



14. Januar 2008

Equity Research Institutionals

Company

Flash

R. Stahl

Rating

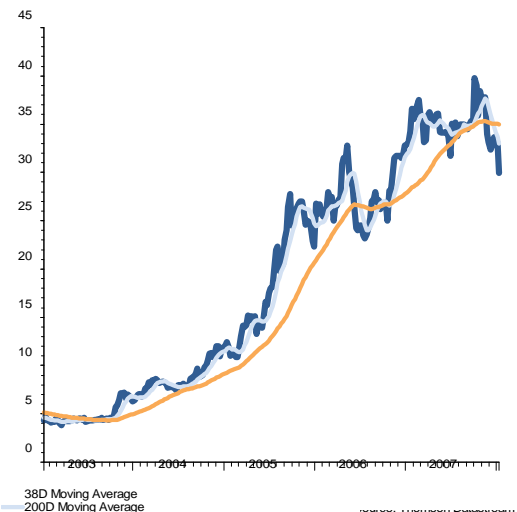
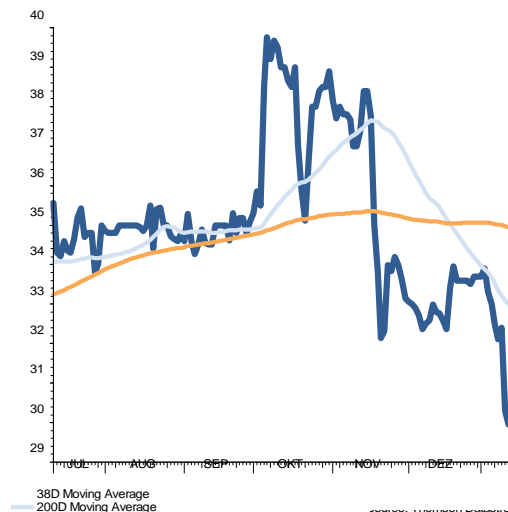
Kaufen (unverändert)

Wachstumsinitiativen tragen schneller Früchte als erwartet ▶

A.o. Steuerbelastung bremst 2007 Nettoergebnis ab ▶

Weitere Anhebung der Umsatz- und Gewinnschätzungen ▶

Rating und Kursziel mit 43,00 € unverändert ▶





Kaufen

Kursziel: 43,00 €

Kurs: 29,24 €

14.01.08

13:54 h

Letztes Rating/ Kursz.:

Kaufen / 43,00 €

Letzte Analyse:

26.07.2007

S&P-Rating: n.a.

Explosionsschutz

Anzahl Aktien:

5,924 Mio.

Marktkapitalisierung:

173,2 Mio. €

Index: Prime Industrial

Indexgewicht: 0,06 %

Beta: 0,80

Rechnungslegung:

IFRS

Kalender:

Vorl. Q4 im März 2008

Dividende 2007e: 1,00

ISIN: DE0007257727

Bloomberg: RSL1 GY

Reuters: RSLG.DE

Harald Rehmet

Diplom-Betriebswirt (FH)

Investmentanalyst

Tel. +49 711 127-74504

Harald.Rehmet@LBBW.de

Equity Research

Landesbank Baden-
Württemberg

Am Hauptbahnhof 2
70173 Stuttgart

www.LBBW.de

R. Stahl

14.01.2008

Anlass: Company Update

Wachstumsstrategie trägt schneller Früchte als erwartet

Die Aktienkursentwicklung halten wir nicht nur vor dem Hintergrund der exzellenten operativen Entwicklung für ungerechtfertigt, sondern auch im Hinblick auf die geringe Zyklizität des Geschäftsmodells. Dieses stützt sich auf eine ganze Reihe von Absatzbranchen, die ihrerseits von strukturellen Marktveränderungen profitieren, wie z.B. in der Öl- und Gasindustrie. Hinzu kommen die eingeleiteten Wachstumsinitiativen, die mögliche Effekte einer konjunkturelle Abschwächung deutlich überkompensieren dürften. Wir bestätigen unser Rating mit Kaufen, belassen jedoch im Hinblick auf das negative Sentiment bei Small- und Midcaps unser Kursziel bei unverändert 43,00 €.

Aktienkenn- zahlen	Gewinn je Aktie		EV/Umsatz	EV/EBITDA	KGV
	neu €	bisher €			
2006	1,75	1,75	1,1	7,0	17,2
2007e	1,76	1,90	0,9	5,5	17,0
2008e	2,89	2,40	0,7	4,4	10,4
2009e	3,24	2,72	0,6	4,0	9,3

Unternehmens- zahlen	Umsatz Mio. €	EBITDA Mio. €	EBIT Mio. €	EBIT-Marge	Netto- ergebnis Mio. €
2006	167,1	25,4	18,5	11,1 %	12,6
2007e	211,5	31,5	23,7	11,2 %	12,0
2008e	235,2	36,0	27,7	11,8 %	17,1
2009e	253,6	39,3	30,7	12,1 %	19,2

- Cooper Industries, Ltd., ein breit diversifizierter US-Elektrokonzern und unter der Marke Cooper Crouse-Hinds Weltmarktführer im elektrischen Explosionsschutz (Weltmarktanteil im für R. Stahl relevanten Markt ca. 20 %) hat am 19.12.2007 ein Übernahmeangebot für den Wettbewerber MTL Instruments Group plc abgegeben. Bis zum Ablauf der ersten Frist am 10.01.2008 wurden Cooper 91,9 % der Aktien angedient, die zweite Annahmefrist endet am 24.01.08. Unmittelbare Auswirkungen für die Geschäftsentwicklung von R. Stahl erwarten wir daraus nicht.
- MTL Instruments (Weltmarktanteil im für R. Stahl relevanten Markt ca. 5 %) erwirtschaftete 2006 schwerpunktmäßig im elektronischen Explosionsschutz einen Umsatz von 85,5 Mio. GBP und ein Nettoergebnis von 5,5 Mio. GBP. Im Laufe des Jahres 2007 wurden drei kleinere Akquisitionen getätigt.
- Durch die Übernahme wird MTL mit 144 Mio. GBP bewertet, was einem EV/Umsatz von 1,7 (2006) bzw. 1,6 (2007) entspricht. Auf Basis EV/EBITDA wurden Multiples von 15,0 (2006) bzw. 13,1 (2007) bezahlt.

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

Bewertung

Multiplikatorbewertung

- Nach dem Übernahmeangebot von Cooper für MTL Instruments reduziert sich unsere schmale Vergleichsgruppe auf nur noch zwei Wettbewerber, die als Konglomerate ohnehin nur einen eingeschränkten Vergleichsmaßstab darstellen. Insofern verzichten wir zukünftig auf eine Multiplikatorbewertung. Allerdings verdeutlicht der gebotene Kaufpreis die Unterbewertung von R. Stahl.

Discounted Cashflow-Bewertung

- Zur Bewertung des Konzerns mittels diskontierter Cashflows haben wir den Entity-Ansatz gewählt. Hierbei wird der Free Cashflow unter der Fiktion der vollständigen Eigenfinanzierung des Unternehmens für die einzelnen Planjahre berechnet. Die Kapitalstruktur des Unternehmens fließt über die Zielkapitalstruktur in den gewichteten Kapitalkostensatz (WACC) ein.
- Die Annahmen wurden im Vergleich zur letzten Bewertung an die veränderten Schätzungen angepasst. Fallende Zinsen und eine gestiegene Marktrisikoprämie führten zu einem unveränderten WACC von 7,3 %.

DCF-Modell - Annahmen

Risikoloser Zins	4,1%
Marktrisikoprämie Aktien	5,0%
Beta-Faktor	0,8
Eigenkapitalkosten	8,1%
Fremdkapitalkosten (nach Steuern)	3,9%
Ziel-Eigenkapitalquote	80,0%
WACC	7,3%
Terminal growth rate	1,0%

Quelle: LBBW

- Die erwartete Entwicklung der operativen Free Cash Flows ist von 2007 bis 2016 dargestellt, wobei in der ersten Phase bis 2009 detaillierte Prognosen zugrunde liegen. In der zweiten Phase von 2010 bis 2016 handelt es sich um eine Fortschreibung der wesentlichen Werttreiber mit degressivem Verlauf.

Free Cash Flow (Mio. €)	2007e	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e
Umsatz	212	235	254	273	292	311	329	347	365	381
Wachstum (yoy)	26,6%	11,2%	7,8%	7,5%	7,0%	6,5%	6,0%	5,5%	5,0%	4,5%
EBIT	21,1	27,9	30,8	32,7	33,5	34,2	34,6	34,7	34,7	34,3
EBIT-Marge	10,0%	11,9%	12,1%	12,0%	11,5%	11,0%	10,5%	10,0%	9,5%	9,0%
- EE-Steuern auf das EBIT	9,7	8,6	9,5	10,1	10,4	10,6	10,7	10,8	10,7	10,6
Steuerquote	46,2%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%
+ Abschreibungen	7,8	8,3	8,5	9,5	10,2	10,9	11,5	12,2	12,8	13,3
vom Umsatz	3,7%	3,5%	3,4%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Rückstellungen	46,0	48,8	50,6	53,2	55,4	57,5	59,3	60,8	62,0	62,9
vom Umsatz	21,8%	20,8%	20,0%	19,5%	19,0%	18,5%	18,0%	17,5%	17,0%	16,5%
+ Delta Rückstellungen	1,9	2,8	1,8	2,5	2,3	2,0	1,8	1,5	1,2	0,9
= Operating Cash Flow	21,1	30,4	31,6	34,6	35,6	36,5	37,2	37,7	37,9	37,9
- Investitionen	12,7	14,1	11,4	11,6	11,7	12,1	12,5	12,9	13,1	13,3
vom Umsatz	6,0%	6,0%	4,5%	4,3%	4,0%	3,9%	3,8%	3,7%	3,6%	3,5%
Net Working Capital	37,6	41,8	44,8	48,0	51,0	54,1	57,0	59,8	62,4	64,8
vom Umsatz	17,8%	17,8%	17,7%	17,6%	17,5%	17,4%	17,3%	17,2%	17,1%	17,0%
- Delta Net Working Capital	6,9	4,2	3,0	3,1	3,1	3,0	2,9	2,8	2,6	2,4
= Free Cash Flow	1,4	12,1	17,2	19,9	20,9	21,4	21,8	22,0	22,1	22,1
Present Value	1,3	10,5	13,9	15,1	14,8	14,1	13,4	12,6	11,8	11,8

Quelle: LBBW

- Auf Basis des DCF-Modells errechnet sich ein fairer Wert je Aktie in Höhe von 47,89 €, woraus sich ein Upside-Potenzial von 64 % ergibt. Vor dem Hintergrund der aktuellen Marktsituation rechnen wir jedoch nicht damit, dass der Fair Value kurzfristig erreicht werden kann und gelangen zu unserem Kursziel mit einem Risikoabschlag von 10 %.

Ermittlung des Werts je Aktie (Mio. €)

Barwert Free Cash Flow Planungsjahre	107,5
+ Barwert Terminal Value	204,0
= Enterprise Value	311,5
<i>Anteil des TV am Enterprise Value</i>	<i>65,5%</i>
- Nettofinanzverschuldung	26,6
- Anteile Dritter	1,2
+ Nicht betriebsnotwendiges Vermögen	0,0
= Marktkapitalisierung	283,7
/ Anzahl Aktien (Mio.)	5,9
= Wert je Aktie (€)	47,89

Quelle: LBBW

Empfehlung

- Der Aktienkurs hat sich nach dem aktienmarktbedingten Rückschlag im November nicht mehr erholen können und entwickelte sich bei dünnen Umsätzen zuletzt weiter südwärts. Dies halten wir nicht nur vor dem Hintergrund der exzellenten operativen Entwicklung für ungerechtfertigt, sondern auch im Hinblick auf die geringe Zyklizität des Geschäftsmodells. Dieses stützt sich auf eine ganze Reihe von Absatzbranchen, die ihrerseits von strukturellen Marktveränderungen profitieren, wie z.B. in der Öl- und Gasindustrie. Hinzu kommen die eingeleiteten Wachstumsinitiativen, die mögliche Effekte einer konjunkturellen Abschwächung deutlich überkompensieren dürften. Wir bestätigen unser Rating mit Kaufen, belassen jedoch im Hinblick auf das negative Sentiment bei Small- und Midcaps unser Kursziel bei unverändert 43,00 €.

Entwicklung im abgelaufenen Geschäftsjahr

Unternehmenszahlen	9M 2007	9M 2006	Veränderung
Auftragseingang (Mio. €)	166,6	127,2	30,9%
Umsatz (Mio. €)	153,5	119,7	28,2%
EBT* (Mio. €)	17,8	12,6	41,5%

* incl. 1,55 Mio. € a.o. Ertrag

Quelle: R. Stahl

- Das Wachstum beim Auftragseingang hat sich in Q3 mit +36 % gegenüber den Vorquartalen weiter beschleunigt, was von allen wesentlichen Absatzbranchen getragen wurde. Dazu trugen auch Erstausrüstungsaufträge mit teilweise hohen Volumina bei. In Q4 erwarten wir basisbedingt jedoch eine leichte Abflachung, so dass wir für das Gesamtjahr mit einem Plus von 29 % rechnen.
- Der Umsatz zeigte in Q3 ebenfalls ein Plus von 36 %. Das Wachstum der ersten neun Monate wurde vollständig außerhalb Deutschlands erzielt, wodurch sich der Auslandsanteil von 63 % auf 71 % erhöhte. Das Wachstum wurde weitgehend organisch erwirtschaftet (Umsatzeffekt aus der Übernahme von Tranberg und dem Verkauf der IT-Sparte ca. 3 % bis 4 %).

- Spitzenreiter war die Region Asien/Pazifik mit einem Umsatzsprung von 77 %, vor Amerika mit einem Zuwachs von 43 %. Dies beruht zwar auch auf der niedrigen Ausgangsbasis, allerdings zeigt sich der Erfolg der neuen Wachstumsstrategie mit einem höheren Tempo als von uns ursprünglich erwartet wurde.
- Bereinigt um den a.o. Ertrag aus dem Verkauf der IT-Sparte verbesserte sich das EBT um 29 % auf 16,2 Mio. €, entsprechend einer Marge von 10,6 % (Vorjahr 10,5 %). Dies ist im Hinblick auf das sprunghafte Wachstum nicht negativ zu werten, da neben dem ungünstigeren Umsatzmix (steigender Erstausrüstungsanteil) auch Investitionen in das Wachstum und Reibungsverluste durch Kapazitätserweiterungen die Marge belasteten.
- Nachdem in Q2 durch eine Betriebsprüfung eine einmalige Steuerrückstellung in Höhe von 2,5 Mio. € notwendig wurde, führte die Unternehmenssteuerreform in Q3 zu einer weiteren Belastung von 0,3 Mio. € durch die Neubewertung der latenten Steuern. Damit ergab sich nach neun Monaten eine Steuerquote von 49,2 % (Vorjahr 42,8 %). Das Nettoergebnis stieg damit um 25 % auf 9,0 Mio. €. Bereinigt um den a.o. Ertrag stellte sich die Steuerquote auf 53,9 % und sorgte beim Nettoergebnis nur für ein Plus von 4 % auf 7,5 Mio. €.
- Die Investitionen erhöhten sich in den ersten neun Monaten um 85 % auf 8,5 Mio. €. So wurde u.a. der Anteil an der norwegischen Tochter um ca. 22 % auf rund 77 % aufgestockt und ein Grundstück zum Neubau eines Büro- und Produktionsgebäudes durch die niederländische Electromach B.V. erworben. Unter Einbeziehung der Verkaufserlöse der IT-Gesellschaften reichte der deutlich verbesserte Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit von 7,7 Mio. € (Vorjahr 0,5 Mio. €) aus, um auch wieder einen positiven Free Cashflow in Höhe von 2,2 Mio. € (Vorjahr -1,7 Mio. €) auszuweisen.

Ausblick

- Nachdem bereits zum Halbjahr die Guidance für 2007 erhöht wurde, geht R. Stahl mittlerweile davon aus, auch diese Werte (Umsatz 190 Mio. € bis 200 Mio. €, EBT-Marge 8 % bis 10 %) „knapp zu übertreffen“.
- Wir erhöhen unsere Schätzung für 2007 auf 211,5 Mio. €, entsprechend einem Plus von knapp 27 % zum Vorjahr, was einem ggü. Q3 abgeflachten Umsatzwachstum von 23 % in Q4 entspricht. Beim EBT erwarten wir nunmehr einen Anstieg um 39 % auf 23,0 Mio. €, was für Q4 einem Zuwachs von 33 % entspricht. Damit gehen wir lediglich von einer Marge von 9,3 % in Q4 aus. Für das Gesamtjahr ergibt sich damit ein bereinigter Wert von 10,1 % (incl. a.o. Ertrag 10,9 %).
- Bei der Steuerquote rechnen wir für 2007 mit einem gegenüber den ersten neun Monaten leicht rückläufigen Niveau von 45,7 %, was das Wachstum beim Nettoergebnis abbremst (+18 % auf 12,5 Mio. €). Bereinigt um den a.o. Ertrag bleibt ein schmales Plus von 3 % bzw. nach höheren Anteilen Dritter ein Ergebnis je Aktie von 1,76 € (bisher 1,90 €, Vorjahr 1,75 €)
- Obwohl sich für 2008 eine Wachstumsabflachung in der Weltwirtschaft abzeichnet, sehen die Perspektiven in den wesentlichen Absatzbranchen weiterhin günstig aus. Der Fachbereich Elektrische Prozessautomation (als Subsegment des Zentralverband Elektrotechnik- und Elektronikindustrie, ZVEI) bildet noch am ehesten die Entwicklung der Konjunktur ab, der auch R. Stahl unterliegt. Der Verband prognostizierte im Oktober für 2007 ein Rekordwachstum von 10 % bis 11 %, das sich 2008 nur leicht auf 7 % bis 8 % abschwächen dürfte.

- Ein nicht unwesentliches Argument dafür waren auch die begrenzten Ressourcen der Unternehmen im Anlagenbau, die auch für R. Stahl die wichtigste Kundengruppe darstellen. Insofern bilden die hohen und noch immer steigenden Auftragsbestände der Anlagenbauer auch über 2008 hinaus Wachstumspotenzial für R. Stahl.
- Dies bildet jedoch nur das Umfeld ab, in dem sich das Unternehmen bewegt. Hinzu kommen die zahlreichen Wachstumsinitiativen bspw. zum Ausbau des Systemgeschäfts und zur besseren Erschließung der Märkte außerhalb Europas. Der Erfolg daraus zeigt sich in Wachstumsraten, die 2007 eine völlig neue Dimension erreichten. Insbesondere die verbesserte preisliche Wettbewerbsfähigkeit, auch durch den neuen Produktionsstandort Indien, ermöglichte es verstärkt Aufträge in der Erstausrüstung zu gewinnen, die wiederum die Basis für das Wachstum von morgen sind.
- Zwar dürfte der Basiseffekt eine Fortsetzung dieser Wachstumsgeschwindigkeit verhindern, gleichwohl erwarten wir für 2008 ein Umsatzplus auf dem Niveau von 2006, d.h. von ca. 11 % bis 12 %. Bereinigt um den a.o. Ertrag 2007 rechnen wir mit einem Zuwachs beim EBT von 19 %, da die Belastungsfaktoren des vergangenen Jahres geringer werden dürften. Mit einer normalisierten Steuerquote, die wir im Zuge der Unternehmenssteuerreform auf ca. 31 % schätzen, ergibt sich auf der Nettoebene ein Sprung um 42 % auf 17,7 Mio. € oder 2,89 € je Aktie (bisher 2,40 €).
- 2009 gehen wir von einer weiteren Abflachung des Wachstums aus. Wir kalkulieren mit einem Zuwachs von 7,8 % auf nunmehr 253,6 Mio. € (bisher 230,2 Mio. €). Beim Ergebnis vor und nach Steuern kalkulieren wir mit einem Plus von gut 12 % auf 28,8 Mio. € bzw. 19,9 Mio. €. Daraus resultiert ein Ergebnis je Aktie von 3,24 (bisher 2,72 €).
- Das hohe Wachstum und der Ausbau des Systemgeschäfts bewirkte seit 2006 steigende Investitionen und ein zunehmendes Working Capital. Entsprechend war der Free Cashflow 2006 negativ und dürfte wie bereits per 30.09. auch zum Jahresende 2007 leicht positiv ausfallen. Das deutlich steigende Nettoergebnis und das sich abflachende Umsatz- und Investitionswachstum sollten jedoch ab 2008, wie in der Vergangenheit, wieder zu deutlich positiven Free Cashflow-Renditen führen (2008 4,9 % nach 1,7 % erwartet).

Gewinn- und Verlustrechnung	2005	2006	2007e	2008e	2009e
Mio. €					
Umsatz	150,2	167,1	211,5	235,2	253,6
Bestandserhöhungen + aktivierte Eigenleistungen	1,3	4,9	4,5	3,5	2,9
Gesamtleistung	151,5	172,0	216,0	238,7	256,5
Materialaufwand	45,9	54,3	74,2	82,4	88,7
Personalaufwand	62,8	66,3	74,3	80,2	85,4
Sonstige betriebliche Aufwendungen	30,1	32,6	42,4	46,6	49,6
Sonstige betriebliche Erträge	4,0	6,6	8,0	6,5	6,5
EBITDA	16,7	25,4	31,6	36,0	39,3
<i>Marge</i>	<i>11,0</i>	<i>14,8</i>	<i>14,6</i>	<i>15,1</i>	<i>15,3</i>
Abschreibungen	7,4	6,9	7,8	8,3	8,6
EBIT	9,3	18,5	23,8	27,7	30,7
<i>Marge</i>	<i>6,2</i>	<i>11,1</i>	<i>11,2</i>	<i>11,8</i>	<i>12,1</i>
Finanzergebnis	- 4,2	- 2,0	- 2,3	- 2,1	- 1,9
EBT	5,1	16,5	21,5	25,6	28,8
<i>Marge</i>	<i>3,4</i>	<i>9,6</i>	<i>9,9</i>	<i>10,7</i>	<i>11,2</i>
EE-Steuern	5,0	5,9	10,5	7,9	8,9
Ergebnis aus fortzuführenden Aktivitäten	0,1	10,6	11,0	17,7	19,9
<i>Marge</i>	<i>0,1</i>	<i>6,2</i>	<i>5,1</i>	<i>7,4</i>	<i>7,8</i>
Ergebnis aus aufgegebenem Geschäftsbereich	32,5	2,2	1,6	0,0	0,0
Anteile anderer Gesellschafter	0,4	0,3	0,5	0,6	0,7
Konzernanteil am Jahresüberschuss	32,2	12,6	12,0	17,1	19,2
<i>Marge</i>	<i>21,2</i>	<i>7,3</i>	<i>5,6</i>	<i>7,2</i>	<i>7,5</i>
Ergebnis je Aktie* in € (Continuing Operations)	1,45	1,75	1,76	2,89	3,24
Ergebnis je Aktie* in € (R.Stahl-Gruppe)	5,43	2,12	2,03	2,89	3,24

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

Bilanz	2005	2006	2007e	2008e	2009e
Mio. €					
Aktiva	154,9	167,6	185,8	202,7	218,3
Geschäfts- oder Firmenwert	0,2	3,4	3,4	3,4	3,4
Übrige Immaterielle Vermögenswerte	5,3	14,7	16,1	17,9	18,6
Sachanlagen	38,9	26,4	28,8	31,9	33,3
Finanzanlagen	0,4	0,9	1,1	1,4	1,6
Sonstiges Anlagevermögen	4,3	16,6	16,4	16,1	15,8
Anlagevermögen	49,1	62,0	65,7	70,6	72,7
Vorräte	22,1	29,3	37,0	40,5	43,1
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	27,5	37,5	46,5	50,6	53,3
Sonstige Forderungen und Vermögenswerte	3,3	6,0	6,3	7,1	7,6
Liquide Mittel	49,0	32,9	30,2	34,0	41,7
Umlaufvermögen	101,9	105,7	120,1	132,1	145,7
Nicht fortgeführte Aktivitäten	3,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Passiva	154,9	167,6	185,8	202,7	218,3
Eigenkapital	57,7	64,8	71,5	82,7	94,8
Anteile anderer Gesellschafter	0,7	1,3	1,5	1,8	2,2
Pensionsrückstellungen	41,5	44,1	46,0	48,8	50,6
Sonstige Rückstellungen	9,7	10,3	13,1	14,3	15,2
Finanzverbindlichkeiten	15,7	15,4	14,6	13,2	11,7
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	9,6	11,7	14,8	16,0	17,2
Sonstige Verbindlichkeiten	19,4	20,1	24,3	25,9	26,6
Nicht fortgeführte Aktivitäten	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0

Kapitalflussrechnung	2005	2006	2007e	2008e	2009e
Mio. €					
Konzernjahresüberschuss	3,1	10,6	12,5	17,7	19,9
Abschreibungen	7,4	7,0	7,8	8,3	8,6
Veränderung langfr. Rückstellungen	1,6	2,2	1,9	2,8	1,8
Veränderung Working Capital	0,6	- 15,8	- 6,9	- 4,2	- 3,0
Sonstige Veränderungen	1,6	- 0,8	0,0	0,0	0,0
Operativer Cashflow	14,3	3,3	15,3	24,6	27,3
Investitionen in das Anlagevermögen	- 5,1	- 10,4	- 12,7	- 14,1	- 11,4
Abgänge/Desinvestitionen	26,9	6,0	1,1	0,9	0,8
Sonstige Veränderungen	0,0	- 8,6	0,0	0,0	0,0
Cashflow aus Investitionstätigkeit	21,8	- 13,0	- 11,6	- 13,2	- 10,7
Einzahlungen aus Kapitalerhöhung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendenzahlung	- 2,4	- 4,7	- 5,3	- 5,9	- 7,1
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	- 0,7	- 0,9	- 0,8	- 1,4	- 1,5
Sonstige Veränderungen	- 0,3	- 0,4	- 0,3	- 0,3	- 0,4
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	- 3,4	- 6,0	- 6,4	- 7,6	- 9,0
Sonstige Veränderungen	- 0,8	- 0,3	0,0	0,0	0,0
Veränderung der liquiden Mittel	31,9	- 16,1	- 2,7	3,8	7,7
Liquide Mittel Anfang des Jahres	17,0	49,0	32,9	30,2	34,0
Liquide Mittel Ende des Jahres	49,0	32,9	30,2	34,0	41,7

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
55,3 %	32,1 %	12,6 %

Rating-Chronik

Datum	Rating
21.11.2003	Kaufen

Diese Publikation beruht auf von uns nicht überprüfbaren, allgemein zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit und Vollständigkeit wir jedoch keine Gewähr übernehmen können. Sie gibt unsere unverbindliche Auffassung über den Markt und die Produkte zum Zeitpunkt des Redaktionsschlusses wieder, ungeachtet etwaiger Eigenbestände in diesen Produkten.

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