



Independent Research

Unabhängige Finanzmarktanalyse GmbH

Investment Research

CANCOM AG



Geschäftszahlen 2007

7. April 2008

Bitte lesen Sie den Hinweis zur Erstellung dieses Dokumentes, die Haftungserklärung, die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die Pflichtangaben zu § 34b Wertpapierhandelsgesetz am Ende dieses Dokumentes. Diese Finanzanalyse im Sinne des § 34b WpHG ist nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die im Zusammenhang mit ihrem Handel, Beruf oder ihrer Beschäftigung übertragbare Finanzinstrumente auf Eigenrechnung oder auf Rechnung anderer erwerben oder verkaufen.

Inhaltsverzeichnis

Zusammenfassung	3
SWOT-Analyse	4
Unternehmensprofil	5
Leistungsspektrum	7
Markt und Wettbewerbsumfeld	9
Operative Entwicklung 2007	13
Prognosen	15
Bewertung	16
ANHANG	18

Überproportionale Ergebnissteigerung in 2008 erwartet

Geschäftszahlen 2007

- ⇒ Cancom steigerte im Geschäftsjahr 2007 den Umsatz auf 300,1 (265,0; unsere Prognose: 294,5) Mio. Euro. Bei einem EBIT von 6,2 (4,3; unsere Prognose: 6,2) Mio. Euro bezifferte sich das Konzernergebnis nach Minderheitenanteilen auf 4,7 (2,4; unsere Prognose: 4,2) Mio. Euro.
- ⇒ Besonders erfreulich war der Umsatzzanstieg im Bereich IT-Solutions auf 103,7 (73,2; unsere Prognose: 96,7) Mio. Euro. Die Entwicklung im Hardwaregeschäft (Umsatz: 196,4 (198,6; unsere Prognose: 196,3) Mio. Euro) fiel aus unserer Sicht insgesamt verhalten aus. Die Geschäftszahlen für 2007 sind aus unserer Sicht solide ausgefallen.
- ⇒ Cancom rechnet in 2008 bei einem Umsatzwachstum mit einer überproportionalen Ergebnissteigerung. Wir belassen unsere Prognose für 2008e und 2009e unverändert. Unsere Umsatzprognose für das abgeschlossene Q1 2008 lautet 74,00 (69,09) Mio. Euro. Das EBIT erwarten wir bei 1,75 (1,56) Mio. Euro. Die Zahlen für das Q1 2008 wird Cancom am 08.05.2008 präsentieren.
- ⇒ In 2008 erwarten wir zudem nennenswerte Verbesserungen in UK. Die Impulse werden hierbei zum einen von der in 2007 weitgehend abgeschlossenen Neuausrichtung der Apple-Stores ausgehen. Zudem ist mit einem nennenswerten Effekt auf die operative Entwicklung von der eingeleiteten Wachstumsstrategie zu rechnen. In diesem Zusammenhang hat Cancom am 03.04. die Übernahme eines Apple Premium Resellers in Edinburgh bekannt gegeben.
- ⇒ Cancom hat als mittelfristige Zielsetzung einen Umsatz von über 500 Mio. Euro und eine EBIT-Marge von über 4% ausgegeben. Wir halten die Zielsetzung für realistisch.
- ⇒ Insgesamt ergibt sich auf Basis der DCF- und Peer Group-Bewertung ein fairer Wert je Aktie von 6,08 Euro. Wir votieren daher bei einem neuen Kursziel von 6,00 (alt: 5,50) Euro unverändert mit Kaufen.

RL	GJ	Umsatz	EBIT	EBT	JÜ	EpS
IFRS	2005	226,1	2,4	1,4	1,0	0,10
IFRS	2006	265,0	4,3	3,4	2,4	0,24
IFRS	2007	300,1	6,2	5,3	4,7	0,45
IFRS	2008e	339,1	8,5	7,8	5,6	0,54
IFRS	2009e	365,0	11,8	11,2	7,9	0,76
CAGR 2005 - 2009e		12,7%	49,4%	68,1%	67,7%	

Zahlen in Mio. Euro außer EpS (in Euro), hist. KGVs auf Jahresdurchschnittskursen

CANCOM 4)

Votum:

alt:
vom

Kaufen

-
-

Kursziel (in Euro) (6 Monate)

6,00

Kurs(Xetra) (in Euro)

3,85

04.04.2008 17:36 Uhr

Kurspotenzial

55,84%

Unternehmensdaten

Land	GE
Branche	IT Services
Segment	Prime Standard
ISIN	DE0005419105
Reuters	COKG.DE
Bloomberg	COK
Internet	www.cancom.de

Aktiendaten

Aktienanzahl (in Mio. Stück)	10,391
Freefloat	66,02%
Marktkapitalisierung (in Mio Euro)	40,0
Ø Tagesumsatz	14.315
52W Hoch 29.10.2007	4,82 Euro
52W Tief 22.01.2008	2,54 Euro
Beta	0,76
Volatilität (60 Tage)	57,07

Bewertungsmultiplikatoren

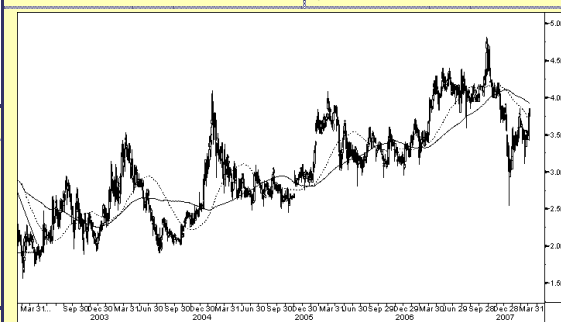
	EV/Umsatz	EV/EBIT	KGV	Div. Rendite
2005	0,1	11,0	27,8	0,0%
2006	0,1	9,1	13,8	3,0%
2007	0,2	7,7	8,8	0,0%
2008e	0,1	5,4	7,1	2,6%
2009e	0,1	3,9	5,1	3,9%

Performance (in %)

	1 Monat	3 Monate	6 Monate	12 Monate
absolut	5,8	2,1	-7,0	2,7
relativ ggü.:				
DAX	2,4	17,9	9,2	7,4
Pr. Software	2,4	17,9	9,2	7,4

Index-Gewichtung

Prime All Share	0,003%
Prime Software	0,074%



Ersteller: Zafer Rüzgar (Analyst)

1)2)3)4) **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

STÄRKEN

- **Cancom verfügt über eine gute Marktposition im deutschen IT-Markt**
- **Spürbare Ausweitung des IT-Dienstleistungsgeschäfts - erfolgreiche Integration der NSG-Akquisition**
- **Zweistelliges Umsatz- und Ergebniswachstum in den letzten Jahren**
- **Größter Apple- und Adobe-Handelspartner in Europa**

CHANCEN

- **Margenpotenzial infolge der Ausweitung der Dienstleistungsaktivitäten**
- **Hohes akquisitorisches Umsatzwachstum**
- **Optimierung der Prozessabläufe mit Hilfe von Microsoft Dynamics**

SCHWÄCHEN

- **Konjunkturabhängiges Geschäftsmodell**
- **Schwaches UK-Geschäft in 2007**
- **Dienstleistungsanteil nach wie vor zu klein**

RISIKEN

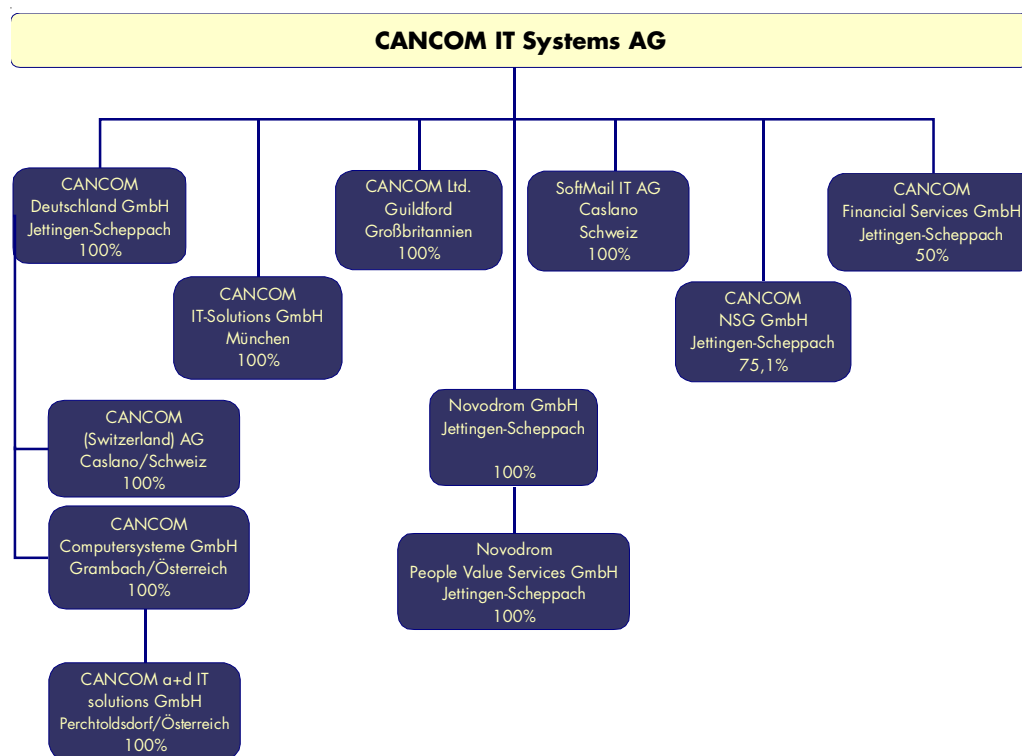
- **Hohe Wettbewerbsintensität im IT-Sektor**
- **Rückläufige Preisentwicklung im Hardwaregeschäft**
- **Verhältnismäßig geringes Auslandsgeschäft**
- **Zunehmender Mangel an Fachkräften**

Unternehmensprofil

Wandel von einem reinen Systemhaus zu einem IT-Dienstleistungsunternehmen

Unter den TOP 5 der herstellerunabhängigen Systemhäuser in Deutschland

Cancom gehört zu den führenden Anbietern von IT-Produkten und -Dienstleistungen. Gemäß einer Rangliste der IT-Fachzeitschrift ChannelPartner zählt die Cancom-Gruppe zu den TOP 4 (2005: Rang 5) der herstellerunabhängigen Systemhäuser in Deutschland. In den letzten Jahren vollzog das Unternehmen einen Wandel von einem reinen Systemhaus zu einem IT-Dienstleistungsunternehmen. Die Übernahme der NSG Netzwerk-Service GmbH, einem Dienstleistungsunternehmen, in 2006 untermauert diese Entwicklung. Heute agiert die Cancom-Gruppe als Full-Service-Anbieter. Neben Standard-Produkten (u.a. Office-Programme, Adobe) ist Cancom auch in der Lage, maßgeschneiderte Lösungen anzubieten. Der Bereich Systemhaus trägt rund drei Viertel zum Umsatz bei. Im Systemhaus-Geschäft ist Cancom auf den Sektor Desktop-Publishing und Media fokussiert. Diese Positionierung beruht auf den Wurzeln des Unternehmens, die im Handel mit Apple-Hardware liegen.



Quelle: CANCOM AG

Führender Apple- und Adobe-Partner

Cancom ist der mit weitem Abstand größte Apple-Handelspartner in Europa. Daneben ist Cancom führender Partner von Adobe in Europa. Zu den Kunden des Unternehmens gehören neben namhaften Großunternehmen sowie zahlreichen mittelständischen Unternehmen auch Kunden der öffentlichen Hand. Zum 31.12.2007 beschäftigte das in Jettingen-Scheppach ansässige Unternehmen über 1.319 Mitarbeiter, davon 902 Mitarbeiter im Bereich Professional Services. Der Umsatz pro Mitarbeiter betrug in 2007 227 (211) Tsd. Euro.

Management

Herr **Klaus Weinmann** (Jahrgang 1961) ist Vorstandsvorsitzender der CANCOM IT Systeme AG. Herr Weinmann gründete CANCOM 1992 während seines Studiums der Betriebswirtschaftslehre in Augsburg. Im Unternehmen ist er heute verantwortlich für die Bereiche Finance, Controlling, Investor und Public Relations, Legal, M&A, Internal Audit, Corporate Strategy sowie Human Capital.

Herr **Paul Holdschik** (Jahrgang 1961) begann seine berufliche Karriere 1986 bei der Computer 2000 Deutschland GmbH in München, wo er ab 1994 Bereichsleiter Vertrieb war. Herr Holdschik ist seit Januar 2006 Mitglied des Vorstands der CANCOM IT Systeme AG und ist verantwortlich für die Bereiche Marketing und Sales, Purchasing, Logistics sowie Service & Repair.

Herr **Rudolf Hotter** (Jahrgang 1962) ist seit 2005 Mitglied des Vorstands der CANCOM IT Systems AG. Herr Hotter trägt Verantwortung für die Bereiche CANCOM IT Solutions sowie Corporate Information Systems und ist zudem Geschäftsführer der CANCOM NSG GmbH. Seine berufliche Laufbahn begann Herr Hotter 1987 als geschäftsführender Gesellschafter der Computer Partner GmbH.

Historie

- 2007 Übernahme von a+d
Übernahme von ComLogic und 4PC
Verkauf von Maily
- 2006 Erweiterung des Dienstleistungsangebotes durch Integration der Netzwerk Service GmbH
- 2005 Übernahme der ECS ComputerPartner GmbH München (jetzt CANCOM ComputerPartner GmbH)
- 2004 Zusammenschluss der beiden größten CANCOM-Tochtergesellschaften Tendi Deutschland und CANCOM media solutions zur CANCOM
- 2003 CANCOM erhält Zulassung für Prime Standard
- 2001 Übernahme der VendIT AG
- 2000 CANCOM expandiert nach England
Übernahme des Geschäftsbetriebes der Teampoint AG
- 1999 CANCOM geht an die Börse
- 1998 Start des CANCOM WebShop
- 1997 Umstellung auf zentralisierte Logistik
- 1996 Einstieg ins Kataloggeschäft
- 1994/1995 Eröffnung der ersten Niederlassung
- 1993 Apple Autorisierung
- 1992 Gründung CANCOM als Systemhaus

Leistungsspektrum

Cancom zählt zu den führenden Anbietern von IT-Produkten und -Dienstleistungen. Laut einer Rangliste der IT-Fachzeitschrift ChannelPartner zählt die Cancom-Gruppe zu den TOP 4 der herstellerunabhängigen Systemhäuser in Deutschland. In den letzten Jahren wandelte sich Cancom dabei von einem reinen Systemhaus zu einem IT-Dienstleistungsunternehmen. Diese Entwicklung wurde durch die Übernahme des Dienstleistungsunternehmens NSG Netzwerk-Service GmbH untermauert. Aktuell agiert Cancom als Full-Service-Anbieter, der neben Standard-Produkten (u.a. Office-Programme, Adobe) auch maßgeschneiderte und kostenoptimierte IT-Komplettlösungen anbietet.

Größter deutscher Lizenzierungspartner von Microsoft im Mittelstand

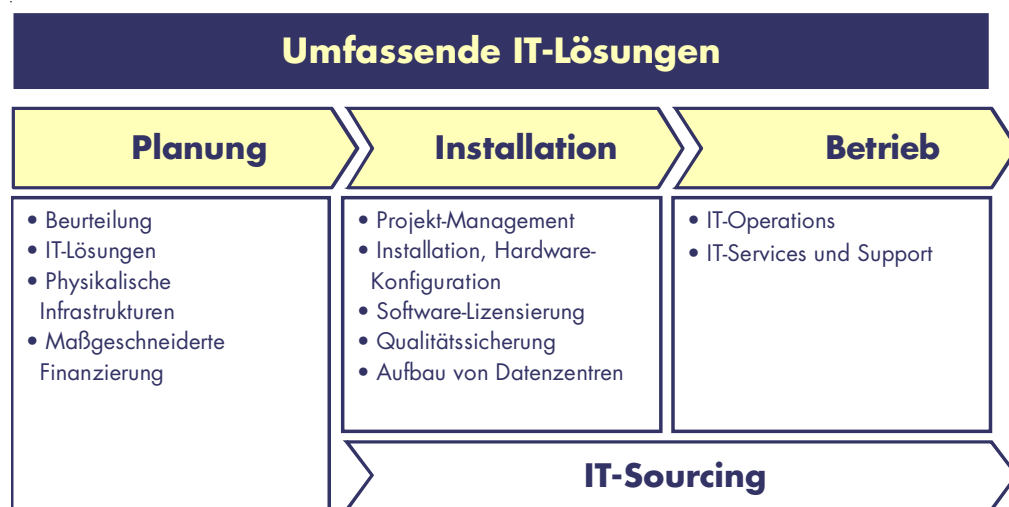
Umfangreiches Produktsortiment mit den dazugehörigen Dienstleistungen

Als Full-Service-Systemhaus bietet Cancom seinen Kunden ein reichhaltiges Produktsortiment rund um den Apple- und PC-Markt an. Hier hat Cancom als größter deutscher Lizenzierungspartner von Microsoft im Bereich von Mittelstandslizenzen und größter europäischer Partner von Apple und Adobe entscheidende Kernkompetenzen. Zum vielfältigen Produktsortiment gehören ausschließlich qualitativ hochwertige Produkte namhafter Hersteller sowie die dazugehörigen Dienstleistungen. Dabei erstreckt sich die vom Unternehmen angebotene Unterstützung sowohl auf einzelne Artikel als auch auf komplette Netzwerke.

Cancom als Full-Service-Anbieter

Leistungsspektrum im Überblick

Das Leistungsspektrum der Cancom-Gruppe setzt sich aus den Bausteinen Beratung, Planung, Lokale Netzwerke, Projektmanagement, Support, Schulung und Wartung zusammen. Unter dem Baustein Beratung stellt das Systemhaus den Kunden u.a. Organisationskonzepte, Technologieberatung und Wirtschaftlichkeitsanalysen zur Verfügung. Der Bereich Planung beinhaltet u.a. die Dienstleistungen Lokale Netzwerke, Verkabelungsplanung, Netzwerkadministration, Verfügbarkeitskonzepte, Datensicherheit, Unternehmenskommunikation und Internet Integration. Ein weiterer wichtiger Baustein in der Full-Service-Strategie von Cancom ist der Baustein Projektmanagement. Dieser umfasst insbesondere die Logistik, Konfiguration von Hard- und Software, Integration von Kommunikations- und Netzwerkkomponenten, Installation, Inbetriebnahme und Anwendereinarbeitung.



Quelle: Cancom

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Im Bereich Support bietet Cancom den Kunden insbesondere Unterstützung im Netzbetrieb, ein Netzwerk- und Software-Helpdesk und Vor-Ort-Service an. Abgerundet wird das ganzheitliche Service-Angebot durch die Bausteine Schulung und Wartung. Im Bereich Schulung werden den Kunden u.a. Firmenseminare, Workshops und Ausbildungskonzepte für die Schulung der Mitarbeiter angeboten. Der Bereich Wartung beinhaltet vor allem verschiedene Garantieleistungen, eine Remote-Fehlerdiagnose und -behebung sowie eine Remote Wartung.

Differenzierte Vertriebswege

Über 23.000 gelistete Produkte im Online-Shop

Zur Vermarktung des umfangreichen Angebots an Dienstleistungen rund um den Apple- und PC-Markt nutzt Cancom eine ganze Bandbreite unterschiedlicher Vertriebswege. Diese reicht von den Systemhaus-Niederlassungen, über Telefon, Katalog bis hin zum unter www.cancom.de erreichbaren Online-Shop. Im Letztgenannten offeriert Cancom insgesamt über 23.000 gelistete Produkte.

Europaweite Präsenz

Modernes Logistikzentrum als Wettbewerbsvorteil

Mit seinen über 20 Systemhaus-Niederlassungen ist Cancom auf den wichtigen europäischen Märkten Deutschland, Großbritannien, Österreich und Schweiz vertreten. In Deutschland besitzt das Unternehmen zahlreiche, über das gesamte Bundesgebiet, verteilte Niederlassungen und schafft dadurch eine lokale Kundennähe. Zentrale Bedeutung kommt dem Logistikzentrum in Jettingen-Scheppach zu, dass zu den modernsten Europas zählt und einen entscheidenden Wettbewerbsvorteil gegenüber Konkurrenten darstellt.

Breite Kundenbasis mit bekannten Großunternehmen

Cancom profitiert im Rahmen seiner Geschäftstätigkeit als führender Anbieter von IT-Produkten und -Dienstleistungen von dem sehr breiten Kundenspektrum, das neben bekannten Großunternehmen wie z.B. ADAC, Air Berlin, Commerzbank und Deutsche Bank auch zahlreiche mittelständische Betriebe und Selbständige umfasst. Hinzu kommen auch Kunden der öffentlichen Hand, z.B. Universitäten, Behörden und Ministerien.



Quelle: Cancom

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Markt und Wettbewerbsumfeld

Deutscher ITK-Markt erreicht in 2007 einen Umsatz von 143 Mrd. Euro

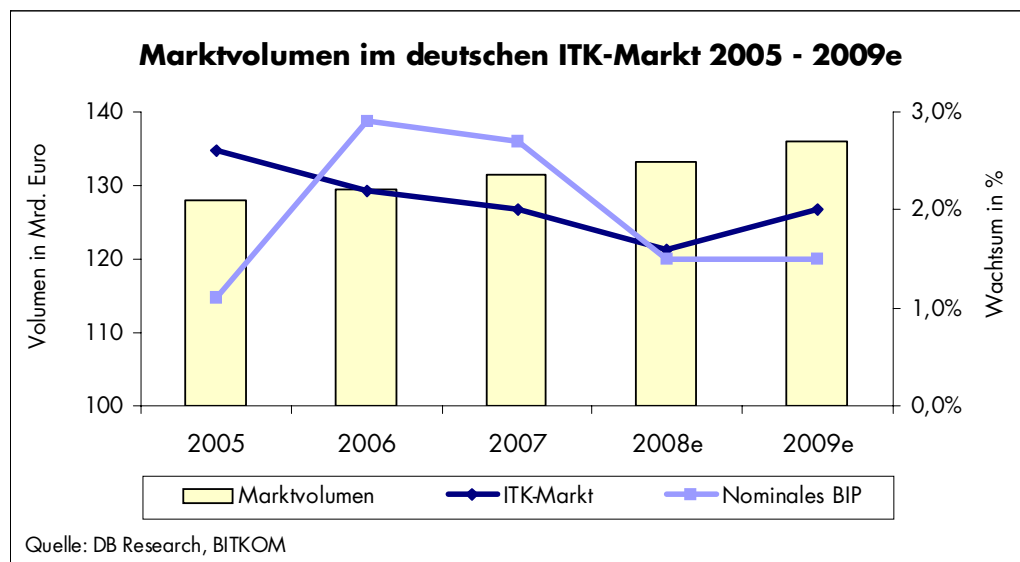
Krise zur Jahrtausendwende nachhaltig überwunden

Der Markt für Informations- und Kommunikationstechnologie (ITK) wurde in den letzten Jahrzehnten zu einem wichtigen, primären Wirtschaftszweig in Deutschland. Dabei konnte die ITK-Industrie ihre Krise zur Jahrtausendwende in den Jahren seit 2003 nachhaltig überwinden. Nachdem die Umsätze im deutschen ITK-Markt in 2002 bis auf 127,2 Mrd. Euro rückläufig waren, erreichten sie im abgelaufenen Jahr 2007 mit 143,0 Mrd. Euro erneut einen Rekordwert. Für die kommenden beiden Jahre rechnet der Branchenverband BITKOM mit einer Fortsetzung der positiven Branchenentwicklung und einem Anstieg der Umsätze bis 2009 auf 148,1 Mrd. Euro. Für das laufende Jahr prognostiziert BITKOM einen Anstieg um 1,6% auf 145,2 Mrd. Euro.

Informationstechnik soll in Deutschland in 2008 um 4,6% zulegen

Informationstechnik als Wachstumstreiber für den Sektor

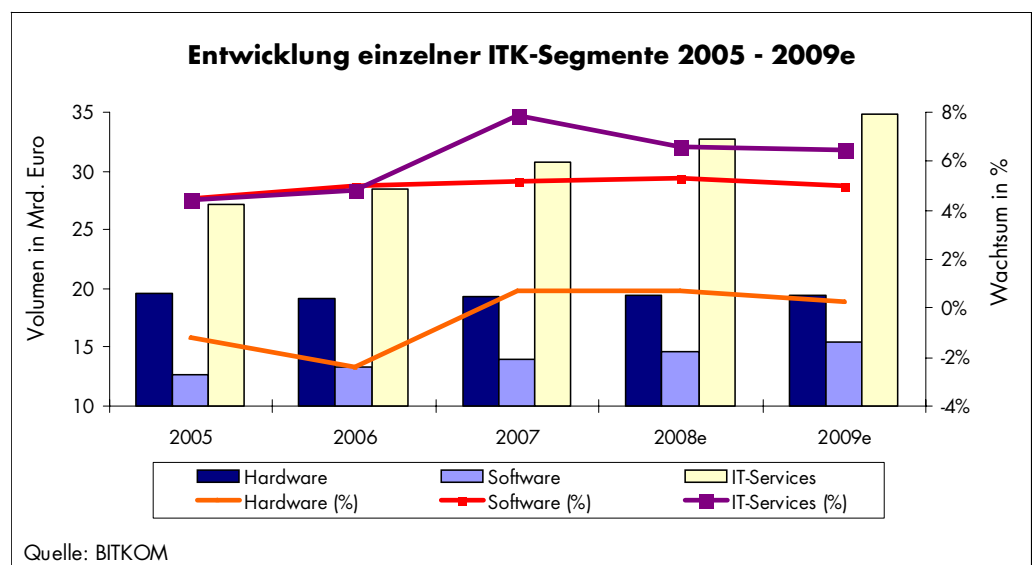
Die Wachstumsimpulse kommen dabei wie bereits in den vergangenen Jahren ausschließlich vom Markt für Informationstechnik. Hier wird nach einem Zuwachs von 5,0% auf 64,0 Mrd. Euro in 2007 für die kommenden Jahre mit einer nur leichten Abschwächung der Wachstumsraten gerechnet. In 2008 soll der Markt für Informationstechnik um 4,6% auf 66,9 Mrd. Euro und im Jahr 2009 um 4,4% auf 69,8 Mrd. Euro zulegen. Gegenläufig ist die Entwicklung im Markt für Telekommunikation, der durch leichte Umsatzrückgänge gekennzeichnet ist. Für die Jahre 2008 und 2009 zeichnet sich ersten Schätzungen zufolge jedoch eine leichte Besserung der Situation ab. Während der Markt für Telekommunikation in 2007 noch um 1,6% auf 67,4 Mrd. Euro rückläufig war, wird für 2008 und 2009 nur noch mit Rückgängen von -1,5% bzw. -0,5% gerechnet.



Trend in Richtung Dienstleistung weiterhin intakt

Service-Segment mit kräftigen Wachstumsraten

Der Aufschwung des ITK-Marktes fällt, wie aus der obenstehenden Abbildung hervorgeht, mit den Konjunkturzyklen in Deutschland zusammen. Die ITK-Branche ist also insgesamt sehr konjunkturabhängig. Dabei hält der Trend der Vorjahre an, wonach alle ITK-Segmente von der positiven Branchenentwicklung profitieren. Auffällig ist dabei insbesondere das starke Wachstum des Service-Segments, das im Jahre 2007 ein sehr kräftiges Wachstum von 7,9% erreichen konnte. Auch für die Jahre 2008 und 2009 bleiben die Perspektiven mit einem prognostizierten Anstieg von 6,6% bzw. 6,5% weiterhin positiv. Damit ist aus unserer Sicht der Trend in Richtung Dienstleistung weiterhin intakt. Wir begrüßen daher die Anstrengungen von Cancom, das margenträchtige Dienstleistungsgeschäft künftig weiter ausbauen zu wollen. Die Übernahme der NSG war hierbei ein wichtiger Meilenstein.



Wachstumsprognose für europäischen ITK-Markt liegt bei 2,9%

Entwicklung des europäischen ITK-Markts

Für Cancom als international ausgerichtetes und in den wichtigsten europäischen Märkten vertretenes Systemhaus ist neben dem europäischen ITK-Markt auch die Entwicklung des europäischen ITK-Marktes von besonderem Interesse. Hier sind die Perspektiven verglichen mit dem deutschen Markt noch positiver. So rechnet EITO (European Information Technology Observatory) für 2008 mit einem Wachstum von 2,9% auf 687 Mrd. Euro, nachdem der europäische ITK-Markt bereits in 2007 um 2,9% auf 668 Mrd. Euro zulegen konnte. Wachstumstreiber im vergangenen Jahr war dabei wie in Deutschland die Informationstechnik mit einem Plus von 4,4%. Die Segmente Software und IT-Services verzeichneten Zuwächse von 6,5% bzw. 5,5%. Für das laufende Jahr prognostiziert EITO ähnliche Zuwachsraten für die beiden Segmente. Stark nachgefragt waren dabei professionelle IT-Dienste wie Outsourcing, Consulting und System-Integration. Cancom dürfte auf Grund seines reichhaltigen Produktsortiments und seiner großen Kompetenz bei Service-Angeboten von der kräftigen Nachfrage nach IT-Service-Leistungen besonders profitieren.

Trends und Treiber im IT-Markt

In der IT-Branche bestehen aus unserer Sicht derzeit mehrere bedeutende Trends, die unmittelbaren Einfluss auf die Geschäftsentwicklung von Cancom haben. Wir haben hier die aus unserer Sicht zwei wichtigsten Markttreiber - Outsourcing und IT-Sicherheit - näher dargestellt.

Outsourcing

Kostenentwicklung und Fokussierung auf das Kerngeschäft als Wachstumstreiber

Einer der wichtigsten Trends in der globalen Wirtschaft und Wertschöpfungskette bleibt die Auslagerung von Geschäftsprozessen, auch wenn teilweise bereits wieder erste gegenläufige Entwicklungen erkennbar sind. Insbesondere in der IT ist der Trend zum Outsourcing aber ungebrochen. Das Marktforschungsunternehmen Gartner rechnet bis 2010 mit einem Anstieg des Marktvolumens in Deutschland auf 18,3 Mrd. Euro, nachdem es in 2006 noch bei 12,1 Mrd. Euro gelegen hatte. Dies entspricht einem jährlichen Wachstum (CAGR) von 8,6%. Hauptgründe für die zunehmende IT-Auslagerung sind der Wunsch Kosten zu sparen und die Fokussierung auf das Kerngeschäft verbunden mit der Absicht, die Mitarbeiter für strategischere Aufgaben einzusetzen. Gerade bei mittelständischen Unternehmen liegt die Bereitschaft zum Outsourcing laut Gartner bei über 50%. Anders als Großunternehmen gliedern mittelständische Unternehmen teilweise die komplette IT an einen Dienstleister aus.

Full-Service-Dienstleister wie Cancom profitieren von der Entwicklung

Dabei befindet sich der Outsourcing-Markt laut BITKOM jedoch in einem Wandel hin zu einer Optimierung der Geschäftsprozesse anstelle einer Optimierung und "bloßen" Steigerung der Kosten- und Leistungseffizienz. An Bedeutung gewinnt in diesem Zusammenhang vor allem das Application Management und das Business Process Management (BPO). Aus unserer Sicht befindet sich dabei insbesondere der deutsche BPO-Markt noch in einer relativ frühen Phase seiner Entwicklung. Unserer Einschätzung nach werden von der erwarteten positiven Entwicklung des Outsourcing-Markts vor allem Full-Service-Dienstleister wie Cancom profitieren. Mit ihren umfangreichen BPO- und Outtasking-Dienstleistungen sehen wir Cancom gut auf die zukünftigen Anforderungen mit Blick auf den Wandel des IT-Outsourcing-Markts vorbereitet.

IT-Sicherheit

Bereitschaft zur Lagerung der IT-Sicherheit ist hoch

Ein immer wichtiger werdendes Thema, das auch auf der diesjährigen CeBIT wieder ausgiebig diskutiert wurde, ist die IT-Sicherheit. In diesem Bereich bietet Cancom in seinem Baustein Planung Lösungen an. Das Thema IT-Sicherheit ist von besonderem Interesse für IT-Dienstleister, da nach Angaben der Experton Group die Bereitschaft von Unternehmen hier auf externe Dienstleister zurück zu greifen sehr hoch ist. Laut einer Studie von T-Systems und der Experton Group liegt die Akzeptanz für externe Services bei Sicherheitsanalysen, Penetrations- sowie Schutzbedarfs- und Risikoanalysen bei 74%. In den Bereich IT-Sicherheit wollen die Unternehmen zudem mehr investieren. Zwar sind Sicherheits- und Speicherlösungen bei der überwiegenden Mehrzahl der Unternehmen vorhanden, steigende Angriffszahlen durch Viren, Würmer und Trojaner erfordern jedoch weitere Investitionen.

Wettbewerbsumfeld

Stark fragmentierter IT-Markt

92% aller IT-Services Unternehmen erwirtschaften einen Umsatz von weniger als 1 Mio. Euro

Cancom bewegt sich in einem schwierigen Marktumfeld. Das Unternehmen konkurriert in Deutschland mit einer Vielzahl von kleineren Wettbewerbern und einigen großen Playern. Der Markt ist insgesamt sehr fragmentiert. Aktuellen Statistiken der BITKOM zufolge erzielen 92% aller IT-Services Unternehmen einen Umsatz von weniger als 1 Mio. Euro. Hieran wird deutlich, dass der Großteil der Anbieter mittelständisch geprägt ist. Deutschlandweit gibt es rd. 2.500 mittelständische IT-Dienstleister die 40 bis 1.000 Mitarbeiter beschäftigen. Zu den Wettbewerbern der Cancom mit vergleichbarer Unternehmensgröße zählen vor allem Unternehmen wie Bechtle, Computacenter oder PC-Ware.

Die Top-10-Systemhäuser im indirekten Vertrieb in Deutschland im Jahr 2006

Rang	Vorjahr	Unternehmen	Umsatz in D in Mio. Euro		Mitarbeiter in D	
			2006	2005	2006	2005
1	(1)	Computacenter AG & Co. OHG, Kerpen*	958,4	905,0	3.639	3.591
2	(2)	Bechtle AG, Neckarsulm*	815,9	784,2	2.772	2.850
3	(3)	PC - Ware, Leipzig	370,0	344,2	550	515
4	(4)	Cancom IT Systeme AG, Scheppach*	232,4	191,5	1.254	567
5	(7)	TDM Gruppe, Schwerte	230,0	135,0	450	360
6	(5)	Comparex Deutschland GmbH, Mannheim	205,0	190,0	680	650
7	(6)	ADA Das Systemhaus	152,3	185,0	1.000	1.083
8	(10)	Fritz & Macziol Software und Computervertrieb GmbH, Ulm	150,0	111,0	410	310
9	(8)	Profi Engineering Systems AG, Darmstadt	140,0	134,0	260	250
10	(12)	Comline Computer & Softwarelösungen AG, Hamburg	113,0	102,0	328	338

* Nach IFRS bilanziert, alle anderen nach HGB
Geschäftsjahr weicht teilweise vom Kalenderjahr ab

Quelle: ChannelPartner

Cancom setzt zunehmend auf die Komplettanbieterstrategie

Hoher Margen- und Preisdruck zu spüren

Die Folge des fragmentierten Marktumfeldes ist ein intensiver Wettbewerb, der sich in Überkapazitäten sowie einem hohen Margen- und Preisdruck äußert. Um der Konkurrenz und dem Margenverfall entgegenzuwirken, setzen Unternehmen wie Cancom zunehmend auf die Komplettanbieterstrategie. Neben dem Hardware- und Softwarebereich wird das margenstarke Dienstleistungsgeschäft konsequent ausgebaut. Neben der komfortableren Margensituation verspricht die Komplettanbieterstrategie zudem überdurchschnittliches Wachstumspotenzial. Zumal Kunden immer mehr Komplettlösungen von einem Anbieter verlangen. Der IT-Markt wird auch in Zukunft von Überkapazitäten und sinkenden Preisen geprägt sein. Wir erwarten daher einen anhaltenden Verdrängungswettbewerb. Allerdings gehen wir davon aus, dass Anbieter wie Cancom auf Grund der Skaleneffekte entsprechende Leistungen wettbewerbsfähiger anbieten können. Angesichts der Größenvorteile ist die Strategie der Cancom auch über Akquisitionen wachsen zu wollen, positiv zu werten. Wachstumshemmend wird in Zukunft weiterhin der Fachkräftemangel wirken.

Operative Entwicklung 2007

Dienstleistungsgeschäft auf 103,7 (73,2) Mio. Euro ausgebaut

Akquisitionen prägen Umsatzentwicklung in 2007

Cancom steigerte im Geschäftsjahr 2007 den Umsatz auf 300,1 (265,0; unsere Prognose: 294,5) Mio. Euro. Zu berücksichtigen ist hierbei der Umsatzverlust in Höhe von rd. 10 Mio. Euro durch den Verkauf der Maily Distribution GmbH. Getragen wurde der Umsatzanstieg vor allem von Akquisitionen (NSG (01.07.2006), 4PC und ComLogic; beide in Q3 2007 und a+d in Q4 2007). Den Umsatzbeitrag in 2007 aus den Akquisitionen schätzen wir auf rd. 25 Mio. Euro. Besonders bemerkbar machte sich die NSG-Akquisition im Bereich IT-Solutions. Hier konnte der Umsatz deutlich auf 103,7 (73,2; unsere Prognose: 96,7) Mio. Euro gesteigert werden. Die Entwicklung im Hardwaregeschäft (Umsatz: 196,4 (198,6; unsere Prognose: 196,3) Mio. Euro) fiel aus unserer Sicht insgesamt verhalten aus. Verantwortlich hierfür ist in erster Linie das schwache UK-Geschäft. Insbesondere das H1 2007 war in UK von einem schwierigen Apple-Umfeld geprägt. Infolge von zahlreichen Maßnahmen zur Umsatzstabilisierung (u.a. Aufwertung der Apple Stores) waren Cancom zufolge bereits in Q3 2007 erste positive Anzeichen zu erkennen, die nach unserer Einschätzung auch in Q4 2007 angehalten haben sollten.

CANCOM			
Ausgewählte Kennziffern der Gewinn- und Verlustrechnung 2007			
Einheit : Mio. Euro Geschäftsjahresende : 31. Dez Rechnungslegungsstandard : IFRS	2006	2007	2007 (unsere Prognosen)
Umsatzerlöse	265,0	300,1	294,5
Rohertrag Rohertragsmarge	66,1 24,9%	88,3 29,4%	85,6 29,1%
EBIT EBIT-Marge	4,3 1,6%	6,2 2,1%	6,2 2,1%
Jahresüberschuss Umsatzrendite	2,4 0,9%	4,7 1,6%	4,2 1,4%
Ergebnis je Aktie (in Euro)	0,24	0,45	0,40
Quelle: Independent Research; CANCOM			

Erfreulicher Anstieg der Rohertragsmarge auf 29,4%

Den Rohertrag steigerte Cancom auf 88,3 (66,1; unsere Prognose: 85,6) Mio. Euro. Die Rohertragsmarge verbesserte sich hierbei auf erfreuliche 29,4% (24,9%; unsere Prognose: 29,1%). Zurückzuführen ist die spürbare Margenverbesserung auf die Ausweitung des Dienstleistungsgeschäfts im Rahmen der NSG-Akquisition.

Beim EBITDA mit 8,0 (5,8; unsere Prognose: 8,1) Mio. Euro und EBIT mit 6,2 (4,3; unsere Prognose: 6,2) Mio. Euro konnte das Unternehmen unsere Erwartungen treffen. Die operativen Kosten sind im Vergleich zum Vorjahr um 33% auf 80,3 (60,3) Mio. Euro gestiegen. Wir führen den Kostenanstieg auf die Ausweitung des personalintensiveren Dienstleistungsgeschäfts zurück.

Kostenanstieg durch Ausweitung des personalintensiven Dienstleistungsgeschäfts

Positiver Steuereffekt beschleunigt Ergebnisverbesserung

Das Konzernergebnis nach Minderheitenanteilen konnte auf 4,7 (2,4; unsere Prognose: 4,2) Mio. Euro nahezu verdoppelt werden. Das Ergebnis je Aktie lag folglich bei 0,45 (0,24; unsere Prognose: 0,40) Euro. Cancom wird für 2007 mit Blick auf die Finanzierung des angestrebten Wachstums keine Dividende ausschütten. Wir begrüßen die Entscheidung des Unternehmens. Die über den Erwartungen liegende Netto-ergebnisentwicklung ist auf einen positiven Steuereffekt im Rahmen der Unternehmenssteuerreform sowie der schnelleren Nutzung vorhandener Verlustvorträge zurückzuführen. Auch ohne diesen einmaligen Effekt hätte das Konzernergebnis mit rd. 4,0 Mio. Euro unsere Erwartungen erreicht.

Erfreuliche Cash Flow-Entwicklung

Die Bilanzsumme erhöhte sich infolge der Akquisitionen und der Ergebnissteigerung auf 100,4 (86,5) Mio. Euro. Die Eigenkapitalquote ging jedoch leicht auf 36,2% (38,9%) zurück. Das Unternehmen hat zum Jahresende 2007 Mezzaninekapital in Höhe von 4 Mio. Euro zu einem Festzinssatz von 6,6% p.a. aufgenommen. Es ist zu erwarten, dass diese Mittel für künftige Akquisitionen verwendet werden. Sehr erfreulich entwickelte sich der Cash Flow mit 6,0 (-1,1) Mio. Euro. Hierzu haben das gestiegene Ergebnis und ein reduziertes Nettoumlaufvermögen beigetragen. Mit einem Bestand an liquiden Mitteln von 11,8 (7,3) Mio. Euro ist das Unternehmen ausreichend finanziert.

Einführung von Microsoft Dynamics AX im Juli 2007

Während beim Umsatz die Erwartungen des Unternehmens (mindestens 300 Mio. Euro) nahezu erreicht werden konnten, blieb die Ergebnisentwicklung leicht hinter dem Unternehmensausblick (EBIT mindestens 6,5 Mio. Euro) zurück. Dennoch sind die Geschäftszahlen für 2007 nach unserer Einschätzung insgesamt solide ausgefallen. Erwähnenswert ist vor allem die Ausweitung des margenstarken Dienstleistungsgeschäfts. Für das Verfehlen der Ergebniszielsetzung sind insbesondere Komplikationen bei der Einführung des ERP Systems Microsoft Dynamics AX verantwortlich. Cancom zufolge stellt das neue ERP System eine der wichtigsten Investitionen für das Unternehmen dar. Cancom erhofft sich von Microsoft Dynamics ein höheres Qualitätsmanagement sowie eine effizientere Prozessabwicklung.

Solide Eigenkapitalquote:
36,2%

Geschäftszahlen 2007 insgesamt solide ausgefallen

CANCOM			
Ausgewählte Kennziffern der Gewinn- und Verlustrechnung Q4 2007			
Einheit : Mio. Euro Geschäftsjahresende : 31. Dez Rechnungslegungsstandard : IFRS	Q4 2006	Q4 2007	Q4 2007 (unsere Prognosen)
Umsatzerlöse	86,9	92,6	87,0
Rohertrag Rohertragsmarge	22,9 26,3%	25,2 27,2%	22,5 25,8%
EBIT EBIT-Marge	1,1 1,3%	3,8 4,1%	3,8 4,4%
Jahresüberschuss Umsatzrendite	-0,1 -0,1%	4,2 4,5%	3,7 4,2%
Ergebnis je Aktie (in Euro)	-0,10	0,40	0,35

Quelle: Independent Research; CANCOM

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Prognosen

Cancom rechnet in 2008 mit einer überproportionalen Ergebnissteigerung

Prognosen für 2008e und 2009e unverändert

Cancom rechnet in 2008 bei einem Umsatzwachstum mit einer überproportionalen Ergebnissteigerung. Konkrete Umsatz- und Ergebnisziele hat das Unternehmen nicht genannt. Wir belassen unsere Prognose für 2008e und 2009e unverändert. Bei unserer Umsatzprognose von 339,1 Mio. Euro für 2008 unterstellen wir ein durch mögliche Akquisitionen erzielt Umsatzvolumen von rd. 30 Mio. Euro (2007: 25 Mio. Euro). Das organische Wachstum wird nach unserer Einschätzung im unteren bis mittleren einstelligen Prozentbereich liegen. Wir erwarten auch in 2008e eine erneute Margenverbesserung. Angesichts des Basiseffekts wird dieser Anstieg in 2008 jedoch geringer ausfallen als in 2007. Unsere geschätzte mittelfristige Steuerquote liegt bei 29%-30%.

Prognosen für Q1 2008

Unsere Umsatzprognose für das abgeschlossene Q1 2008 lautet 74,00 (69,09) Mio. Euro. Das EBIT erwarten wir bei 1,75 (1,56) Mio. Euro. Hierbei wird nach unserer Einschätzung die geringere Anzahl von Arbeitstagen infolge der früheren Osterferien eine bessere Umsatz- und Ergebnisentwicklung gebremst haben. Die Zahlen für das Q1 2008 wird Cancom am 08.05.2008 präsentieren.

Akquisition deutet auf erfolgreich abgeschlossene Restrukturierung hin

Cancom übernimmt Apple Premium Reseller in UK

In 2008 erwarten wir nennenswerte Verbesserungen in UK. Die Impulse werden hierbei zum einen von der in 2007 weitgehend abgeschlossenen Neuausrichtung der Apple-Stores ausgehen. Zudem ist mit einem nennenswerten Effekt auf die operative Entwicklung der eingeleiteten Wachstumsstrategie zu rechnen. In diesem Zusammenhang hat Cancom am 03.04. die Übernahme eines Apple Premium Resellers (APR) in Edinburgh bekannt gegeben. Cancom plant in 2008 die Ausweitung des UK-Geschäfts auf insgesamt 8 (derzeit: 5) Standorte. Die APR Stores in UK zeichnen sich durch hohe Wachstumsraten und einen gehobenen Kundenkreis aus. Wir begrüßen die eingeschlagene Strategie. Auf mittlere Sicht wird die Bedeutung des UK-Geschäfts im Cancom-Konzern nach unserer Einschätzung zunehmen. Die angekündigte aggressive Wachstumsstrategie deutet aus unserer Sicht auf eine erfolgreich abgeschlossene Restrukturierung des UK-Geschäfts hin. Cancom zufolge soll der Umsatz in UK in 2009 auf 35 (2007: 20) Mio. Euro ansteigen.

In 2008 ist auch in Deutschland mit Blick auf das Ende des Exklusivvertriebs des iPhones durch die Deutsche Telekom, mit einer Ausweitung der Apple-Aktivitäten zu rechnen. Wir versprechen uns hiervon zusätzliche Phantasie für die Cancom-Aktie.

Umsatz von über 500 Mio. Euro und EBIT-Marge von über 4%

Mittelfristige Zielsetzung mehr als realistisch

Cancom hat als mittelfristige Zielsetzung einen Umsatz von über 500 Mio. Euro und eine EBIT-Marge von über 4% ausgegeben. Das Unternehmen plant diese Ziele bis 2012 zu erreichen. Auf Basis der Geschäftszahlen 2007 würde dies ein durchschnittliches jährliches Umsatzwachstum von 10,7% bedeuten. Schaut man sich das durchschnittliche Umsatzwachstum der letzten drei Jahre (CAGR: +13,2%) an, so ist die Zielsetzung mehr als realistisch. Ein wesentlicher Schlüssel für das Erreichen des Umsatzziels werden Akquisitionen sein. Allerdings haben wir in unserer langfristigen Umsatzplanung (DCF-Modell Seite 16) kein akquisitorisches Wachstum berücksichtigt. Die Einführung von Microsoft Dynamics wird es Cancom erlauben, künftige Akquisitionen schneller in den Konzern und die bestehenden Prozessabläufe zu integrieren. Auch die Zielsetzung für die EBIT-Marge halten wir für erreichbar. Hierzu wird ein durchschnittlicher jährlicher EBIT-Zuwachs von

26,4% erforderlich sein. In den vergangenen drei Jahren konnte Cancom ein durchschnittliches EBIT-Wachstum von 70,8% erzielen.

Bewertung

Fairer Wert je Aktie nach DCF-Bewertung: 6,12 (alt: 6,02) Euro

Beta: 1,4; WACC: 9,8%

Für den risikofreien Zinssatz unterstellen wir 4,5%. Die Risikoprämie auf das Eigenkapital beläuft sich auf 8,0%, beim Fremdkapital rechnen wir mit 2,5%. Darüber hinaus unterstellen wir ein Beta von 1,4. Die langfristige Steuerquote erwarten wir bei 30%. Hinsichtlich der langfristigen Bilanzstruktur gehen wir von einem Anteil des Eigenkapitals von 45% und des Fremdkapitals von 55% aus. Aus diesen Prämissen ergibt sich unverändert ein WACC von 9,8%. Unter Berücksichtigung dieser unveränderten Annahmen ergibt sich aus der Aktualisierung des Modells ein Marktwert des Eigenkapitals von 63,6 (alt: 62,6) Mio. Euro. Bei einer Aktienanzahl von 10,391 Mio. Stück entspricht dies einem fairen Wert je Aktie von 6,12 (alt: 6,02) Euro.

in Mio. Euro	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e																													
Umsatz	339,1	365,0	379,6	394,8	410,6	427,0	439,8	453,0	466,6	480,6																													
Wachstum Umsatz		7,6%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%																													
EBIT-Marge	2,5%	3,2%	3,4%	3,4%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%																													
EBIT	8,5	11,8	12,9	13,4	16,4	17,1	17,6	18,1	18,7	19,2																													
- Ertragssteuern	-2,5	-3,5	-3,9	-4,0	-4,9	-5,1	-5,3	-5,4	-5,6	-5,8																													
+ Abschreibungen	2,9	3,1	3,0	3,2	3,3	3,4	3,5	3,6	3,7	3,8																													
+/- Veränderung langfristige Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0																													
+/- Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0																													
Operativer Brutto Cash Flow	8,8	11,4	12,1	12,6	14,8	15,4	15,8	16,3	16,8	17,3																													
-/+ Investitionen in das Nettoumlaufvermögen	1,7	-1,5	-1,6	-1,6	-1,7	-1,7	-1,7	-1,8	-1,8	-1,9																													
-/+ Investitionen in das Anlagevermögen	-6,3	-6,3	-6,2	-6,2	-6,3	-6,4	-6,6	-6,7	-6,8	-7,0																													
Free Cash Flow	4,3	3,5	4,2	4,8	6,8	7,2	7,5	7,8	8,1	8,5																													
Barwerte	4,0	3,0	3,3	3,3	4,3	4,1	3,9	3,7	3,5	3,3																													
Summe Barwerte	36,3																																						
Terminalwert	33,5	in % vom Gesamtwert : 48%																																					
Wert des operativen Geschäfts	69,8	Modell-Parameter / Entity-DCF-Modell: <table><tr><td>langfristige Bilanzstruktur -></td><td>Eigenkapital:</td><td>45%</td><td>Fremdkapital :</td><td>55%</td></tr><tr><td>risikofreie Rendite :</td><td>4,50%</td><td>Beta :</td><td>1,4</td><td>Risikoprämie FK :</td><td>2,5%</td></tr><tr><td></td><td></td><td>Risikoprämie:</td><td>8,0%</td><td>Tax-Shield :</td><td>30,0%</td></tr><tr><td></td><td></td><td>Zins EK :</td><td>15,7%</td><td>Zins FK :</td><td>4,9%</td></tr><tr><td>Wachstum FCF :</td><td>0,0%</td><td>WACC :</td><td>9,8%</td><td>Datum :</td><td>07.04.08</td></tr></table>									langfristige Bilanzstruktur ->	Eigenkapital:	45%	Fremdkapital :	55%	risikofreie Rendite :	4,50%	Beta :	1,4	Risikoprämie FK :	2,5%			Risikoprämie:	8,0%	Tax-Shield :	30,0%			Zins EK :	15,7%	Zins FK :	4,9%	Wachstum FCF :	0,0%	WACC :	9,8%	Datum :	07.04.08
langfristige Bilanzstruktur ->	Eigenkapital:										45%	Fremdkapital :	55%																										
risikofreie Rendite :	4,50%										Beta :	1,4	Risikoprämie FK :	2,5%																									
		Risikoprämie:	8,0%	Tax-Shield :	30,0%																																		
		Zins EK :	15,7%	Zins FK :	4,9%																																		
Wachstum FCF :	0,0%	WACC :	9,8%	Datum :	07.04.08																																		
+ liquide Mittel	11,8																																						
- Finanzverschuldung	-18,0																																						
Marktwert Eigenkapital	63,6																																						
Anzahl der Aktien in Mio. Stück	10,391																																						
Kurs in Euro	6,12																																						

Quelle: Independent Research

Sensitivitätsanalyse (in Euro)					
Wachstum	Diskontierungszinssatz				
		9,3%	9,8%	10,3%	10,8%
	0,0%	6,55	6,12	5,72	5,37
	0,5%	6,78	6,31	5,59	5,51
	1,0%	7,03	6,52	6,07	5,67
	1,5%	7,31	6,76	6,28	5,85

Quelle: Independent Research

1)2)3)4) **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Fairer Wert je Aktie nach
Peer-Group-Betrachtung:
6,05 (alt: 5,26) Euro

Peer Group-Bewertung

Wir haben für die Peer Group-Betrachtung die Multiplikatoren EV/Umsatz, EV/EBIT und das KGV jeweils gleichgewichtet herangezogen. Auf dieser Basis ermitteln wir einen fairen Wert je Aktie von 6,05 (alt: 5,26) Euro.

Peer Group-Vergleich						
Unternehmen	KGV		EV / EBIT		EV / Umsatz	
	2008e	2009e	2008e	2009e	2008e	2009e
Bechtle	9,4	8,5	10,0	9,0	0,3	0,3
Brain Force	9,2	10,4	7,7	9,0	0,3	0,3
Computacenter	9,1	8,6	8,0	7,5	0,1	0,1
PC-Ware	8,9	6,8	3,2	2,4	0,1	0,0
Durchschnitt	9,1	8,6	7,2	7,0	0,2	0,2

Quelle: Independent Research; Bloomberg

Kurse vom 07.04.2008

in Mio. Euro, Ergebnis je Aktie in Euro	Ergebnis je Aktie		EBIT		Umsatz	
	2008e	2009e	2008e	2009e	2008e	2009e
CANCOM	0,54	0,76	8,49	11,77	339,11	365,00
Enterprise Value	4,93	6,49	61,18	82,29	69,27	70,61
Durchschnittswert	5,71		71,74		69,94	
Liquide Mittel					11,78	
Finanzverbindlichkeiten					-18,01	
Faire Marktkapitalisierung			65,51		63,71	
Aktienanzahl			10,391		10,391	
Fairer Wert je Aktie in Euro	5,71		6,30		6,13	
Gewichtung	1/3		1/3		1/3	
Fairer Wert je Aktie in Euro			6,05			

Quelle: Independent Research

Neues Kursziel: 6,00 (alt:
5,50 Euro)

Insgesamt ergibt sich auf Basis der DCF- und Peer Group-Bewertung ein fairer Wert je Aktie von 6,08 Euro. Wir haben daher unser Kursziel auf 6,00 (alt: 5,50) Euro an. Auf dem Kurszielniveau ergeben sich für die Aktie mit einem 2009er KGV von 8,0 (Peer Group: 9,1) sowie einem EV/EBIT von 5,4 (Peer Group: 7,0) moderate Bewertungsrelationen. Wir votieren unverändert mit Kaufen.

Zusammenführende Bewertung		
	Peer-Group-Vergleich	DCF-Modell
Fairer Wert je Aktie (Euro)	6,05	6,12
Gewichtung	50%	50%
Fairer Wert gesamt je Aktie (Euro)	6,08	

Quelle: Independent Research

CANCOM**Ausgewählte Kennzahlen**

Einheit : Mio. Euro Geschäftsjahresende : 31. Dez Rechnungslegungsstandard : IFRS	2004	2005	2006	2007	2008e	2009e
GuV-Kennzahlen						
Umsatz (in Mio. Euro)	206,9	226,1	265,0	300,1	339,1	365,0
EBITDA-Marge	1,4%	1,7%	2,2%	2,7%	3,4%	4,1%
EBIT-Marge	0,6%	1,0%	1,6%	2,1%	2,5%	3,2%
Nettorendite	0,1%	0,4%	0,9%	1,6%	1,7%	2,2%
Abschreibungsquote	0,8%	0,6%	0,6%	0,6%	0,9%	0,9%
Operative Kosten / Umsatz	15,5%	17,3%	22,8%	26,8%	27,9%	27,1%
Zinsdeckungsgrad	1,45	2,46	4,84	7,17	13,06	19,62
Kapitalrentabilitäts-Kennzahlen						
Eigenkapitalrendite (ROE)	0,6%	3,7%	7,2%	12,9%	13,4%	15,8%
ROCE	4,3%	7,6%	9,8%	12,2%	16,2%	20,6%
ROI	0,2%	1,4%	2,8%	4,7%	5,0%	6,4%
Bilanzkennzahlen						
Eigenkapitalquote	41,5%	38,4%	38,9%	36,1%	37,5%	40,7%
Anlagendeckungsgrad	106,1%	108,3%	116,3%	126,2%	130,2%	140,9%
Anlagenintensität	39,1%	35,4%	33,4%	28,6%	28,8%	28,9%
Forderungen / Umsatz	7,6%	8,6%	13,5%	13,1%	12,5%	12,5%
Capex / Abschreibungen	77,5%	219,3%	333,5%	469,8%	218,0%	200,6%
Capex / Umsatz	0,6%	1,4%	1,9%	2,9%	1,9%	1,7%
Working Capital-Quote	3,2%	2,8%	5,5%	7,3%	6,0%	6,0%
Kennziffern je Aktie Vz. (in Euro)						
Ergebnis je Aktie	0,01	0,10	0,24	0,45	0,54	0,76
Free Cash Flow je Aktie	0,47	0,09	-0,62	0,06	0,46	0,34
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,10	0,00	0,10	0,15
Cash je Aktie	0,82	1,24	0,74	1,13	1,62	1,87
Buchwert je Aktie	2,71	2,80	3,37	3,49	4,03	4,79
Bewertungskennzahlen						
EV / Umsatz	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1
EV / EBITDA	8,1	6,8	6,7	5,9	4,1	3,1
EV / EBIT	18,4	11,0	9,1	7,7	5,4	3,9
KGV	176,6	27,8	13,8	8,8	7,1	5,1
KBV	0,9	1,0	1,0	1,1	1,0	0,8
KCV	5,4	33,4	-5,4	68,1	8,3	11,3
KUV	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	3,0%	0,0%	2,6%	3,9%

Quelle: Independent Research; CANCOM

CANCOM						
Konzern Gewinn- und Verlustrechnung						
Einheit : Mio. Euro Geschäftsjahresende : 31. Dez Rechnungslegungsstandard : IFRS	2004	2005	2006	2007	2008e	2009e
Umsatzerlöse	206,9	226,1	265,0	300,1	339,1	365,0
Veränderung ggü. Vorjahr		9,3%	17,2%	13,2%	13,0%	7,6%
Sonstige betriebliche Erträge	0,4	0,6	0,7	1,5	0,6	0,6
Andere aktivierte Eigenleistungen	0,0	0,0	0,0	0,9	0,0	0,0
Bestandsveränderungen der Erzeugnisse	0,4	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Gesamtleistungen	207,7	227,0	265,8	302,5	339,7	365,6
Materialaufwand	172,8	184,1	199,6	214,2	233,6	251,8
in % vom Umsatz	83,5%	81,4%	75,3%	71,4%	68,9%	69,0%
Rohertrag	34,9	43,0	66,1	88,3	106,2	113,8
Rohertragsmarge	16,9%	19,0%	24,9%	29,4%	31,3%	31,2%
Personalaufwand	18,6	25,0	42,0	59,0	69,3	72,8
in % vom Umsatz	9,0%	11,0%	15,8%	19,7%	20,4%	19,9%
Abschreibungen	1,6	1,5	1,5	1,9	2,9	3,1
in % vom Umsatz	0,8%	0,6%	0,6%	0,6%	0,9%	0,9%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	13,5	14,2	18,4	21,2	25,5	26,1
in % vom Umsatz	6,5%	6,3%	6,9%	7,1%	7,5%	7,2%
EBIT	1,2	2,4	4,3	6,2	8,5	11,8
EBIT-Marge	0,6%	1,0%	1,6%	2,1%	2,5%	3,2%
Finanzergebnis	-0,9	-1,0	-0,9	-0,9	-0,7	-0,6
EBT	0,4	1,4	3,4	5,3	7,8	11,2
EBT-Marge	0,2%	0,6%	1,3%	1,8%	2,3%	3,1%
Ertragssteuern	0,1	0,3	0,6	0,1	-2,2	-3,3
in % vom EBT	37,8%	22,7%	18,0%	1,1%	-28,6%	-29,5%
Ergebnis vor Minderheitenanteilen	0,2	1,0	2,6	5,2	5,6	7,9
in % vom Umsatz	0,1%	0,4%	1,0%	1,7%	1,7%	2,2%
Minderheitenanteile	0,0	0,0	0,2	0,5	0,0	0,0
Konzernergebnis	0,1	1,0	2,4	4,7	5,6	7,9
in % vom Umsatz	0,1%	0,4%	0,9%	1,6%	1,7%	2,2%
Anzahl der Aktien (in Mio. Stück)	8,830	9,590	9,924	10,391	10,391	10,391
Ergebnis je Aktie (in Euro)	0,01	0,10	0,24	0,45	0,54	0,76
Dividende je Aktie (in Euro)	0,00	0,00	0,10	0,00	0,10	0,15

Quelle: Independent Research; CANCOM

CANCOM**Konzern Bilanz**

Einheit : Geschäftsjahresende : Rechnungslegungsstandard :	Mio. Euro 31. Dez IFRS	2004	2005	2006	2007	2008e	2009e
Aktiva							
Liquide Mittel		7,2	11,9	7,3	11,8	16,8	19,4
Forderungen aus Lieferung und Leistungen		15,8	19,5	35,8	39,3	42,4	45,6
Vorräte		7,5	9,7	8,1	9,5	10,2	11,0
Rechnungsabgrenzungsposten und sonstige VG		1,5	2,2	3,4	7,4	6,3	6,8
Kurzfristige Vermögensgegenstände		32,1	43,2	54,7	67,9	75,7	82,8
Sachanlagen		7,9	8,0	8,6	3,0	3,4	3,7
Immaterielle Vermögensgegenstände		1,3	0,1	1,2	3,8	4,3	4,7
Geschäfts- oder Firmenwert		13,4	16,7	19,0	21,9	24,5	26,9
Finanzanlagen		0,1	0,0	0,0	0,2	0,2	0,2
Ausleihungen		0,7	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2
Latente Steuern		2,0	1,7	2,2	3,1	3,1	3,3
Sonstige Vermögensgegenstände		0,3	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3
Langfristige Vermögensgegenstände		25,6	26,9	31,2	32,5	35,9	39,3
Summe Aktiva		57,7	70,1	85,9	100,4	111,6	122,0
Passiva							
Kurzfristige Darlehen		0,9	1,7	0,5	1,9	0,9	0,7
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen		15,6	22,9	26,2	27,5	31,1	33,5
Erhaltene Anzahlungen		0,2	0,1	0,1	0,8	0,8	0,8
Rückstellungen		2,6	2,3	6,6	6,7	7,5	8,1
Umsatzabgrenzungsposten		0,1	0,2	0,3	1,6	1,6	1,6
Verbindlichkeiten aus Ertragssteuern		0,3	0,3	0,7	1,2	1,2	1,2
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten		5,1	5,2	4,8	6,1	6,8	7,4
Kurzfristige Verbindlichkeiten		24,8	32,7	39,1	45,8	50,0	53,3
Langfristige Darlehen		7,7	4,1	6,7	4,5	5,8	5,0
Genussrechtskapital und nachrangige Darlehen		0,0	6,0	6,0	11,6	11,6	11,6
Umsatzabgrenzungsposten		0,2	0,1	0,1	0,9	0,9	0,9
Latente Steuern		0,1	0,0	0,4	0,7	0,8	0,8
Pensionsrückstellungen		0,9	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten		0,0	0,0	0,0	0,6	0,6	0,6
Langfristige Verbindlichkeiten		8,9	10,5	13,4	18,3	19,7	19,0
Gezeichnetes Kapital		8,8	9,6	10,4	10,4	10,4	10,4
Kapitalrücklage		12,6	13,8	15,4	15,4	15,4	15,4
Bilanzgewinn / Bilanzverlust		2,6	3,6	6,0	10,7	16,3	24,2
Eigenkapitaldifferenz aus Währungsumrechnung		-0,2	-0,2	-0,1	-0,3	-0,3	-0,3
Minderheitenanteile		0,0	0,0	1,7	0,0	0,0	0,0
Eigenkapital		23,9	26,9	33,4	36,3	41,9	49,7
Summe Passiva		57,6	70,1	85,9	100,4	111,6	122,0

Quelle: Independent Research; CANCOM

1)2)3)4) **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

CANCOM**Konzern Kapitalflussrechnung**

Einheit : Mio. Euro Geschäftsjahresende : 31. Dez Rechnungslegungsstandard : IFRS	2004	2005	2006	2007	2008e	2009e
Periodengewinn vor Steuern und Minderheitenanteilen	0,4	1,4	3,4	5,3	7,8	11,2
Abschreibungen auf Sachanlagen und immat. Vermögensgegenstände	1,6	1,5	1,5	1,9	2,9	3,1
Veränderungen der langfristigen Rückstellungen	0,2	-0,6	-0,2	0,0	0,0	0,0
Veränderungen der kurzfristigen Rückstellungen	0,2	-0,8	0,1	-0,9	0,9	0,6
Ergebnis aus dem Abgang von Anlagevermögen	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zinsaufwand	0,8	-0,1	0,9	0,9	0,0	0,0
Veränderung Vorräte	0,1	-2,2	2,0	2,6	-0,7	-0,8
Veränderung Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	0,9	-4,0	-7,8	-4,6	-3,1	-3,2
Veränderung Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	1,9	6,9	-0,1	2,5	3,6	2,4
Gezahlte Zinsen	-0,5	0,5	-0,5	-0,3	0,0	0,0
Gezahlte und erstattete Ertragssteuern	-0,3	-0,1	-0,6	-0,6	-2,2	-3,3
Zahlungsunwirksame Aufwendungen und Erträge	0,0	0,0	0,0	0,0	1,9	-0,1
Erträge/Aufwand aus Entkonsolidierung	0,0	0,0	0,0	-0,6	0,0	0,0
Cash Flow aus gewöhnlicher Geschäftstätigkeit	5,5	2,5	-1,1	6,0	11,1	9,8
Erwerb von Tochterunternehmen (abzgl. Erworbene Nettozahlungsmittel)	-0,2	-2,1	-3,8	-4,5	-5,0	-5,0
Zahlungen für Zugänge zu immat. Vermögenswerte sowie Sachanlagen	-1,0	-1,1	-1,3	-4,2	-1,3	-1,3
Zahlungen für Zugänge und Abgänge zu Finanzanlagen	-0,1	0,5	0,1	-0,1	0,0	0,0
Erlöse aus dem Abgang von Sachanlagen und Finanzanlagen	-0,1	0,9	-0,2	3,3	0,0	0,0
Erhaltene Zinsen	0,1	0,1	0,1	0,2	0,0	0,0
Cash Flow aus der Investitionstätigkeit	-1,3	-1,7	-5,0	-5,4	-6,3	-6,3
Erlöse aus der Ausgabe von gezeichnetem Kapital	1,3	1,2	2,5	0,0	0,0	0,0
Kapitalerhöhungskosten	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Ein/Auszahlungen auf angenommene Kredite	-5,2	3,2	-0,3	4,8	0,2	-1,0
Gezahlte Zinsen	-0,5	-0,5	-0,6	-0,8	0,0	0,0
Cash Flow aus der Finanzierungstätigkeit	-4,5	3,8	1,6	4,0	0,2	-1,0
Summe der Cash Flows	-0,3	4,6	-4,6	4,6	5,1	2,6
Wechselkursbedingte Veränderungen des Finanzmittelfonds	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,0	0,0
Finanzmittelbestand am Anfang der Periode	7,5	7,2	11,9	7,3	11,8	16,8
Finanzmittelbestand am Ende der Periode	7,2	11,9	7,3	11,8	16,8	19,4

Quelle: Independent Research; CANCOM

Disclaimer

Erläuterung Anlageurteil Aktien - Einzelemittenten -:

Kaufen:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Gewinn von mindestens 15% aufweisen.
Akkumulieren:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Gewinn zwischen 0% und 15% aufweisen.
Reduzieren:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Verlust zwischen 0% und 15% aufweisen.
Verkaufen:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Verlust von mindestens 15% aufweisen.

Haftungserklärung

Dieses Dokument ist von der Independent Research GmbH unabhängig von den genannten Emittenten erstellt worden. Die in diesem Dokument enthaltenen Meinungen und Prognosen sind allein diejenigen der Independent Research GmbH. Die Informationen und Meinungen sind datumsbezogen und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern.

Die Independent Research GmbH hat den Inhalt dieses Dokumentes erstellt auf der Grundlage von allgemein zugänglichen Quellen, die als zuverlässig gelten, diese aber nicht unabhängig geprüft. Daher wird die Ausgewogenheit, Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen oder Meinungen weder ausdrücklich gewährleistet noch eine solche Gewährleistung hierdurch impliziert. Der Empfänger dieses Dokumentes sollte sich auf diese Informationen oder Meinungen nicht verlassen. Die Independent Research GmbH übernimmt keine Verantwortung oder Haftung für einen Schaden, der sich aus einer Verwendung dieses Dokumentes oder der darin enthaltenen Angaben oder der sich anderweitig im Zusammenhang damit ergibt. Eine Investitionsentscheidung sollte auf der Grundlage eines ordnungsgemäß genehmigten Prospekts oder Informationsmemorandums erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage dieses Dokumentes.

Dieses Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Einladung zur Zeichnung oder zum Kauf eines Wertpapiers dar, noch bildet dieses Dokument oder die darin enthaltenen Informationen eine Grundlage für eine vertragliche oder anderweitige Verpflichtung irgendeiner Art.

Das Dokument ist nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die im Zusammenhang mit ihrem Handel, Beruf oder ihrer Beschäftigung übertragbare Wertpapiere auf Eigenrechnung oder auf Rechnung anderer erwerben oder verkaufen. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt. Dieses Dokument unterliegt dem Urheberrecht der Independent Research GmbH; es darf weder als Ganzes noch teilweise reproduziert werden oder an eine andere Person weiterverteilt werden. Zitierungen aus diesem Dokument sind mit einer Quellenangabe zu versehen. Jede darüber hinaus gehende Nutzung bedarf der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch die Independent Research GmbH.

Dieses Dokument ist in Großbritannien nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die in Art. 11(3) des Financial Services Act 1986 (Investments Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (in der jeweils geltenden Fassung) beschrieben sind, und darf weder direkt noch indirekt an einen anderen Kreis von Personen weitergeleitet werden. Weder dieses Dokument noch eine Kopie hiervon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika, nach Kanada oder nach Japan oder in ihre jeweiligen Territorien oder Besitzungen geschickt, gebracht oder verteilt werden noch darf es an eine US-Person im Sinne der Bestimmungen des US Securities Act 1933 oder an Personen mit Wohnsitz in Kanada oder Japan verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokumentes in anderen Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz dieses Dokument gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis, diese Beschränkungen zu beachten, kann eine Verletzung der geltenden Wertpapiergesetze darstellen.

Die Independent Research GmbH und ihre verbundenen Unternehmen und/oder Mitglieder ihrer Geschäftsleitung, ihrer leitenden Angestellten und/oder ihrer Mitarbeiter können Positionen in irgendwelchen in diesem Dokument erwähnten Finanzinstrumenten oder in damit zusammenhängenden Investments halten und können diese Finanzinstrumente oder damit zusammenhängende Investments jeweils aufstocken oder veräußern. Die Independent Research GmbH und ihre verbundenen Unternehmen können als Berater für die Finanzinstrumente oder damit zusammenhängender Investments fungieren, Dienstleistungen für oder in Bezug auf diese Emittenten erbringen oder solche Dienstleistungen anbieten und können auch im Vorstand, sonstigen Organen oder Ausschüssen dieser Emittenten vertreten sein. Pflichtangaben nach § 34b WpHG und Finanzanalyseverordnung

Wesentliche Informationsquellen

Wesentliche Informationsquellen für die Erstellung dieses Dokumentes sind Veröffentlichungen in in- und ausländischen Medien wie Informationsdiensten (z.B. Reuters, VWD, Bloomberg, DPA-AFX u.a.), Wirtschaftspresse (z.B. Börsen-Zeitung, Handelsblatt, FAZ, FTD, Wallstreet Journal, Financial Times u.a.), Fachpresse, veröffentlichte Statistiken, Ratingagenturen sowie Veröffentlichungen der analysierten Emittenten.

Zusammenfassung der Bewertungsgrundlagen:

Aktienanalysen:

Zur Unternehmensbewertung werden gängige und anerkannte Bewertungsmethoden (u.a. Discounted-Cash-Flow-Methode (DCF-Methode), Peer-Group-Analyse) verwandt. In der DCF-Methode wird der Ertragswert der Emittenten berechnet, der die Summe der abgezinsten Unternehmenserfolge, d.h. des Barwertes der zukünftigen Nettoausschüttungen des Emittenten, darstellt. Der Ertragswert wird somit durch die erwarteten künftigen Unternehmenserfolge und durch den angewandten Kapitalisierungszinsfuß bestimmt. In der Peer-Group-Analyse werden an der Börse notierte Emittenten durch den Vergleich von Verhältniskennzahlen (z.B. Kurs-/Gewinn-Verhältnis Kurs-/Buchwert-Verhältnis, Enterprise Value/Umsatz, Enterprise Value/EBITDA, Enterprise Value/EBIT) bewertet. Die Vergleichbarkeit der Verhältniskennzahlen wird in erster Linie durch die Geschäftstätigkeit und die wirtschaftlichen Aussichten bestimmt.

Technische Analysen:

Zur technischen Analyse werden historische Kurs- und Umsatzentwicklungen mit Hilfe mathematisch-statistischer Verfahren (Charttechnik, Indikatortechnik, Elliott-Wellen-Theorie, Sentiment-Betrachtungen sowie Relative Stärke-Ansätze) analysiert und Prognosen über künftige Entwicklungen erstellt.

Sensitivität der Bewertungsparameter:

Die zur Unternehmensbewertung zugrunde liegenden Zahlen aus der Gewinn- und Verlustrechnung, Kapitalflussrechnung und Bilanz sind datumsbezogene Schätzungen und somit mit Risiken behaftet. Diese können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern.

Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode besteht ein deutliches Risiko, dass das Kursziel nicht innerhalb des erwarteten Zeitrahmens erreicht wird. Zu den Risiken gehören unvorhergesehene Änderungen im Hinblick auf den Wettbewerbsdruck oder bei der Nachfrage nach den Produkten eines Emittenten. Solche Nachfrageschwankungen können sich durch Veränderungen technologischer Art, der gesamtkonjunkturellen Aktivität oder in einigen Fällen durch Änderungen bei gesellschaftlichen Wertevorstellungen ergeben. Veränderungen beim Steuerrecht, beim Wechselkurs und, in bestimmten Branchen, auch bei Regulierungen, können sich ebenfalls auf Bewertungen auswirken. Diese Erörterung von Bewertungsmethoden und Risikofaktoren erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit.

Zeitliche Bedingungen vorgesehener Aktualisierungen:

Aktienanalysen:

Die Independent Research GmbH führt eine Liste der Emittenten, für die unternehmensbezogene Finanzanalysen ("Coverliste Aktienanalysen") veröffentlicht werden. Kriterium für die Aufnahme oder Streichung eines Emittenten ist die Zugehörigkeit zu einem Index (DAX® und EuroStoxx 50SM). Zusätzlich werden ausgewählte Emittenten aus dem Mid- und Small-Cap-Segment sowie des US-Marktes berücksichtigt. Hierbei liegt es allein im Ermessen der Independent Research GmbH, jederzeit die Aufnahme oder Streichung von Emittenten auf der Coverliste vorzunehmen. Für die auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführten Emittenten wird fortlaufend über aktuelle unternehmensspezifische Ereignisse berichtet. Ferner werden täglich zu einzelnen auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführten Emittenten unternehmensspezifische Ereignisse wie z.B. Ad-hoc-Meldungen oder wichtige Nachrichten bewertet. Für welche Emittenten solche Veröffentlichungen vorgenommen werden, liegt allein im Ermessen der Independent Research GmbH. Darüber hinaus werden für auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführte Emittenten Fundamentalanalysen erstellt. Für welche Emittenten solche Veröffentlichungen vorgenommen werden, liegt allein im Ermessen der Independent Research GmbH.

Zur Einhaltung der Vorschriften des Wertpapierhandelsgesetzes kann es jederzeit vorkommen, dass für einzelne auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführte Emittenten die Veröffentlichung von Finanzanalysen ohne Vorankündigung gesperrt wird.

Interne organisatorische und regulative Vorkehrungen zur Prävention oder Behandlung von Interessenkonflikten:

Mitarbeiter/-innen der Independent Research GmbH, die mit der Erstellung und/oder Darbietung von Finanzanalysen befasst sind, unterliegen den hausinternen Compliance-Regelungen, die sie als Mitarbeiter/-innen eines Vertraulichkeitsbereiches einstufen. Die hausinternen Compliance-Regelungen entsprechen den Vorschriften zur Konkretisierung der Organisationspflichten gemäß § 34b Abs.5, Abs.8 S.1 WpHG (<http://www.bafin.de>).

Mögliche Interessenkonflikte - Stand: 07.04.2008

Weder die Independent Research GmbH noch ein mit ihr verbundenes Unternehmen

- 1) hält in Wertpapieren, die Gegenstand dieser Studie sind, 1% oder mehr des Grundkapitals.
- 2) war an einer Emission von Wertpapieren, die Gegenstand dieser Studie sind, beteiligt.
- 3) halten an den Aktien des analysierten Unternehmens eine Netto-Verkaufsposition in Höhe von mindestens 1% des Grundkapitals
- 4) hat die analysierten Wertpapiere aufgrund eines mit dem Emittenten abgeschlossenen Vertrages an der Börse oder am Markt betreut. Ausnahme hiervon ist das Unternehmen CANCOM AG; zwischen diesem Unternehmen und Independent Research bestehen vertragliche Beziehungen für die Erstellung von Research-Berichten.

DURCH ANNAHME DIESES DOKUMENTS AKZEPTIERT DER EMPFÄNGER DIE VERBINDLICHKEIT DER VORSTEHENDEN BESCHRÄNKUNGEN.

Stand: 07.04.2008

**Independent Research GmbH
Senckenberganlage 10-12
60325 Frankfurt**

Zuständige Aufsichtsbehörde:
Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn
und
Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt



Independent Research

Senckenberganlage 10-12
60325 Frankfurt am Main

Telefon: +49 (69) 971490-0
Telefax: +49 (69) 971490-90
E-Mail: info@irffm.de