ab 2008 vollständig im Ergebnis niederschlagen wird. Ursache hierfür sind anhaltende Maßnahmen zum Umbau der Konzernstruktur, Investitionen in zukünftiges Wachstum sowie Belastungen aus der Steuerreform. Unser 6-Monats-Kursziel liegt daher mit 6 € (bisher 7 €) unter dem leicht ermäßigten fairen Wert der Aktie von 6,5 €. Unser Anlageurteil lautet unverändert Kaufen.

Aktienkenn- zahlen	Gewinn je Aktie		EV/Umsatz	EV/EBITDA	KGV
	neu €	bisher €			
2006	-0,35	-0,35	0,5	7,8	n.a.
2007e	0,18	0,18	0,4	5,9	27,8
2008e	0,43	0,43	0,4	4,8	11,6
2009e	0,51	0,51	0,3	4,5	9,8

Unternehmens- zahlen	Umsatz Mio. €	EBITDA Mio. €	EBIT Mio. €	EBIT-Marge	Netto- ergebnis Mio. €
2006	72,9	4,5	1,4	1,9 %	-1,8
2007e	83,0	5,7	2,2	2,6 %	0,9
2008e	91,0	7,0	3,5	3,8 %	2,2
2009e	100,0	7,5	4,0	4,0 %	2,7

- Das zweite Quartal war von einem anhaltend hohen Umsatzzuwachs (+19,7%) aber auch von Sonderaufwendungen im Zusammenhang mit dem Ausscheiden des ehemaligen Vorstandsvorsitzenden Werle geprägt. Unter dem Strich ergab sich daher ein nur ausgeglichenes Ergebnis. Der Halbjahresgewinn speist sich somit alleine aus dem hervorragend verlaufenen ersten Quartal.
- Mit Blick auf das Gesamtjahr sollte die Umsatz- und EBITA-Guidance des Managements übertroffen werden können. Das Nettoergebnis des zweiten Halbjahres wird u. E. jedoch durch Aufwendungen im Zusammenhang mit der Steuerreform 2008 nur in der Nähe der Nulllinie liegen.
- Die Fokussierung auf umfassende Dienstleistungen rund um SAP-Software aus einer Hand halten wir im Hinblick auf die Anforderungen der mittelständischen Zielkunden aber auch mit Blick auf SAP für erfolgversprechend. Mit Abschluss der organisatorischen Maßnahmen wird AC Service unseres Ermessens auch mittelfristig eine dynamische Umsatzentwicklung aufweisen können. Die Ertragslage dürfte sich nach einem sprunghaften Anstieg in 2008 weiter verbessern und bis 2010 im Best case eine EBIT-Marge von bis zu 5% ermöglichen (2007e: 2,6%).

**Bitte beachten Sie den Disclaimer auf der letzten Seite dieser Studie.**



## Bewertung

### Shareholder value-Bewertung

#### Bewertung (Wertschöpfungsanalyse)

<b>Barwerte</b>	<b>Mio €</b>
12/2006	1
12/2007e	2
12/2009e	2
Terminal / Continuing value	5
<b>Summe künftiger Wertschöpfung</b>	<b>9</b>
Capital employed (12/2006)	44
<b>Fairer Wert (EK + FK)</b>	<b>54</b>
Adjustierungsfaktor	1,03
Fairer aktueller Wert (EK + FK)	55
Verbindlichkeiten (12/2006)	(22)
<b>Fairer Wert des Eigenkapitals</b>	<b>34</b>
Marktkapitalisierung	25
<b>Abschlag (%)</b>	<b>25</b>
<b>Fair value je Aktie (€)</b>	<b>6,5</b>

#### Modellparameter

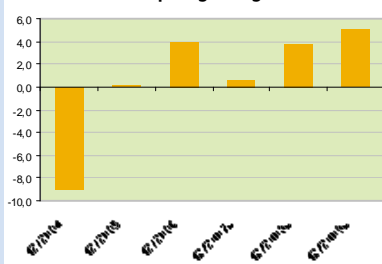
<b>Mittelfristig (2010 - 2014)</b>	
ROCE (%)	8,0
WACC	6,0
Wachstum Capital employed (%)	3,0
<b>Langfristig (ab 2015)</b>	
ROCE (%)	7,5
WACC	7,3
Wachstum Capital employed (%)	3,0

	12/2004	12/2005	12/2006	12/2007e	12/2008e	12/2009e
	Mio €	Mio €	Mio €	Mio €	Mio €	Mio €
<b>Wertschöpfung (Economic value added)</b>	<b>(3)</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>2</b>
Adjustiertes Ergebnis nach Steuern	(1)	2	3	3	5	5
Gewichtete Kapitalkosten nach Steuern*	(2)	(2)	(2)	(2)	(3)	(3)
<b>Wertschöpfungs-Marge (%)</b>	<b>(9,9)</b>	<b>0,1</b>	<b>3,0</b>	<b>2,2</b>	<b>3,9</b>	<b>5,1</b>
ROCE (%)	(3,1)	6,0	8,9	7,1	10,4	11,6
Gewichteter Kapitalkostensatz nach Steuern* (%)	6,8	5,9	5,9	4,9	6,5	6,5
* Werte des Vorjahres						
<b>Wachstum des Capital employed (%)</b>	<b>(19,8)</b>	<b>12,6</b>	<b>50,8</b>	<b>(2,1)</b>	<b>1,3</b>	<b>(0,3)</b>

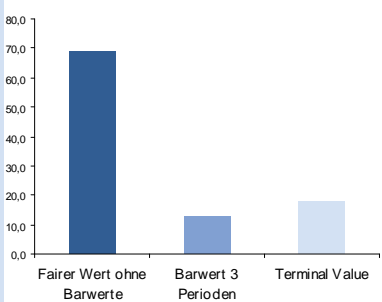
Die Parameter zur Bewertung der AC Service-Aktie haben sich seit unserer letzten Stellungnahme deutlich verschoben. Einerseits haben wir die Annahmen bezüglich der zukünftigen Rentabilität angehoben, andererseits haben sich das gestiegene Zinsniveau sowie die höhere Risikoprämie negativ ausgewirkt:

- Das anhaltend positive gesamtwirtschaftliche Umfeld veranlasst zunehmend auch die überwiegend mittelständischen Zielkunden von AC Service zur Investition in ihre IT. Die Maßnahmen von SAP zur Stärkung der Geschäftsmöglichkeiten der Vertriebspartner schaffen weiteren Rückenwind. Mit Blick auf das nächste Geschäftsjahr dürfte AC Service zusätzlich von der neuen Software der Walldorfer profitieren können, die sich gezielt an Kunden einer Größenordnung richtet, bei denen SAP die Vertriebspartner mit ins Boot nehmen muss. Einziger Bremsfaktor ist und bleibt wohl auch auf absehbare Zeit die schwierige Situation auf dem Fachkräftemarkt. Per Saldo schätzen wir vor diesem Hintergrund die mittel- und langfristigen Aussichten von AC Service positiver ein als bisher und haben daher unsere ROCE-Annahmen entsprechend angehoben. Für die mittelfristige Periode rechnen wir nun mit einem ROCE von 8,0% (bisher 7,5%), für die langfristige mit einem Wert von 7,5% (bisher 7,0%).

Wertschöpfungs-marge in %



Zusammensetzung fairer Wert (%)



- Das deutlich gestiegene Zinsniveau und die im Zusammenhang mit der Subprime-Krise ebenfalls höhere Risikoprämie für Aktien haben zu einer deutlichen Anhebung der Kapitalkosten geführt. Der in unser Bewertungsmodell einfließende mittelfristige WACC beträgt nun 6,0% (5,4%) und der langfristige 7,3% (6,3%).

Die negative Wirkung der gestiegenen durchschnittlichen Kapitalkosten fällt etwas stärker aus als die positive Wirkung der höheren ROCE-Schätzungen, so dass sich der faire Wert von bisher 6,80 € auf 6,50 € reduziert.

## Empfehlung

Wir stufen die Aktie von AC Service unverändert mit Kaufen ein, reduzieren unser Kursziel jedoch von bisher 7 € auf 6 €. Die Reduzierung resultiert ebenso wie der Abschlag auf den fairen Wert aus der Ergebnisentwicklung im laufenden Geschäftsjahr. Die anhaltenden Investitionen in zukünftiges Wachstum und die Aufwendungen im Zusammenhang mit der Steuerreform 2008 lassen 2007 noch keine befriedigende Ergebnissituation zu. Da unser Kursziel einen Zeithorizont von 6 Monaten besitzt, müssen wir dieser Prognose entsprechend Rechnung tragen. Über diesen Zeithorizont hinausgehend halten wir einen Zielkurs zumindest in Höhe des fairen Wertes für realistisch.

### Zinssensitivitäts-Analyse

Fairer Wert nach Zinsänderung	LBBW									
Kapitalmarktzins (%)	3,20	3,45	3,70	3,95	4,20	4,45	4,70	4,95	5,20	
WACC (%)	5,1	5,3	5,6	5,8	6,0	6,2	6,5	6,7	6,9	
Fairer Wert je Aktie (€)	8,9	8,2	7,5	7,0	6,5	6,1	5,7	5,3	5,0	

### ROCE-Sensitivitätsanalyse

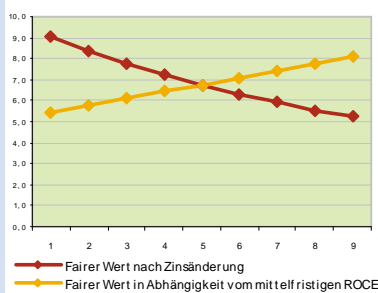
Fairer Wert in Abhängigkeit vom mittelfristigen ROCE	LBBW									
Mfr. ROCE (%)	4,0	5,0	6,0	7,0	8,0	9,0	10,0	11,0	12,0	
Fairer Wert je Aktie (€)	5,2	5,5	5,9	6,2	6,5	6,8	7,2	7,5	7,8	

Fairer Wert in Abhängigkeit vom langfristigen ROCE	LBBW									
Lfr. ROCE (%)	6,5	6,8	7,0	7,3	7,5	7,8	8,0	8,3	8,5	
Fairer Wert je Aktie (€)	5,0	5,4	5,8	6,1	6,5	6,9	7,3	7,6	8,0	

Die obige Sensitivitätsanalyse zeigt, dass unser Kaufen-Votum auf Basis des aktuellen Aktienkurses sehr stabil im Hinblick auf weitere Veränderungen der Bewertungsparameter ist. Selbst wenn die Kapitalmarktzinsen um weitere 100 Basispunkte anziehen sollten, liegt der faire Wert mit 5,0 € immer noch auf dem heutigen Kursniveau von etwa 5 €.

Sensitivität



## Entwicklung im laufenden Geschäftsjahr

### Halbjahresergebnisse in der Zusammenfassung

Mio. €	Q2/07	Q2/06	±%	H1/07	H1/06	±%
<b>Konzern</b>						
Umsatz	20,8	17,3	21%	41,9	33,1	27%
Rohertrag	13,9	12,4	12%	28,3	24,1	17%
Marge	67%	72%		68%	73%	
EBIT	-0,1	0,0	100%	1,3	0,0	8194%
Marge	0%	0%		3%	0%	
Jahresüberschuss	0,0	-0,6	-96%	0,9	-1,3	-165%
Marge	0%	-3%		2%	-4%	
Ergebnis je Aktie (in €)	0,00	-0,11	-96%	0,17	-0,26	-165%
<b>Geschäftsbereiche</b>						
<b>Managed IT-Services</b>						
Umsatz	6,868	4,541	51%	12,382	8,959	38%
EBIT	0,359	0,086	317%	0,543	0,35	55%
Marge	5,2%	1,9%		4,4%	3,9%	
<b>SAP Solutions</b>						
Umsatz	10,51	9,509	11%	22,482	17,283	30%
EBIT	-0,192	-0,014	1271%	0,097	-0,235	-141%
Marge	-1,8%	-0,1%		0,4%	-1,4%	
<b>HR Services</b>						
Umsatz	2,465	2,435	1%	5,39	5,333	1%
EBIT	0,386	0,074	422%	0,945	0,482	96%
Marge	15,7%	3,0%		17,5%	9,0%	
<b>Other Operations</b>						
Umsatz	1,362	1,215	12%	2,601	2,382	9%
EBIT	0,309	0,285	8%	1,204	0,697	73%
Marge	22,7%	23,5%		46,3%	29,3%	

Quelle: AC Service AG, LBBW

Das zweite Quartal von AC Service war umsatzseitig von einem anhaltend dynamischen Wachstum geprägt. Auf Konzernebene konnte der entsprechende Vorjahreswert um mehr als 20% übertroffen werden, so dass sich im ersten Halbjahr ein Plus von 27% ergab. Bereinigt um die Akquisition von All for One betrug das organische Wachstum der ersten sechs Monate immerhin noch 21%. Das operative Ergebnis in Q2 war vor allem durch Aufwendungen in Höhe von 0,5 Mio. € im Zusammenhang mit dem Ausscheiden des ehemaligen Vorstandsvorsitzenden Werle negativ beeinträchtigt. Im Gegenzug wirkte sich die Auflösung von Steuerrückstellungen mit 0,3 Mio. € positiv aus. Zusammen mit den operativen Aufwendungen für die Anpassung der Organisationsstruktur an die neue strategische Ausrichtung und für die Aufstockung des Personalbestandes ergab sich ein aus unserer Sicht nur unbefriedigendes EBIT von -0,072 Mio. € bzw. ein Jahresverlust von 0,025 Mio. €. Dank des hervorragenden ersten Quartals konnte für das erste Halbjahr ein Nettoergebnis von 0,87 Mio. € (0,17 € je Aktie) ausgewiesen werden.

Auf Segmentebene fällt insbesondere der deutliche Umsatz- und Ertragsprung im Bereich Managed IT-Services auf. Hier konnten im zweiten Quartal im Rahmen der Realisierung umfassender Outsourcingbetriebskonzepte außergewöhnlich hohe Hardwareumsätze realisiert werden, die so nicht fortschreibbar sind. Im Segment

SAP-Solutions wirkten sich der Umbauprozess und die hohen Investitionen in Personalaufbau und -entwicklung ebenso margenbelastend aus wie die stärkere Nutzung externer Ressourcen.

Für das zweite Halbjahr 2007 erwarten wir auf operativer Ebene eine Fortsetzung des Trends aus den ersten 6 Monaten. Die Umsatzentwicklung sollte ähnlich ausfallen, wobei im direkten Vergleich die außerordentlich hohen Umsätze bei Managed IT-Services sowie der Wegfall akquisitionsbedingter Effekte zu berücksichtigen sind. Die Ertragslage wird unseres Ermessens auch weiterhin von den Aufwendungen für den Konzernumbau sowie für die Anpassung des Personalbestandes an das gestiegene Geschäftsvolumen belastet bleiben. Auf nicht-operativer Ebene werden im dritten Quartal Aufwendungen im Zusammenhang mit der Steuerreform 2008 in Höhe von rd. 0,5 Mio. € negativ zu Buche schlagen. Per saldo rechnen wir mit einem Umsatz in Höhe von 83 Mio. €, einem EBITA von 3,2 Mio. €, einem EBIT von 2,2 Mio. € sowie einem Ergebnis je Aktie in Höhe von 0,18 €. Wie bisher liegen unsere Schätzungen somit über der Guidance des Managements von 77 Mio. bis 79 Mio. im Umsatz und 2,3 Mio. bis 2,7 Mio. € im EBITA. Allerdings wurde mit Vorlage der 6-Monatszahlen schon darauf hingewiesen, dass die Guidance wohl übertroffen werden sollte.

### GuV-Prognose 2007

Mio. €	Q1/07	Q2/07	Q3/07e	Q4/07e	2007e
<b>Konzern</b>					
<b>Umsatz</b>	<b>21,1</b>	<b>20,8</b>	<b>20,2</b>	<b>21,3</b>	<b>83</b>
<b>Rohhertrag</b>	<b>14,4</b>	<b>13,9</b>	<b>13,6</b>	<b>14,5</b>	<b>56</b>
Marge	68%	67%	67%	68%	68%
<b>EBIT</b>	<b>1,4</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,8</b>	<b>2,2</b>
Marge	7%	0%	0%	4%	3%
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>0,9</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,9</b>
Marge	4,2%	-0,1%	-1,7%	1,9%	1%
<b>Ergebnis je Aktie (in €)</b>	<b>0,17</b>	<b>0,00</b>	<b>-0,07</b>	<b>0,08</b>	<b>0,18</b>

Quelle: AC Service AG, LBBW

### Ausblick

Für den weiteren Geschäftsverlauf von AC Service sind wir durchweg optimistisch. Einerseits gehen wir weiterhin von einem positiven Umfeld für die Anbieter von Software und IT-Dienstleistungen aus, andererseits profitiert AC Service von den geschäftsfördernden Maßnahmen von SAP. Mit dem Umbau der Konzernstruktur kommt AC Service den Ansprüchen der mittelständischen Kundschaft entgegen sich als Komplettanbieter rund um die SAP Software zu positionieren. Wir rechnen damit, dass die Umsätze mittelfristig jährlich um einen zweistelligen Prozentsatz zulegen werden und das Ergebnis deutlich überproportional hierzu steigt.

## Gewinn- und Verlustrechnung

	12/2004	12/2005	12/2006	12/2007e	12/2008e	12/2009e
	Mio €	Mio €	Mio €	Mio €	Mio €	Mio €
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>44</b>	<b>46</b>	<b>73</b>	<b>83</b>	<b>91</b>	<b>100</b>
Veränderung (%)	(7,8)	2,7	59,6	13,9	9,6	9,9
Bestandserhöhungen und andere aktivierte Eigenleistungen	0	0	0	1	0	0
<b>Gesamtleistung</b>	<b>44</b>	<b>46</b>	<b>73</b>	<b>84</b>	<b>91</b>	<b>100</b>
	100,0	100,0	100,7	100,6	100,0	100,0
Materialkosten	(6)	(6)	(22)	(28)	(29)	(32)
Personalkosten	(24)	(24)	(35)	(38)	(42)	(46)
	0	0	0	0	0	0
Sonstige betriebliche Erträge	1	1	0	2	1	1
Sonstige betriebliche Aufwendungen	(9)	(10)	(13)	(14)	(14)	(16)
Restrukturierungsaufwendungen	0	0	0	0	0	0
<b>EBITDA</b>	<b>6</b>	<b>7</b>	<b>4</b>	<b>6</b>	<b>7</b>	<b>8</b>
Marge (%)	14,3	14,5	6,1	6,8	7,7	7,5
Abschreibungen	(7)	(5)	(3)	(4)	(4)	(4)
<b>EBIT</b>	<b>(1)</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>4</b>	<b>4</b>
Finanzergebnis	0	(0)	(1)	(0)	(0)	0
<b>Ergebnis der gew. Geschäftstätigkeit</b>	<b>(1)</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>
A.o. Ergebnis	0	0	0	0	0	0
<b>Vorsteuerergebnis</b>	<b>(1)</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>
EE-Steuern	(1)	(0)	(3)	(1)	(1)	(1)
Steuerquote (%)	n/m	13,0	359,3	52,4	30,0	30,0
<b>Ergebnis fortgeführtes Geschäft vor Anteilen Dritter</b>	<b>(2)</b>	<b>1</b>	<b>(2)</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>
Anteile Dritter	(0)	0	0	(0)	(0)	(0)
<b>Ergebnis fortgeführtes Geschäft</b>	<b>(2)</b>	<b>1</b>	<b>(2)</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>
Nicht fortgeführte Aktivitäten	0	0	0	0	0	0
<b>Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter</b>	<b>(2)</b>	<b>1</b>	<b>(2)</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>
Veränderung (%)	n/m	n/m	n/m	n/m	144,0	18,0
Anzahl der Aktien	5	5	5	5	5	5
<b>Jahresüberschuss pro Stammaktie (€)</b>	<b>(0,43)</b>	<b>0,27</b>	<b>(0,35)</b>	<b>0,18</b>	<b>0,43</b>	<b>0,51</b>
<b>Jahresüberschuss pro Vorzugsaktie (€)</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
Veränderung (%)	n/m	n/m	n/m	n/m	138,9	18,6

## Kennzahlen

### Kennzahlen

	12/2004	12/2005	12/2006	12/2007e	12/2008e	12/2009e
	Mio €	Mio €	Mio €	Mio €	Mio €	Mio €
<b>Investment Kennzahlen</b>						
KGV	n.m.	20,0	n.m.	26,9	11,3	9,5
EPS Wachstum (%)	(304,8)	(162,8)	(229,6)	(151,4)	138,9	18,6
Kurs / Buchwert	1,1	1,1	1,2	1,0	0,9	0,9
Enterprise Value / Umsatz	0,5	0,6	0,5	0,4	0,4	0,3
Enterprise Value / EBITDA	3,2	3,8	7,8	6,1	5,0	4,7
Enterprise Value / EBIT	n/m	16,3	24,9	15,9	10,0	8,7

### Bonitätskennziffern

Nettoverschuldung / EBITDA	(1,0)	(0,4)	1,5	1,7	1,1	1,0
Gearing (%)	(27,4)	(12,2)	24,7	34,7	23,8	20,4
EK-Quote adjustiert (%)	81,2	79,8	75,1	45,4	43,5	46,1

### Cash flow

	12/2004	12/2005	12/2006	12/2007e	12/2008e	12/2009e
	Mio €	Mio €	Mio €	Mio €	Mio €	Mio €
<b>Jahresüberschuß vor Anteilen Dritter</b>	<b>(2)</b>	<b>1</b>	<b>(2)</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>
Abschreibungen	7	5	3	4	4	4
Veränderung Rückstellungen	1	(0)	0	0	0	0
Veränderung Working capital	1	(1)	(0)	(1)	0	(0)
Veränderung latente Steuern (Bilanz)	1	(0)	2	(0)	0	0
Veränderung Vermögenswerte nicht fortgeführter Aktivitäten	0	0	0	0	0	0
<b>Operativer Cash flow</b>	<b>8</b>	<b>5</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>6</b>	<b>6</b>
Investitionen in immaterielle Vermögensgegenstände	(1)	(2)	(14)	(1)	(1)	(1)
Investitionen in Sachanlagen	(4)	(4)	(5)	(6)	(4)	(4)
Investitionen in Finanzanlagen	0	0	0	0	0	0
Desinvestitionen / Konsolidierungseffekte	(0)	(0)	2	0	0	0
<b>Cash flow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>(5)</b>	<b>(6)</b>	<b>(17)</b>	<b>(7)</b>	<b>(4)</b>	<b>(5)</b>
Kapitalmaßnahmen	(3)	(6)	0	0	0	0
Dividendensumme	(1)	0	0	0	0	(1)
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	(1)	0	12	(2)	(2)	(2)
Veränderung Vermögenswerte aus Absatzfinanzierung	0	0	0	0	0	0
Veränderung Verbindlichkeiten nicht fortgeführter Aktivitäten	0	0	0	0	0	0
<b>Cash flow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>(4)</b>	<b>(6)</b>	<b>12</b>	<b>(2)</b>	<b>(2)</b>	<b>(3)</b>
Sonstiges	1	6	1	0	0	(0)
<b>Veränderung der liquiden Mittel incl. Wertpapiere</b>	<b>(0)</b>	<b>(1)</b>	<b>1</b>	<b>(5)</b>	<b>0</b>	<b>(1)</b>
Zinsaufwand	0	0	1	1	1	1
<b>Free Cash flow</b>	<b>3</b>	<b>(1)</b>	<b>(12)</b>	<b>(2)</b>	<b>3</b>	<b>2</b>



**Bilanz****Aktiva**

	12/2004	12/2005	12/2006	12/2007e	12/2008e	12/2009e
	Mio €	Mio €	Mio €	Mio €	Mio €	Mio €
<b>Langfristige Vermögenswerte</b>	<b>19</b>	<b>20</b>	<b>37</b>	<b>40</b>	<b>41</b>	<b>42</b>
Immaterielle Vermögensgegenstände	3	6	19	18	18	18
davon Goodwill	3	4	7	7	7	7
Sachanlagen	11	11	7	10	12	13
Finanzanlagen	0	0	4	4	4	4
Sonstige Vermögensgegenstände	0	0	0	1	1	1
Latente Steuern	4	4	7	7	7	7
<b>Kurzfristige Vermögenswerte</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>28</b>	<b>24</b>	<b>26</b>	<b>27</b>
Vorräte	0	0	1	1	1	1
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	6	7	13	15	16	18
Sonstige Vermögensgegenstände	1	1	1	1	1	1
Wertpapiere	0	0	3	3	3	3
Flüssige Mittel	13	12	9	5	5	4
<b>Vermögenswerte aus Absatzfinanzierung</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Vermögenswerte der nicht fortgeführten Aktivitäten</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Summe Aktiva</b>	<b>39</b>	<b>40</b>	<b>64</b>	<b>65</b>	<b>67</b>	<b>69</b>

**Passiva**

<b>Eigenkapital</b>	<b>24</b>	<b>25</b>	<b>25</b>	<b>26</b>	<b>29</b>	<b>31</b>
in % der Bilanzsumme	60,5	63,0	38,6	40,4	42,7	44,3
Gezeichnetes Kapital	16	16	16	16	16	16
Eigene Aktien (Nennwert)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
Kapitalrücklage	18	12	12	12	12	12
Gewinnrücklage	0	0	0	0	0	2
Bilanzverlust	(10)	(3)	(3)	(2)	0	0
Sonstige Eigenkapitalveränderungen	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
EK der nicht fortgeführte Aktivitäten	0	0	0	0	0	0
Anteile anderer Gesellschafter	0	0	0	1	1	1
<b>Genußrechtskapital</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Langfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>20</b>	<b>18</b>	<b>16</b>	<b>15</b>
Pensionsrückstellungen	0	0	0	0	0	0
Übrige Rückstellungen	1	2	2	2	2	3
Finanzverbindlichkeiten	2	1	12	10	8	6
Sonstige Verbindlichkeiten	0	1	1	1	1	1
Latente Steuern	0	1	5	5	5	5
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>12</b>	<b>11</b>	<b>19</b>	<b>21</b>	<b>22</b>	<b>24</b>
Übrige Rückstellungen	1	0	0	1	1	1
Finanzverbindlichkeiten	1	2	3	4	4	4
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	1	2	5	6	6	7
Sonstige Verbindlichkeiten	8	7	10	11	12	13
<b>Verpflichtungen aus Absatzfinanzierung</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Verbindlichkeiten der nicht fortgeführten Aktivitäten</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Summe Passiva</b>	<b>39</b>	<b>40</b>	<b>64</b>	<b>65</b>	<b>67</b>	<b>69</b>

## Adjustiertes Ergebnis, Capital employed und die Kapitalkosten

	12/2004	12/2005	12/2006	12/2007e	12/2008e	12/2009e
<b>Wertschöpfung</b>	%	%	%	%	%	%
ROCE	(3,1)	6,0	8,9	7,1	10,4	11,6
WACC	5,9	5,9	4,9	6,5	6,5	6,6
<b>Wertschöpfungsmarge (EVA)</b>	<b>(9,0)</b>	<b>0,1</b>	<b>4,0</b>	<b>0,6</b>	<b>3,8</b>	<b>5,0</b>

<b>Adjustiertes Ergebnis</b>	Mio €	Mio €	Mio €	Mio €	Mio €	Mio €
EBIT	(1)	2	1	2	4	4
Ergebniskorrektur F&E	0	0	0	0	0	0
Ergebniskorrektur Pensionsrückstellungen	0	0	0	0	0	0
Opportunitätskosten Entsorgungsrückstellungen	0	0	0	0	0	0
Opportunitätskosten Leasing	0	0	0	0	0	0
Zinsaufwand Finanzdienstleistungsgeschäft	0	0	0	0	0	0
Finanzerträge	0	0	1	1	1	1
Erträge nicht fortgeführte Aktivitäten	0	0	0	0	0	0
A.o. Ergebnis	0	0	0	0	0	0
<b>Adjustiertes Ergebnis vor Steuern</b>	<b>(1)</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>5</b>	<b>5</b>
<b>Adjustierte Steuern</b>	<b>(0)</b>	<b>(0)</b>	<b>0</b>	<b>(0)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Steuerquote bereinigt (%)	60,0	13,0	60,0	0,0	0,0	0,0
<b>Adjustiertes Ergebnis nach Steuern</b>	<b>(1)</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>5</b>	<b>5</b>
<b>ROCE in %</b>	<b>(3,1)</b>	<b>6,0</b>	<b>8,9</b>	<b>7,1</b>	<b>10,4</b>	<b>11,6</b>

### Gewichtete Kapitalkosten nach Steuern (WACC)

<b>Marktkapitalisierung</b>	<b>27</b>	<b>28</b>	<b>28</b>	<b>25</b>	<b>25</b>	<b>25</b>
Anteile Dritter	0	0	0	1	1	1
Genußrechtskapital	0	0	0	0	0	0
Finanzverbindlichkeiten	3	3	16	14	12	10
Pensionsrückstellungen	0	0	0	0	0	0
Verbindlichkeiten der nicht fortgeführten Aktivitäten	0	0	0	0	0	0
Leasing	3	5	5	5	5	5
Entsorgungsrückstellungen	0	0	0	0	0	0
<b>Wert des Fremdkapitals</b>	<b>6</b>	<b>8</b>	<b>22</b>	<b>20</b>	<b>18</b>	<b>16</b>
<b>Marktwert EK + FK*</b>	<b>38</b>	<b>34</b>	<b>37</b>	<b>47</b>	<b>45</b>	<b>43</b>
* FK des Vorjahres						
Langfristiger Kapitalmarktzins (%)	3,8	3,4	3,9	4,2	4,2	4,2
Risikoprämie (%)	5,1	5,1	5,1	5,1	5,1	5,1
Beta	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
<b>Opportunitätskosten des Eigenkapitals (%)</b>	<b>6,8</b>	<b>6,4</b>	<b>7,0</b>	<b>7,3</b>	<b>7,3</b>	<b>7,3</b>
Fremdkapitalkosten vor Steuern (%)	5,1	4,7	5,3	5,6	5,6	5,6
<b>Fremdkapitalkosten nach Steuern (%)</b>	<b>2,0</b>	<b>4,1</b>	<b>2,1</b>	<b>5,6</b>	<b>5,6</b>	<b>5,6</b>
<b>WACC (%)</b>	<b>5,9</b>	<b>5,9</b>	<b>4,9</b>	<b>6,5</b>	<b>6,5</b>	<b>6,6</b>
<b>WACC (in Mio. €)</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>3</b>

### Capital employed

Working capital	(3)	(0)	0	2	2	2
Sachanlagen	11	11	7	10	12	13
Sonstige immaterielle Vermögensgegenstände	0	2	12	12	11	11
Goodwill	3	4	7	7	7	7
Langfristige sonstige Vermögensgegenstände	0	0	0	1	1	1
Puffer Langfristige Vermögenswerte	0	0	0	0	0	0
F+E-Buchwert (steueradjustiert)	0	0	0	0	0	0
Leasing	3	5	5	5	5	5
Lfr. übrige Rückstellungen + Verbindlichkeiten	(1)	(2)	(2)	(3)	(3)	(4)
Entsorgungsrückstellungen	0	0	0	0	0	0
<b>Operatives Vermögen</b>	<b>14</b>	<b>19</b>	<b>29</b>	<b>33</b>	<b>34</b>	<b>35</b>
Finanzanlagen	0	0	4	4	4	4
Nicht betriebsnotwendige liquide Mittel	12	11	11	6	6	5
NAV Finanzdienstleistungsgeschäft	0	0	0	0	0	0
Vermögenswerte nicht fortgeführte Aktivitäten	0	0	0	0	0	0
<b>Nicht-operatives Vermögen</b>	<b>13</b>	<b>11</b>	<b>15</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>9</b>
<b>Capital employed</b>	<b>26</b>	<b>29</b>	<b>44</b>	<b>44</b>	<b>44</b>	<b>44</b>

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
51,4 %	35,8 %	12,8 %

#### Rating-Chronik

Datum	Rating
05.12.2006	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.

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 soweit 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