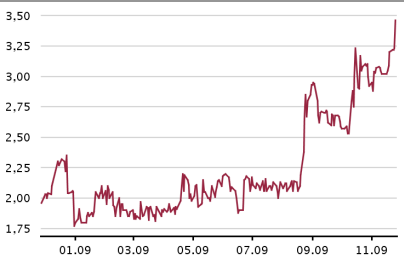


**Kaufen** (alt: Kaufen)**Kursziel EUR 5,00** (alt: 4,00)

**Kurs** EUR 3,46  
**Bloomberg** COK GR  
**Reuters** COKG  
**Branche** IT Handel

**Drittgrößtes Systemhaus in Deutschland**

**Marktkapitalisierung:** EUR 36,0 Mio  
**Enterprise Value (EV):** EUR 39,5 Mio  
**Buchwert:** EUR 41,1 Mio  
**Aktienanzahl:** 10,4 Mio  
**Handelsvolumen Ø:** EUR 0,1 Mio

**Aktionäre:**  
 Freefloat 77,9 %  
 Raymond Kober 8,9 %  
 (Aufsichtsrat)  
 Stefan Kober (Aufsichtsrat) 8,0 %  
 Klaus Weinmann (CEO) 5,2 %

**Termine:**

| Änderung      | 2009e |     | 2010e |      | 2011e |      |
|---------------|-------|-----|-------|------|-------|------|
|               | alt   | Δ%  | alt   | Δ%   | alt   | Δ%   |
| <b>Umsatz</b> | 415   | 0,0 | 423   | 5,2  | 432   | 5,6  |
| <b>EBIT</b>   | 5,1   | 0,0 | 6,5   | 7,7  | 6,9   | 18,8 |
| <b>EPS</b>    | 0,26  | 0,0 | 0,35  | 14,3 | 0,4   | 22,5 |

Analyse: SES Research  
 Publikationsdatum: 11.12.2009  
 Analyst: Andreas Wolf  
 +49 (0)40-309537-140  
 wolf@ses.de

**Erstmals Dividende angekündigt / Guidance für 2010 / Schätzungen und Kursziel angehoben**

**Thema:** CANCOM hat angekündigt, für das Jahr 2009 erstmals eine Dividende vorzuschlagen. Zugleich wurde eine Guidance für 2010 bekannt gegeben.

Der Dividendenvorschlag bedeutet auf dem derzeitigen Kursniveau eine attraktive Dividendenrendite von 4,6%. Künftig ist geplant, ca. 50% des Ergebnisses auszuschütten.

**Guidance für 2010 reflektiert gestiegene Visibilität:** Das Management erwartet einen Umsatz von EUR 450 Mio. Dies liegt über der bisherigen SES-Schätzung von EUR 425 Mio. und ist durch die Konsolidierung der Aktivitäten in England bedingt. Diese wurden bisher unter den aufgegebenen Geschäftsbereichen geführt. Das prognostizierte EPS von EUR 0,40 liegt signifikant über der bisherigen SES-Schätzung von EUR 0,35.

**Schätzungen angehoben:** Die Schätzungen für 2010 und die folgenden Jahre wurden erhöht. Positive Effekte auf das EBIT dürften nicht nur die wirtschaftliche Erholung und damit die Reduzierung des Margendrucks mit sich bringen, sondern auch umfangreiche Projekte bei wichtigen Kunden im kommenden Jahr sowie Einsparungen aufgrund bereits abgeschlossener Restrukturierungsmaßnahmen u.a. bei den im Vorjahr akquirierten Unternehmen.

**Peer Group-Vergleich signalisiert Unterbewertung:** Der Vergleich mit Computacenter und Bechtle, den beiden nächst größeren tätigen Systemhäusern in Deutschland, indiziert Werte zwischen EUR 4,30 und EUR 4,40 für die CANCOM-Aktie. Zwar ist die Marktkapitalisierung der Unternehmen größer und rechtfertigt daher einen Bewertungsabschlag, jedoch fällt dieser mit > 30% derzeit zu hoch aus.

**Peer-Group CANCOM**

| Unternehmen                               | LW         | Kurs<br>in LW | MK<br>in Mio. LW | EV<br>in Mio. LW | EV / EBITDA |             | EV / EBIT   |             |
|-------------------------------------------|------------|---------------|------------------|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|                                           |            |               |                  |                  | 10e         | 11e         | 10e         | 11e         |
| Bechtle                                   | EUR        | 17,53         | 363,6            | 296,6            | 5,10        | 4,63        | 6,62        | 5,60        |
| Computacenter                             | GBP        | 2,55          | 390,4            | 403,6            | 4,99        | 4,72        | 7,51        | 6,88        |
| Mittelwert                                |            |               |                  |                  | 5,05        | 4,68        | 7,06        | 6,24        |
| <b>CANCOM</b>                             | <b>EUR</b> | <b>3,23</b>   | <b>33,6</b>      | <b>37,1</b>      | <b>3,87</b> | <b>3,45</b> | <b>5,27</b> | <b>4,53</b> |
| Potenzial zum Mittelwert in %             |            |               |                  |                  | 31%         | 35%         | 34%         | 38%         |
| Fairer Wert je Aktie auf Basis Mittelwert |            |               |                  |                  | 4,32        | 4,49        | 4,45        | 4,58        |

Quellen: SES Research, Bloomberg

Das jetzige Umfeld dürfte die Konsolidierung auf dem Systemhausmarkt beschleunigen. Dies wird bedingt durch die gestiegene Zahl von Insolvenzen sowie gesunkene Transaktionsmultiplikatoren, von denen CANCOM als aktiver Konsolidierer des Marktes profitieren sollte.

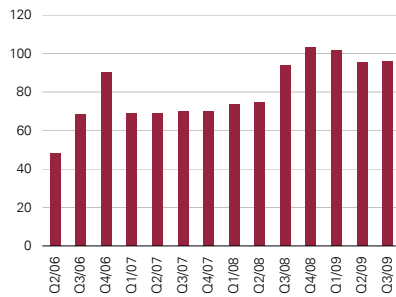
Das Rating **KAUFEN** wird bestätigt. Das Kursziel wurde von EUR 4,00 auf EUR 5,00 angehoben (DCF-Modell). Der FCF-Yield 2010e signalisiert weiteres Kurspotenzial.

| Geschäftsjahresende:             | 2005   | 2006   | 2007   | 2008   | 2009e  | 2010e  | 2011e  |
|----------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>31.12.</b>                    |        |        |        |        |        |        |        |
| <b>Umsatz</b>                    | 226    | 265    | 278    | 346    | 415    | 445    | 456    |
| <b>Veränderung Umsatz yoy</b>    | 9,3 %  | 17,2 % | 4,7 %  | 24,6 % | 20,1 % | 7,2 %  | 2,5 %  |
| <b>Rohhertrag</b>                | 42,3   | 65,4   | 81,0   | 103    | 113    | 121    | 125    |
| <b>Rohhertragsmarge</b>          | 18,7 % | 24,7 % | 29,2 % | 29,7 % | 27,2 % | 27,3 % | 27,3 % |
| <b>EBITDA</b>                    | 3,8    | 5,8    | 7,6    | 9,2    | 7,5    | 9,6    | 10,7   |
| <b>EBITDA-Marge</b>              | 1,7 %  | 2,2 %  | 2,7 %  | 2,7 %  | 1,8 %  | 2,2 %  | 2,4 %  |
| <b>EBIT</b>                      | 2,4    | 4,3    | 5,9    | 7,0    | 5,1    | 7,0    | 8,2    |
| <b>EBIT-Marge</b>                | 1,0 %  | 1,6 %  | 2,1 %  | 2,0 %  | 1,2 %  | 1,6 %  | 1,8 %  |
| <b>Jahresüberschuss</b>          | 1,0    | 2,4    | 4,7    | 2,7    | 2,7    | 4,2    | 5,1    |
| <b>EPS</b>                       | 0,11   | 0,24   | 0,45   | 0,26   | 0,26   | 0,40   | 0,49   |
| <b>Free Cash Flow je Aktie</b>   | 0,14   | -0,25  | 0,12   | 0,96   | 0,10   | 0,02   | 0,25   |
| <b>Dividende</b>                 | 0,00   | 0,00   | 0,00   | 0,00   | 0,15   | 0,18   | 0,20   |
| <b>Dividendenrendite</b>         | n.a.   | n.a.   | n.a.   | n.a.   | 4,3 %  | 5,2 %  | 5,8 %  |
| <b>EV/Umsatz</b>                 | 0,2    | 0,2    | 0,1    | 0,1    | 0,1    | 0,1    | 0,1    |
| <b>EV/EBITDA</b>                 | 10,5   | 6,9    | 5,3    | 4,3    | 5,2    | 4,3    | 3,7    |
| <b>EV/EBIT</b>                   | 16,9   | 9,4    | 6,8    | 5,7    | 7,7    | 5,8    | 4,9    |
| <b>KGW</b>                       | 31,5   | 14,4   | 7,7    | 13,3   | 13,3   | 8,7    | 7,1    |
| <b>ROCE</b>                      | 6,1 %  | 8,9 %  | 10,0 % | 10,9 % | 7,9 %  | 10,5 % | 11,9 % |
| <b>Adj. Free Cash Flow Yield</b> | 6,8 %  | 10,8 % | 14,7 % | 15,2 % | 14,8 % | 19,1 % | 21,8 % |

Kennzahlen je Aktie in EUR, andere Angaben in EUR Mio., Kurs: EUR 3,46

**Entwicklung Umsatz**

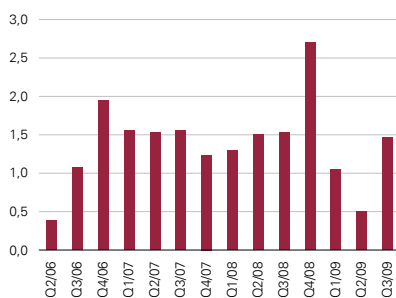
in EUR Mio.



Quelle: CANCOM

**Entwicklung EBIT**

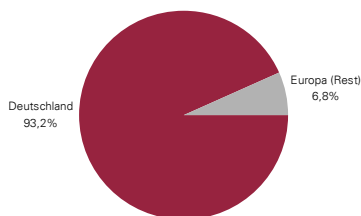
in EUR Mio.



Quelle: CANCOM

**Umsatz nach Regionen**

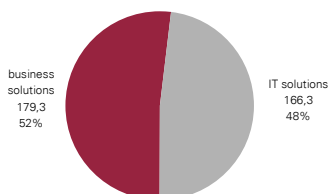
2008



Quelle: CANCOM

**Umsatz nach Segmenten**

2008



Quelle: CANCOM

**Unternehmenshintergrund**

CANCOM ist das drittgrößte herstellerunabhängige Systemhaus Deutschlands.

Das Angebotsspektrum umfasst den Verkauf von Hard- und Software aller wesentlichen Hersteller sowie IT-Dienstleistungen. Zum IT-Dienstleistungsangebot zählen die Konzeption und Integration von IT-Systemen sowie Betrieb der Systeme.

Das Unternehmen beschäftigt ca. 1.800 Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter an über 30 Standorten in Deutschland, Österreich und Großbritannien. Etwa 1.100 Mitarbeiter sind im Dienstleistungsbereich tätig.

**Wettbewerbsqualität**

Der deutsche Systemhausmarkt ist wettbewerbsintensiv und stark fragmentiert. Als eines der größten Systemhäuser Deutschlands erreicht CANCOM Wettbewerbsvorteile gegenüber den meist kleineren Marktteilnehmern durch...

- ...günstige Einkaufskonditionen.
- ...das breite Produkt- und Dienstleistungsspektrum aus einer Hand.
- ...die Präsenz an knapp 20 Standorten in Deutschland, die zu einer hohen Servicequalität vor Ort beiträgt.

Akquisitionen sind Teil der Unternehmensstrategie. Diese dienen dazu, die Einkaufskonditionen zu verbessern, die regionale Präsenz sowie das Angebotspektrum auszubauen.

**Gewinn- und Verlustrechnung CANCOM**

in EUR Mio.

|                                                                   | 2005        | 2006        | 2007        | 2008       | 2009e      | 2010e      | 2011e       |
|-------------------------------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|-------------|
| <b>Umsatz</b>                                                     | <b>226</b>  | <b>265</b>  | <b>278</b>  | <b>346</b> | <b>415</b> | <b>445</b> | <b>456</b>  |
| Bestandsveränderungen                                             | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0         |
| Aktivierte Eigenleistungen                                        | 0,3         | 0,0         | 0,9         | 0,3        | 0,4        | 0,4        | 0,4         |
| <b>Gesamtleistung</b>                                             | <b>226</b>  | <b>265</b>  | <b>278</b>  | <b>346</b> | <b>415</b> | <b>445</b> | <b>457</b>  |
| Materialaufwand                                                   | 184         | 200         | 197         | 243        | 302        | 324        | 332         |
| <b>Rohrertrag</b>                                                 | <b>42,3</b> | <b>65,4</b> | <b>81,0</b> | <b>103</b> | <b>113</b> | <b>121</b> | <b>125</b>  |
| Personalaufwendungen                                              | 25,0        | 42,0        | 56,3        | 71,1       | 82,0       | 85,7       | 86,0        |
| Sonstige betriebliche Erträge                                     | 0,6         | 0,7         | 1,5         | 1,7        | 1,5        | 1,0        | 1,0         |
| Sonstige betriebliche Aufwendungen                                | 14,2        | 18,4        | 18,6        | 24,1       | 25,0       | 27,1       | 28,7        |
| Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen                                | <b>0,0</b>  | <b>0,0</b>  | <b>0,0</b>  | <b>0,0</b> | <b>0,0</b> | <b>0,0</b> | <b>0,0</b>  |
| <b>EBITDA</b>                                                     | <b>3,8</b>  | <b>5,8</b>  | <b>7,6</b>  | <b>9,2</b> | <b>7,5</b> | <b>9,6</b> | <b>10,7</b> |
| Abschreibungen auf Sachanlagen                                    | 0,7         | 1,2         | 1,2         | 1,2        | 1,9        | 2,0        | 2,0         |
| <b>EBITA</b>                                                      | <b>3,1</b>  | <b>4,6</b>  | <b>6,4</b>  | <b>8,0</b> | <b>5,6</b> | <b>7,6</b> | <b>8,7</b>  |
| Abschreibungen auf iAV                                            | 0,7         | 0,3         | 0,5         | 1,0        | 0,5        | 0,6        | 0,6         |
| Goodwill-Abschreibung                                             | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0         |
| <b>EBIT</b>                                                       | <b>2,4</b>  | <b>4,3</b>  | <b>5,9</b>  | <b>7,0</b> | <b>5,1</b> | <b>7,0</b> | <b>8,2</b>  |
| Zinserträge                                                       | 0,1         | 0,1         | 0,1         | 0,3        | 0,0        | 0,0        | 0,0         |
| Zinsaufwendungen                                                  | 1,1         | 1,1         | 0,8         | 1,4        | 1,2        | 1,1        | 1,0         |
| Finanzergebnis                                                    | -1,0        | -0,9        | -0,7        | -1,2       | -1,2       | -1,1       | -1,0        |
| <b>Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b> | <b>1,4</b>  | <b>3,4</b>  | <b>5,2</b>  | <b>5,8</b> | <b>3,9</b> | <b>5,9</b> | <b>7,2</b>  |
| AO-Beitrag                                                        | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0         |
| <b>EBT</b>                                                        | <b>1,4</b>  | <b>3,4</b>  | <b>5,2</b>  | <b>5,8</b> | <b>3,9</b> | <b>5,9</b> | <b>7,2</b>  |
| Steuern gesamt                                                    | 0,3         | 0,6         | 0,0         | 1,3        | 1,2        | 1,8        | 2,2         |
| <b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>           | <b>1,1</b>  | <b>2,8</b>  | <b>5,2</b>  | <b>4,6</b> | <b>2,7</b> | <b>4,2</b> | <b>5,1</b>  |
| Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)      | -0,1        | -0,1        | 0,0         | -1,9       | 0,0        | 0,0        | 0,0         |
| <b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>                      | <b>1,0</b>  | <b>2,6</b>  | <b>5,2</b>  | <b>2,7</b> | <b>2,7</b> | <b>4,2</b> | <b>5,1</b>  |
| Minority interest                                                 | 0,0         | 0,2         | 0,5         | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0         |
| <b>Jahresüberschuss</b>                                           | <b>1,0</b>  | <b>2,4</b>  | <b>4,7</b>  | <b>2,7</b> | <b>2,7</b> | <b>4,2</b> | <b>5,1</b>  |

Quellen: CANCOM (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

**Gewinn- und Verlustrechnung CANCOM**

in % vom Umsatz

|                                                                   | 2005           | 2006           | 2007           | 2008           | 2009e          | 2010e          | 2011e          |
|-------------------------------------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Umsatz</b>                                                     | <b>100,0 %</b> | <b>100,0 %</b> | <b>100,0 %</b> | <b>100,0 %</b> | <b>100,0 %</b> | <b>100,0 %</b> | <b>100,0 %</b> |
| Bestandsveränderungen                                             | 0,0 %          | 0,0 %          | 0,0 %          | 0,0 %          | 0,0 %          | 0,0 %          | 0,0 %          |
| Aktivierte Eigenleistungen                                        | 0,1 %          | 0,0 %          | 0,3 %          | 0,1 %          | 0,1 %          | 0,1 %          | 0,1 %          |
| <b>Gesamtleistung</b>                                             | <b>100,1 %</b> | <b>100,0 %</b> | <b>100,3 %</b> | <b>100,1 %</b> | <b>100,1 %</b> | <b>100,1 %</b> | <b>100,1 %</b> |
| Materialaufwand                                                   | 81,4 %         | 75,3 %         | 71,1 %         | 70,4 %         | 72,9 %         | 72,8 %         | 72,8 %         |
| <b>Rohrertrag</b>                                                 | <b>18,7 %</b>  | <b>24,7 %</b>  | <b>29,2 %</b>  | <b>29,7 %</b>  | <b>27,2 %</b>  | <b>27,3 %</b>  | <b>27,3 %</b>  |
| Personalaufwendungen                                              | 11,0 %         | 15,8 %         | 20,3 %         | 20,6 %         | 19,8 %         | 19,3 %         | 18,9 %         |
| Sonstige betriebliche Erträge                                     | 0,3 %          | 0,3 %          | 0,6 %          | 0,5 %          | 0,4 %          | 0,2 %          | 0,2 %          |
| Sonstige betriebliche Aufwendungen                                | 6,3 %          | 6,9 %          | 6,7 %          | 7,0 %          | 6,0 %          | 6,1 %          | 6,3 %          |
| Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen                                | <b>0,0 %</b>   | <b>0,0 %</b>   | <b>0,0 %</b>   | <b>0,0 %</b>   | <b>0,0 %</b>   | <b>0,0 %</b>   | <b>0,0 %</b>   |
| <b>EBITDA</b>                                                     | <b>1,7 %</b>   | <b>2,2 %</b>   | <b>2,7 %</b>   | <b>2,7 %</b>   | <b>1,8 %</b>   | <b>2,2 %</b>   | <b>2,4 %</b>   |
| Abschreibungen auf Sachanlagen                                    | 0,3 %          | 0,5 %          | 0,5 %          | 0,4 %          | 0,5 %          | 0,5 %          | 0,4 %          |
| <b>EBITA</b>                                                      | <b>1,4 %</b>   | <b>1,7 %</b>   | <b>2,3 %</b>   | <b>2,3 %</b>   | <b>1,4 %</b>   | <b>1,7 %</b>   | <b>1,9 %</b>   |
| Abschreibungen auf iAV                                            | 0,3 %          | 0,1 %          | 0,2 %          | 0,3 %          | 0,1 %          | 0,1 %          | 0,1 %          |
| Goodwill-Abschreibung                                             | 0,0 %          | 0,0 %          | 0,0 %          | 0,0 %          | 0,0 %          | 0,0 %          | 0,0 %          |
| <b>EBIT</b>                                                       | <b>1,0 %</b>   | <b>1,6 %</b>   | <b>2,1 %</b>   | <b>2,0 %</b>   | <b>1,2 %</b>   | <b>1,6 %</b>   | <b>1,8 %</b>   |
| Zinserträge                                                       | 0,1 %          | 0,1 %          | 0,1 %          | 0,1 %          | 0,0 %          | 0,0 %          | 0,0 %          |
| Zinsaufwendungen                                                  | 0,5 %          | 0,4 %          | 0,3 %          | 0,4 %          | 0,3 %          | 0,3 %          | 0,2 %          |
| Finanzergebnis                                                    | -0,4 %         | -0,3 %         | -0,3 %         | -0,4 %         | -0,3 %         | -0,3 %         | -0,2 %         |
| <b>Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b> | <b>0,6 %</b>   | <b>1,3 %</b>   | <b>1,9 %</b>   | <b>1,7 %</b>   | <b>1,0 %</b>   | <b>1,3 %</b>   | <b>1,6 %</b>   |
| AO-Beitrag                                                        | 0,0 %          | 0,0 %          | 0,0 %          | 0,0 %          | 0,0 %          | 0,0 %          | 0,0 %          |
| <b>EBT</b>                                                        | <b>0,6 %</b>   | <b>1,3 %</b>   | <b>1,9 %</b>   | <b>1,7 %</b>   | <b>1,0 %</b>   | <b>1,3 %</b>   | <b>1,6 %</b>   |
| Steuern gesamt                                                    | 0,1 %          | 0,2 %          | 0,0 %          | 0,4 %          | 0,3 %          | 0,4 %          | 0,5 %          |
| <b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>           | <b>0,5 %</b>   | <b>1,1 %</b>   | <b>1,9 %</b>   | <b>1,3 %</b>   | <b>0,7 %</b>   | <b>0,9 %</b>   | <b>1,1 %</b>   |
| Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)      | 0,0 %          | -0,1 %         | 0,0 %          | -0,5 %         | 0,0 %          | 0,0 %          | 0,0 %          |
| <b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>                      | <b>0,4 %</b>   | <b>1,0 %</b>   | <b>1,9 %</b>   | <b>0,8 %</b>   | <b>0,7 %</b>   | <b>0,9 %</b>   | <b>1,1 %</b>   |
| Minority interest                                                 | 0,0 %          | 0,1 %          | 0,2 %          | 0,0 %          | 0,0 %          | 0,0 %          | 0,0 %          |
| <b>Jahresüberschuss</b>                                           | <b>0,4 %</b>   | <b>0,9 %</b>   | <b>1,7 %</b>   | <b>0,8 %</b>   | <b>0,7 %</b>   | <b>0,9 %</b>   | <b>1,1 %</b>   |

Quellen: CANCOM (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

**Bilanz CANCOM**

in EUR Mio.

|                                            | 2005        | 2006        | 2007        | 2008        | 2009e       | 2010e       | 2011e       |
|--------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Aktiva</b>                              |             |             |             |             |             |             |             |
| Immaterielle Vermögensgegenstände          | 16,8        | 20,2        | 25,7        | 28,3        | 28,9        | 29,4        | 30,0        |
| davon übrige imm. VG                       | 0,1         | 1,2         | 3,8         | 4,5         | 5,1         | 5,6         | 6,2         |
| davon Geschäfts- oder Firmenwert           | 16,7        | 19,0        | 21,9        | 23,8        | 23,8        | 23,8        | 23,8        |
| Sachanlagen                                | 8,0         | 8,6         | 3,0         | 5,4         | 5,5         | 5,5         | 5,5         |
| Finanzanlagen                              | 0,2         | 0,1         | 0,6         | 1,1         | 1,1         | 1,1         | 1,1         |
| <b>Anlagevermögen</b>                      | <b>25,0</b> | <b>28,8</b> | <b>29,3</b> | <b>34,8</b> | <b>35,5</b> | <b>36,0</b> | <b>36,6</b> |
| Vorräte                                    | 9,7         | 8,7         | 9,5         | 11,2        | 10,6        | 11,1        | 11,4        |
| Forderungen aus Lieferungen und Leistungen | 19,5        | 36,0        | 39,3        | 44,2        | 46,6        | 52,4        | 55,0        |
| Sonstige Vermögensgegenstände              | 4,0         | 5,6         | 10,6        | 12,2        | 12,2        | 12,2        | 12,2        |
| Liquide Mittel                             | 11,9        | 7,3         | 11,8        | 18,3        | 18,4        | 16,0        | 15,7        |
| <b>Umlaufvermögen</b>                      | <b>45,1</b> | <b>57,6</b> | <b>71,1</b> | <b>85,8</b> | <b>87,7</b> | <b>91,7</b> | <b>94,3</b> |
| <b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>                | <b>70,1</b> | <b>86,5</b> | <b>100</b>  | <b>121</b>  | <b>123</b>  | <b>128</b>  | <b>131</b>  |
| <b>Passiva</b>                             |             |             |             |             |             |             |             |
| Gezeichnetes Kapital                       | 9,6         | 10,4        | 10,4        | 10,4        | 10,4        | 10,4        | 10,4        |
| Kapitalrücklage                            | 13,8        | 15,4        | 15,4        | 15,4        | 15,4        | 15,4        | 15,4        |
| Gewinnrücklagen                            | 3,6         | 6,0         | 10,7        | 13,4        | 16,2        | 18,8        | 22,0        |
| Sonstige Eigenkapitalkomponenten           | -0,2        | -0,1        | -0,3        | -0,3        | -0,9        | -0,9        | -0,9        |
| Buchwert                                   | 26,9        | 31,7        | 36,3        | 38,9        | 41,1        | 43,7        | 46,9        |
| Anteile Dritter                            | 0,0         | 1,7         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>Eigenkapital</b>                        | <b>26,9</b> | <b>33,4</b> | <b>36,3</b> | <b>38,9</b> | <b>41,1</b> | <b>43,7</b> | <b>46,9</b> |
| Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen     | 0,3         | 0,2         | 0,2         | 0,2         | 0,2         | 0,2         | 0,2         |
| Rückstellungen gesamt                      | 2,9         | 7,5         | 8,1         | 3,3         | 3,3         | 3,3         | 3,3         |
| Zinstragende Verbindlichkeiten             | 11,8        | 13,2        | 19,6        | 22,1        | 21,8        | 20,8        | 19,8        |
| Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen   | 22,9        | 26,2        | 30,0        | 40,5        | 39,8        | 42,7        | 43,7        |
| Sonstige Verbindlichkeiten                 | 5,6         | 6,2         | 6,5         | 15,8        | 17,3        | 17,3        | 17,3        |
| <b>Verbindlichkeiten</b>                   | <b>43,2</b> | <b>53,1</b> | <b>64,2</b> | <b>81,8</b> | <b>82,2</b> | <b>84,0</b> | <b>84,0</b> |
| <b>Bilanzsumme (Passiva)</b>               | <b>70,1</b> | <b>86,5</b> | <b>100</b>  | <b>121</b>  | <b>123</b>  | <b>128</b>  | <b>131</b>  |

Quellen: CANCOM (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

**Bilanz CANCOM**

in % der Bilanzsumme

|                                            | 2005           | 2006           | 2007           | 2008           | 2009e          | 2010e          | 2011e          |
|--------------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Aktiva</b>                              |                |                |                |                |                |                |                |
| Immaterielle Vermögensgegenstände          | 24,0 %         | 23,3 %         | 25,6 %         | 23,5 %         | 23,5 %         | 23,1 %         | 22,9 %         |
| davon übrige imm. VG                       | 0,2 %          | 1,4 %          | 3,8 %          | 3,8 %          | 4,1 %          | 4,4 %          | 4,7 %          |
| davon Geschäfts- oder Firmenwert           | 23,8 %         | 22,0 %         | 21,8 %         | 19,7 %         | 19,3 %         | 18,6 %         | 18,2 %         |
| Sachanlagen                                | 11,5 %         | 9,9 %          | 3,0 %          | 4,5 %          | 4,5 %          | 4,3 %          | 4,2 %          |
| Finanzanlagen                              | 0,2 %          | 0,1 %          | 0,6 %          | 0,9 %          | 0,9 %          | 0,9 %          | 0,9 %          |
| <b>Anlagevermögen</b>                      | <b>35,7 %</b>  | <b>33,4 %</b>  | <b>29,2 %</b>  | <b>28,9 %</b>  | <b>28,8 %</b>  | <b>28,2 %</b>  | <b>28,0 %</b>  |
| Vorräte                                    | 13,9 %         | 10,1 %         | 9,5 %          | 9,3 %          | 8,6 %          | 8,7 %          | 8,7 %          |
| Forderungen aus Lieferungen und Leistungen | 27,8 %         | 41,7 %         | 39,2 %         | 36,6 %         | 37,8 %         | 41,0 %         | 42,0 %         |
| Sonstige Vermögensgegenstände              | 5,7 %          | 6,5 %          | 10,5 %         | 10,1 %         | 9,9 %          | 9,5 %          | 9,3 %          |
| Liquide Mittel                             | 16,9 %         | 8,4 %          | 11,7 %         | 15,2 %         | 14,9 %         | 12,5 %         | 12,0 %         |
| <b>Umlaufvermögen</b>                      | <b>64,3 %</b>  | <b>66,6 %</b>  | <b>70,9 %</b>  | <b>71,1 %</b>  | <b>71,2 %</b>  | <b>71,8 %</b>  | <b>72,0 %</b>  |
| <b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>                | <b>100,0 %</b> | <b>100,0 %</b> | <b>100,0 %</b> | <b>100,0 %</b> | <b>100,0 %</b> | <b>100,0 %</b> | <b>100,0 %</b> |
| <b>Passiva</b>                             |                |                |                |                |                |                |                |
| Gezeichnetes Kapital                       | 13,7 %         | 12,0 %         | 10,4 %         | 8,6 %          | 8,4 %          | 8,1 %          | 7,9 %          |
| Kapitalrücklage                            | 19,7 %         | 17,9 %         | 15,4 %         | 12,8 %         | 12,5 %         | 12,1 %         | 11,8 %         |
| Gewinnrücklagen                            | 5,2 %          | 7,0 %          | 10,7 %         | 11,1 %         | 13,1 %         | 14,7 %         | 16,8 %         |
| Sonstige Eigenkapitalkomponenten           | -0,2 %         | -0,2 %         | -0,3 %         | -0,3 %         | -0,8 %         | -0,7 %         | -0,7 %         |
| Buchwert                                   | 38,4 %         | 36,7 %         | 36,1 %         | 32,3 %         | 33,3 %         | 34,2 %         | 35,8 %         |
| Anteile Dritter                            | 0,0 %          | 1,9 %          | 0,0 %          | 0,0 %          | 0,0 %          | 0,0 %          | 0,0 %          |
| <b>Eigenkapital</b>                        | <b>38,4 %</b>  | <b>38,6 %</b>  | <b>36,1 %</b>  | <b>32,2 %</b>  | <b>33,3 %</b>  | <b>34,2 %</b>  | <b>35,8 %</b>  |
| Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen     | 0,5 %          | 0,2 %          | 0,2 %          | 0,1 %          | 0,1 %          | 0,1 %          | 0,1 %          |
| Rückstellungen gesamt                      | 4,2 %          | 8,7 %          | 8,0 %          | 2,7 %          | 2,7 %          | 2,6 %          | 2,5 %          |
| Zinstragende Verbindlichkeiten             | 16,9 %         | 15,3 %         | 19,5 %         | 18,3 %         | 17,7 %         | 16,3 %         | 15,1 %         |
| Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen   | 32,6 %         | 30,3 %         | 29,9 %         | 33,5 %         | 32,3 %         | 33,4 %         | 33,4 %         |
| Sonstige Verbindlichkeiten                 | 8,0 %          | 7,2 %          | 6,5 %          | 13,1 %         | 14,0 %         | 13,5 %         | 13,2 %         |
| <b>Verbindlichkeiten</b>                   | <b>61,6 %</b>  | <b>61,4 %</b>  | <b>63,9 %</b>  | <b>67,7 %</b>  | <b>66,7 %</b>  | <b>65,8 %</b>  | <b>64,2 %</b>  |
| <b>Bilanzsumme (Passiva)</b>               | <b>100,0 %</b> | <b>100,0 %</b> | <b>100,0 %</b> | <b>100,0 %</b> | <b>100,0 %</b> | <b>100,0 %</b> | <b>100,0 %</b> |

Quellen: CANCOM (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

**Kapitalflussrechnung CANCOM**

in EUR Mio.

|                                                  | 2005        | 2006        | 2007        | 2008        | 2009e       | 2010e       | 2011e       |
|--------------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Jahresüberschuss/ -fehlbetrag                    | 1,3         | 2,8         | 5,2         | 5,8         | 2,7         | 4,2         | 5,1         |
| Abschreibung Anlagevermögen                      | 0,7         | 1,2         | 1,2         | 1,2         | 1,9         | 2,0         | 2,0         |
| Amortisation Goodwill                            | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände   | 0,7         | 0,3         | 0,5         | 1,0         | 0,5         | 0,6         | 0,6         |
| Veränderung langfristige Rückstellungen          | -0,5        | -0,2        | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen | 0,4         | 0,4         | -0,8        | -1,1        | 1,4         | 0,0         | 0,0         |
| <b>Cash Flow</b>                                 | <b>2,6</b>  | <b>4,6</b>  | <b>6,1</b>  | <b>6,9</b>  | <b>6,6</b>  | <b>6,7</b>  | <b>7,6</b>  |
| Veränderung Vorräte                              | -2,2        | 2,0         | 1,9         | 0,0         | 0,6         | -0,5        | -0,3        |
| Veränderung Forderungen aus L+L                  | -4,0        | -7,8        | -4,8        | 4,3         | -2,4        | -5,8        | -2,6        |
| Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen     | 6,9         | -0,1        | 2,7         | 5,2         | -0,7        | 2,9         | 1,0         |
| Veränderung sonstige Working Capital Posten      | -0,8        | 0,1         | -0,7        | -3,7        | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Veränderung Working Capital                      | -0,1        | -5,8        | -0,9        | 5,9         | -2,5        | -3,4        | -1,9        |
| <b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit</b>        | <b>2,5</b>  | <b>-1,1</b> | <b>5,2</b>  | <b>12,8</b> | <b>4,1</b>  | <b>3,3</b>  | <b>5,7</b>  |
| CAPEX                                            | -1,1        | -1,3        | -3,9        | -2,8        | -3,1        | -3,1        | -3,1        |
| Zugänge aus Akquisitionen                        | -2,1        | -3,8        | -4,5        | -3,1        | -0,6        | 0,0         | 0,0         |
| Finanzanlageninvestitionen                       | 0,0         | 0,0         | 0,1         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Erlöse aus Anlageabgängen                        | 1,5         | 0,0         | 3,7         | 4,5         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit</b>       | <b>-1,7</b> | <b>-5,0</b> | <b>-4,7</b> | <b>-1,4</b> | <b>-3,7</b> | <b>-3,1</b> | <b>-3,1</b> |
| Veränderung Finanzverbindlichkeiten              | 3,2         | -0,3        | 4,8         | -4,4        | -0,4        | -1,0        | -1,0        |
| Dividende Vorjahr                                | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | -1,6        | -1,9        |
| Erwerb eigener Aktien                            | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Kapitalmaßnahmen                                 | 1,2         | 2,5         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Sonstiges                                        | -0,6        | -0,6        | -0,8        | 0,1         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit</b>      | <b>3,8</b>  | <b>1,6</b>  | <b>4,0</b>  | <b>-4,3</b> | <b>-0,4</b> | <b>-2,6</b> | <b>-2,9</b> |
| Veränderung liquide Mittel                       | 4,6         | -4,6        | 4,5         | 7,1         | 0,1         | -2,4        | -0,3        |
| <b>Effekte aus Wechselkursänderungen</b>         | <b>0,0</b>  | <b>0,0</b>  | <b>0,0</b>  | <b>0,0</b>  | <b>0,0</b>  | <b>0,0</b>  | <b>0,0</b>  |
| <b>Endbestand liquide Mittel</b>                 | <b>11,9</b> | <b>7,3</b>  | <b>11,8</b> | <b>18,9</b> | <b>18,4</b> | <b>16,0</b> | <b>15,7</b> |

Quellen: CANCOM (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

## Kennzahlen CANCOM

|                                          | 2005    | 2006     | 2007    | 2008    | 2009e   | 2010e   | 2011e   |
|------------------------------------------|---------|----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>Operative Effizienz</b>               |         |          |         |         |         |         |         |
| Betriebliche Aufwendungen / Umsatz       | 98,4 %  | 97,8 %   | 97,6 %  | 97,4 %  | 98,3 %  | 97,9 %  | 97,7 %  |
| Umsatz je Mitarbeiter                    | 425.045 | 291.890  | 221.966 | 226.620 | 239.884 | 255.747 | 254.818 |
| EBITDA je Mitarbeiter                    | 7.162   | 6.370    | 6.084   | 6.049   | 4.362   | 5.515   | 6.000   |
| EBIT-Marge                               | 1,0 %   | 1,6 %    | 2,1 %   | 2,0 %   | 1,2 %   | 1,6 %   | 1,8 %   |
| EBITDA / Operating Assets                | 26,6 %  | 21,8 %   | 36,2 %  | 50,2 %  | 36,0 %  | 39,4 %  | 40,9 %  |
| ROA                                      | 4,0 %   | 8,4 %    | 16,0 %  | 7,7 %   | 7,7 %   | 11,5 %  | 13,8 %  |
| <b>Kapitaleffizienz</b>                  |         |          |         |         |         |         |         |
| Plant Turnover                           | 28,1    | 30,9     | 91,9    | 64,0    | 75,4    | 80,9    | 82,9    |
| Operating Assets Turnover                | 15,8    | 10,0     | 13,2    | 18,8    | 19,8    | 18,3    | 17,4    |
| Capital Employed Turnover                | 5,4     | 4,9      | 4,3     | 5,4     | 6,3     | 6,6     | 6,5     |
| <b>Kapitalverzinsung</b>                 |         |          |         |         |         |         |         |
| ROCE                                     | 6,1 %   | 8,9 %    | 10,0 %  | 10,9 %  | 7,9 %   | 10,5 %  | 11,9 %  |
| EBITDA / Avg. Capital Employed           | 9,8 %   | 12,1 %   | 12,9 %  | 14,4 %  | 11,6 %  | 14,3 %  | 15,6 %  |
| ROE                                      | 3,7 %   | 7,2 %    | 12,9 %  | 6,9 %   | 6,7 %   | 9,5 %   | 10,8 %  |
| Jahresüberschuss / Avg. EK               | 3,9 %   | 8,0 %    | 13,4 %  | 7,2 %   | 6,9 %   | 9,8 %   | 11,2 %  |
| Fortgeführter Jahresüberschuss / Avg. EK | 4,3 %   | 9,2 %    | 15,0 %  | 12,1 %  | 6,9 %   | 9,8 %   | 11,2 %  |
| ROIC                                     | 2,6 %   | 5,1 %    | 8,1 %   | 6,9 %   | 4,0 %   | 5,9 %   | 7,0 %   |
| <b>Solvenz</b>                           |         |          |         |         |         |         |         |
| Nettoverschuldung                        | -0,0    | 5,9      | 7,8     | 3,9     | 3,4     | 4,7     | 4,0     |
| Net Gearing                              | -0,1 %  | 17,7 %   | 21,5 %  | 9,9 %   | 8,3 %   | 10,9 %  | 8,5 %   |
| Buchwert EK / Buchwert Finanzv.          | 227,4 % | 252,9 %  | 185,2 % | 175,8 % | 188,6 % | 210,4 % | 237,2 % |
| Current ratio                            | 1,5     | 1,8      | 1,8     | 1,4     | 1,4     | 1,4     | 1,5     |
| Acid Test Ratio                          | 1,1     | 1,2      | 1,3     | 1,1     | 1,2     | 1,2     | 1,2     |
| EBITDA / Zinsaufwand                     | 3,6     | 5,4      | 9,0     | 6,5     | 6,3     | 8,7     | 11,3    |
| Netto Zinsdeckung                        | 2,5     | 4,5      | 8,4     | 6,3     | 4,3     | 6,4     | 8,6     |
| <b>Kapitalfluss</b>                      |         |          |         |         |         |         |         |
| Free Cash Flow                           | 1,4     | -2,4     | 1,2     | 10,0    | 1,1     | 0,2     | 2,6     |
| Free Cash Flow / Umsatz                  | 0,6 %   | -0,9 %   | 0,5 %   | 2,9 %   | 0,3 %   | 0,0 %   | 0,6 %   |
| Adj. Free Cash Flow                      | 2,7     | 4,3      | 5,9     | 6,1     | 5,8     | 7,8     | 8,7     |
| Adj. Free Cash Flow / Umsatz             | 0,6 %   | 1,1 %    | 2,0 %   | 1,5 %   | 0,8 %   | 1,1 %   | 1,2 %   |
| Free Cash Flow / Jahresüberschuss        | 136,0 % | -101,2 % | 26,7 %  | 369,3 % | 38,6 %  | 5,1 %   | 51,5 %  |
| Zinserträge / Avg. Cash                  | 1,1 %   | 1,4 %    | 1,5 %   | 1,9 %   | 0,0 %   | 0,0 %   | 0,0 %   |
| Zinsaufwand / Avg. Debt                  | 10,4 %  | 8,6 %    | 5,2 %   | 6,8 %   | 5,5 %   | 5,2 %   | 4,7 %   |
| Ausschüttungsquote                       | 0,0 %   | 0,0 %    | 0,0 %   | 0,0 %   | 56,7 %  | 44,9 %  | 41,0 %  |
| <b>Mittelverwendung</b>                  |         |          |         |         |         |         |         |
| Investitionsquote                        | 0,5 %   | 0,5 %    | 1,4 %   | 0,8 %   | 0,7 %   | 0,7 %   | 0,7 %   |
| Maint. Capex / Umsatz                    | 0,4 %   | 0,4 %    | 0,4 %   | 0,4 %   | 0,4 %   | 0,4 %   | 0,4 %   |
| CAPEX / Abschreibungen                   | 76,9 %  | 85,5 %   | 222,3 % | 127,8 % | 127,0 % | 121,6 % | 122,0 % |
| Avg. Working Capital / Umsatz            | 3,1 %   | 4,6 %    | 6,5 %   | 4,5 %   | 3,4 %   | 3,9 %   | 4,3 %   |
| Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL  | 85,2 %  | 137,6 %  | 131,1 % | 109,1 % | 117,1 % | 122,7 % | 125,9 % |
| Inventory processing period (Tage)       | 15,7    | 12,0     | 12,5    | 11,8    | 9,4     | 9,1     | 9,1     |
| Receivables collection period (Tage)     | 31,4    | 49,6     | 51,7    | 46,7    | 41,0    | 43,0    | 44,0    |
| Payables payment period (Tage)           | 36,9    | 36,1     | 39,4    | 42,7    | 35,0    | 35,0    | 35,0    |
| Cash conversion cycle (Tage)             | 10,1    | 24,7     | 23,7    | 13,7    | 13,6    | 15,5    | 16,6    |
| <b>Bewertung</b>                         |         |          |         |         |         |         |         |
| P/B                                      | 1,3     | 1,1      | 1,0     | 0,9     | 0,9     | 0,8     | 0,8     |
| EV/sales                                 | 0,2     | 0,2      | 0,1     | 0,1     | 0,1     | 0,1     | 0,1     |
| EV/EBITDA                                | 10,5    | 6,9      | 5,3     | 4,3     | 5,2     | 4,3     | 3,7     |
| EV/EBIT                                  | 16,9    | 9,4      | 6,8     | 5,7     | 7,7     | 5,8     | 4,9     |
| EV/FCF                                   | 29,3    | -16,4    | 32,0    | 4,0     | 37,3    | 193,2   | 15,4    |
| P/E                                      | 31,5    | 14,4     | 7,7     | 13,3    | 13,3    | 8,7     | 7,1     |
| P/CF                                     | 13,8    | 7,7      | 5,9     | 5,2     | 5,4     | 5,4     | 4,7     |

Quellen: CANCOM (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

**Free Cash Flow Yield - CANCOM**

Angaben in Mio. EUR

|                                      | 2005        | 2006        | 2007        | 2008        | 2009e       | 2010e       | 2011e       |
|--------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Jahresüberschuss                     | 1,0         | 2,4         | 4,7         | 2,7         | 2,7         | 4,2         | 5,1         |
| + Abschreibung + Amortisation        | 1,4         | 1,5         | 1,7         | 2,2         | 2,4         | 2,6         | 2,6         |
| - Zinsergebnis (netto)               | -1,0        | -0,9        | -0,7        | -1,2        | -1,2        | -1,1        | -1,0        |
| + Steuern                            | 0,3         | 0,6         | 0,0         | 1,3         | 1,2         | 1,8         | 2,2         |
| - Erhaltungsinvestitionen            | 1,0         | 1,1         | 1,2         | 1,3         | 1,7         | 1,8         | 2,0         |
| + Sonstiges                          | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>= Adjustierter Free Cash Flow</b> | <b>2,7</b>  | <b>4,3</b>  | <b>5,9</b>  | <b>6,1</b>  | <b>5,8</b>  | <b>7,8</b>  | <b>8,7</b>  |
| Adjustierter Free Cash Flow Yield    | 6,8%        | 10,8%       | 14,7%       | 15,2%       | 14,8%       | 19,1%       | 21,8%       |
| Fairer Free Cash Flow Yield          | 10,0%       | 10,0%       | 10,0%       | 10,0%       | 10,0%       | 10,0%       | 10,0%       |
| <b>= Enterprise Value</b>            | <b>40,0</b> | <b>40,0</b> | <b>40,0</b> | <b>40,0</b> | <b>39,5</b> | <b>40,8</b> | <b>40,1</b> |
| <b>= Fairer Enterprise Value</b>     | <b>27,2</b> | <b>43,2</b> | <b>58,8</b> | <b>60,6</b> | <b>58,5</b> | <b>78,0</b> | <b>87,4</b> |
| - Nettoverschuldung (Cash)           | 3,9         | 3,9         | 3,9         | 3,9         | 3,4         | 4,7         | 4,0         |
| - Pensionsverbindlichkeiten          | 0,2         | 0,2         | 0,2         | 0,2         | 0,2         | 0,2         | 0,2         |
| - Sonstige                           | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>= Faire Marktkapitalisierung</b>  | <b>23,2</b> | <b>39,2</b> | <b>54,8</b> | <b>56,6</b> | <b>54,9</b> | <b>73,1</b> | <b>83,3</b> |
| Aktienanzahl (Mio.)                  | 10,4        | 10,4        | 10,4        | 10,4        | 10,4        | 10,4        | 10,4        |
| <b>= Fairer Wert je Aktie (EUR)</b>  | <b>2,24</b> | <b>3,78</b> | <b>5,27</b> | <b>5,44</b> | <b>5,29</b> | <b>7,03</b> | <b>8,01</b> |
| Premium (-) / Discount (+) in %      | -35,4%      | 9,1%        | 52,4%       | 57,3%       | 52,8%       | 103,2%      | 131,6%      |

**Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)**

|                |              |             |             |             |             |             |             |             |
|----------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|                | 13,0%        | 1,63        | 2,82        | 3,97        | 4,10        | 3,99        | 5,30        | 6,07        |
|                | 12,0%        | 1,80        | 3,08        | 4,33        | 4,47        | 4,35        | 5,78        | 6,61        |
| Fairer         | 11,0%        | 2,00        | 3,40        | 4,76        | 4,91        | 4,77        | 6,35        | 7,25        |
| Free Cash Flow | <b>10,0%</b> | <b>2,24</b> | <b>3,78</b> | <b>5,27</b> | <b>5,44</b> | <b>5,29</b> | <b>7,03</b> | <b>8,01</b> |
| Yield          | 9,0%         | 2,53        | 4,24        | 5,90        | 6,09        | 5,91        | 7,87        | 8,95        |
|                | 8,0%         | 2,89        | 4,82        | 6,69        | 6,90        | 6,69        | 8,91        | 10,12       |
|                | 7,0%         | 3,36        | 5,56        | 7,70        | 7,94        | 7,70        | 10,25       | 11,62       |

Quellen: CANCOM (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

**DCF Modell - CANCOM**

Angaben in Mio. EUR

|                              | 2009e | 2010e | 2011e | 2012e | 2013e | 2014e | 2015e | 2016e | 2017e | 2018e | 2019e | 2020e | 2021e | 2022e |
|------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Umsatz                       | 415,0 | 445,0 | 456,1 | 465,2 | 473,8 | 481,8 | 489,3 | 496,3 | 502,9 | 509,0 | 514,7 | 519,9 | 525,1 | 530,4 |
| Veränderung                  | 20,1% | 7,2%  | 2,5%  | 2,0%  | 1,8%  | 1,7%  | 1,6%  | 1,4%  | 1,3%  | 1,2%  | 1,1%  | 1,0%  | 1,0%  | 1,0%  |
| EBIT                         | 5,1   | 7,0   | 8,2   | 8,4   | 8,5   | 8,7   | 8,8   | 8,9   | 9,1   | 9,2   | 9,3   | 9,4   | 9,5   | 9,5   |
| EBIT-Marge                   | 1,2%  | 1,6%  | 1,8%  | 1,8%  | 1,8%  | 1,8%  | 1,8%  | 1,8%  | 1,8%  | 1,8%  | 1,8%  | 1,8%  | 1,8%  | 1,8%  |
| Steuerquote                  | 30,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% |
| NOPAT                        | 2,1   | 3,4   | 5,7   | 5,9   | 6,0   | 6,1   | 6,2   | 6,3   | 6,3   | 6,4   | 6,5   | 6,6   | 6,6   | 6,7   |
| Abschreibungen               | 2,4   | 2,6   | 2,6   | 2,3   | 2,4   | 2,4   | 2,4   | 2,5   | 2,5   | 2,5   | 2,6   | 2,6   | 2,6   | 2,7   |
| in % vom Umsatz              | 0,6%  | 0,6%  | 0,6%  | 0,5%  | 0,5%  | 0,5%  | 0,5%  | 0,5%  | 0,5%  | 0,5%  | 0,5%  | 0,5%  | 0,5%  | 0,5%  |
| Liquiditätsveränderung       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| - Working Capital            | -2,5  | -3,4  | -1,9  | -0,2  | -0,4  | -0,4  | -0,3  | -0,3  | -0,3  | -0,3  | -0,3  | -0,2  | -0,2  | -0,2  |
| - Investitionen              | -3,1  | -3,1  | -3,1  | -2,3  | -2,4  | -2,4  | -2,4  | -2,5  | -2,5  | -2,5  | -2,6  | -2,6  | -2,6  | -2,7  |
| Investitionsquote            | 0,7%  | 0,7%  | 0,7%  | 0,5%  | 0,5%  | 0,5%  | 0,5%  | 0,5%  | 0,5%  | 0,5%  | 0,5%  | 0,5%  | 0,5%  | 0,5%  |
| Übriges                      | -1,4  | -1,5  | 0,0   | -0,2  | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   |
| Free Cash Flow (WACC-Modell) | -1,0  | -0,5  | 3,3   | 5,5   | 5,6   | 5,7   | 5,8   | 5,9   | 6,0   | 6,1   | 6,2   | 6,3   | 6,4   | 6,4   |

**Modellparameter**

|                     |        |                 |       |
|---------------------|--------|-----------------|-------|
| Fremdkapitalquote   | 30,00% | Beta            | 1,5   |
| Fremdkapitalzins    | 6,5%   | WACC            | 9,82% |
| Marktrendite        | 9,25%  |                 |       |
| Risikofreie Rendite | 4,00%  | Ewiges Wachstum | 1,00% |

**Wertermittlung (Mio. EUR)**

|                         |             |                            |             |
|-------------------------|-------------|----------------------------|-------------|
| Barwerte bis 2022       | 32,6        |                            |             |
| Terminal Value          | 21,1        |                            |             |
| Verbindlichkeiten       | -22,3       |                            |             |
| Liquide Mittel          | 20,1        | Aktienzahl (Mio.)          | 10,39       |
| <b>Eigenkapitalwert</b> | <b>51,5</b> | <b>Wert je Aktie (EUR)</b> | <b>4,96</b> |

**Sensitivität Wert je Aktie (EUR)****Ewiges Wachstum**

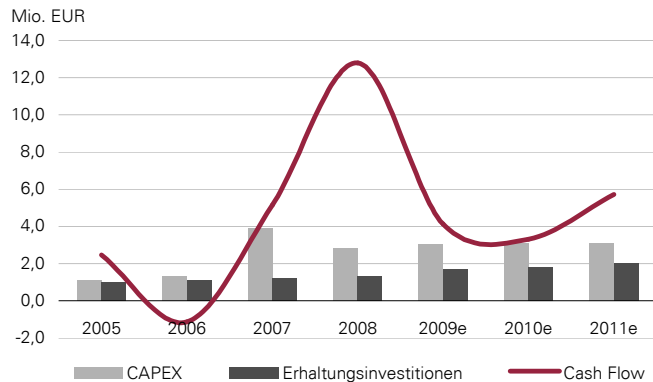
| WACC         | 0,25% | 0,50% | 0,75% | 1,00%       | 1,25% | 1,50% | 1,75% |
|--------------|-------|-------|-------|-------------|-------|-------|-------|
| 10,82%       | 4,23  | 4,27  | 4,30  | 4,34        | 4,39  | 4,43  | 4,48  |
| 10,32%       | 4,50  | 4,54  | 4,59  | 4,64        | 4,69  | 4,74  | 4,79  |
| 10,07%       | 4,65  | 4,69  | 4,74  | 4,79        | 4,85  | 4,90  | 4,97  |
| <b>9,82%</b> | 4,80  | 4,85  | 4,90  | <b>4,96</b> | 5,02  | 5,08  | 5,15  |
| 9,57%        | 4,96  | 5,02  | 5,08  | 5,14        | 5,20  | 5,27  | 5,34  |
| 9,32%        | 5,13  | 5,19  | 5,26  | 5,32        | 5,39  | 5,47  | 5,55  |
| 8,82%        | 5,51  | 5,58  | 5,65  | 5,73        | 5,82  | 5,91  | 6,01  |

**Delta EBIT-Marge**

| WACC         | -1,5 PP | -1,0 PP | -0,5 PP | 0,0         | +0,5 PP | +1,0 PP | +1,5 PP |
|--------------|---------|---------|---------|-------------|---------|---------|---------|
| 10,82%       | n.a.    | 0,98    | 2,66    | 4,34        | 6,03    | 7,71    | 9,39    |
| 10,32%       | n.a.    | 1,10    | 2,87    | 4,64        | 6,40    | 8,17    | 9,94    |
| 10,07%       | n.a.    | 1,16    | 2,98    | 4,79        | 6,61    | 8,42    | 10,24   |
| <b>9,82%</b> | n.a.    | 1,23    | 3,10    | <b>4,96</b> | 6,82    | 8,69    | 10,55   |
| 9,57%        | n.a.    | 1,31    | 3,22    | 5,14        | 7,05    | 8,97    | 10,88   |
| 9,32%        | n.a.    | 1,38    | 3,35    | 5,32        | 7,29    | 9,26    | 11,23   |
| 8,82%        | n.a.    | 1,55    | 3,64    | 5,73        | 7,82    | 9,91    | 12,00   |

Quelle: SES Research

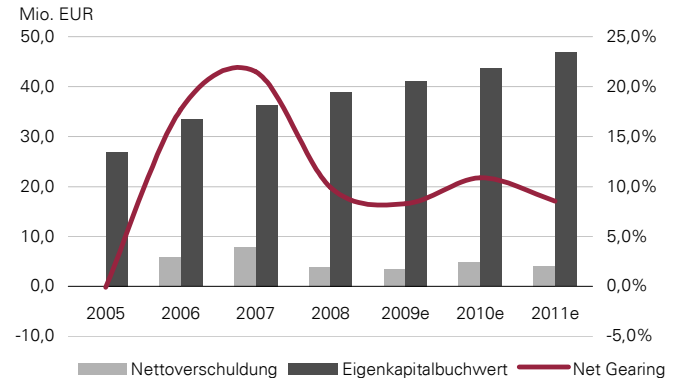
## Investitionen und Cash Flow - CANCOM



Quellen: CANCOM (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- 2007: Asset Deals führen zu einem Anstieg der CAPEX
- Die CAPEX dürften die Erhaltungsinvestitionen nur geringfügig übersteigen.

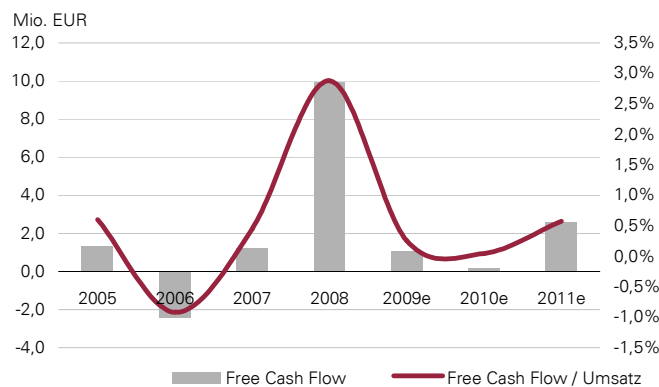
## Bilanzqualität - CANCOM



Quellen: CANCOM (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- Trotz zahlreicher Akquisitionen: Geringe Nettoverschuldung, die Raum lässt...
- ...für anorganisches Wachstum.

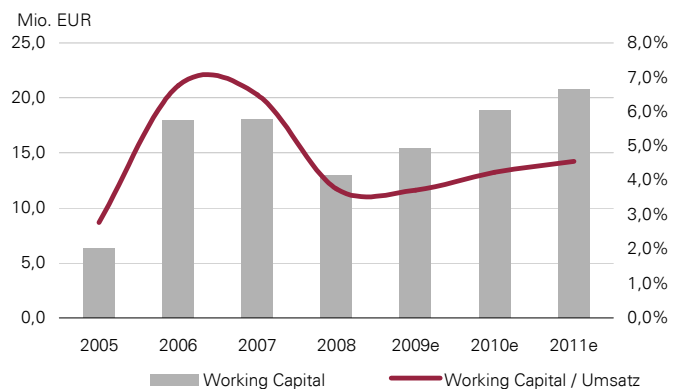
## Free Cash Flow Generation - CANCOM



Quellen: CANCOM (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- Schwankungen im FCF insbesondere durch...
- ...Schwankungen des Working Capital.

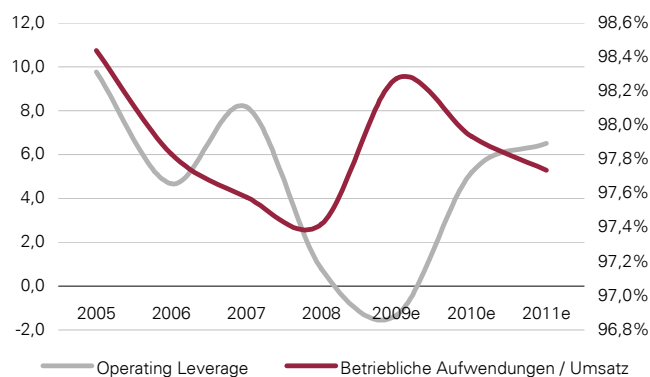
## Working Capital - CANCOM



Quellen: CANCOM (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- Das Kapital ist hauptsächlich im Working Capital gebunden

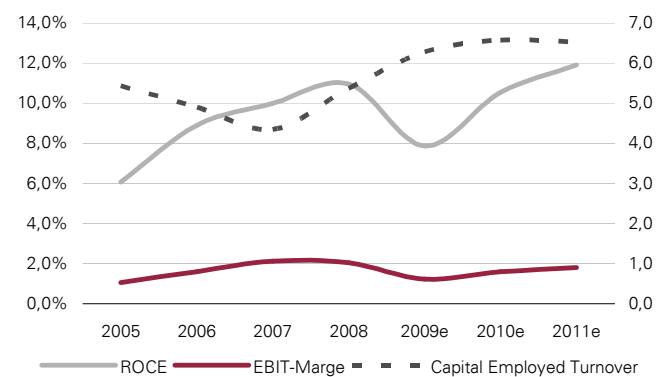
## Operating Leverage - CANCOM



Quellen: CANCOM (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- 2004-2007: Kontinuierlicher Rückgang der Quote betrieblicher Aufwendungen...
- ...dürfte ab 2009e eine Wendung erfahren
- Ursachen: Rezession und Akquisitionen der margenschwächeren Sysdat & HoH

## ROCE Entwicklung - CANCOM



Quellen: CANCOM (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- Durch die Akquisition von HoH und Sysdat...
- ... sollte der CET ansteigen...
- ... und sich die EBIT-Marge reduzieren.

## Rechtshinweis / Disclaimer

Dieser Research Report wurde von der SES Research GmbH, einer Tochter der M.M.Warburg & CO KGaA, erstellt; er enthält ausgewählte Informationen und erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit. Die Analyse stützt sich auf allgemein zugängliche Informationen und Daten ("die Information"), die als zuverlässig gelten. Die SES Research GmbH hat die Information jedoch nicht auf ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit geprüft und übernimmt für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Information keine Haftung. Etwaige unvollständige oder unrichtige Informationen begründen keine Haftung der M.M.Warburg & CO KGaA oder der SES Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, und M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH haften nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernehmen M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH keine Haftung für in diesen Analysen enthaltene Aussagen, Planungen oder sonstige Einzelheiten bezüglich der untersuchten Unternehmen, deren verbundener Unternehmen, Strategien, konjunkturelle, Markt- und/oder Wettbewerbslage, gesetzliche Rahmenbedingungen usw. Obwohl die Analyse mit aller Sorgfalt zusammengestellt wurde, können Fehler oder Unvollständigkeiten nicht ausgeschlossen werden. M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH, deren Anteilseigner und Angestellte übernehmen keine Haftung für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen oder Schlüsse, die aus in dieser Analyse enthaltenen Informationen abgeleitet werden. Soweit eine Analyse im Rahmen einer bestehenden vertraglichen Beziehung, z.B. einer Finanzberatung oder einer ähnlichen Dienstleistung, ausgehändigt wird, ist die Haftung der M.M.Warburg & CO KGaA und der SES Research GmbH auf grobe Fahrlässigkeit und Vorsatz begrenzt. Sollten wesentliche Angaben unterlassen worden sein, haften M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH für einfache Fahrlässigkeit. Der Höhe nach ist die Haftung von M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH auf Ersatz von typischen und vorhersehbaren Schäden begrenzt. Die Analyse stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers dar. Es ist möglich, dass Gesellschafter, Geschäftsleitung oder Angestellte der M.M.Warburg & CO KGaA oder der SES Research GmbH in verantwortlicher Stellung, z.B. als Mitglied des Aufsichtsrats, in den in der Analyse genannten Gesellschaften tätig sind. Die in dieser Analyse enthaltenen Meinungen können ohne Ankündigung geändert werden. Alle Rechte vorbehalten.

## Urheberrechte

Das Werk einschließlich aller Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

## Erklärung gemäß § 34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

Gemäß § 34 b WpHG und FinAnV besteht u.a. die Verpflichtung bei einer Finanzanalyse auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf das analysierte Unternehmen hinzuweisen. In diesem Zusammenhang weisen wir auf folgendes hin:

- M.M.Warburg & CO KGaA oder SES Research GmbH hat mit diesem Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung einer Finanzanalyse getroffen.

Die Bewertung, die der Anlageempfehlung für das hier analysierte Unternehmen zugrunde liegt, stützt sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie das DCF-Modell, Peer-Gruppen-Vergleich und – wo möglich – ein Sum-of-the-parts-Modell.

M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH haben interne organisatorische und regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenkonflikten vorzubeugen und diese, sofern vorhanden, offen zulegen.

Die von M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH hergeleiteten Bewertungen, Empfehlungen und Kursziele für die analysierten Unternehmen werden ständig überprüft und können sich daher ändern, sollte sich einer der diesen zugrunde liegenden fundamentalen Faktoren ändern.

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Finanzanalyse angegeben werden, sind Schlusskurse des in der Analyse angegebenen Datums, soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird.

Weder die Analysten der M.M.Warburg & CO KGaA noch die Analysten der SES Research GmbH beziehen eine Vergütung - weder direkt noch indirekt - aus Investmentbankinggeschäften der M.M.Warburg Bank oder eines mit ihr verbundenen Unternehmens.

M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH unterliegen der Aufsicht durch die BaFin – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.

**Anlageempfehlung:** Erwartete Entwicklung des Preises des Finanzinstruments bis zum angegebenen Kursziel, nach Meinung des dieses Finanzinstrument betreuenden Analysten.

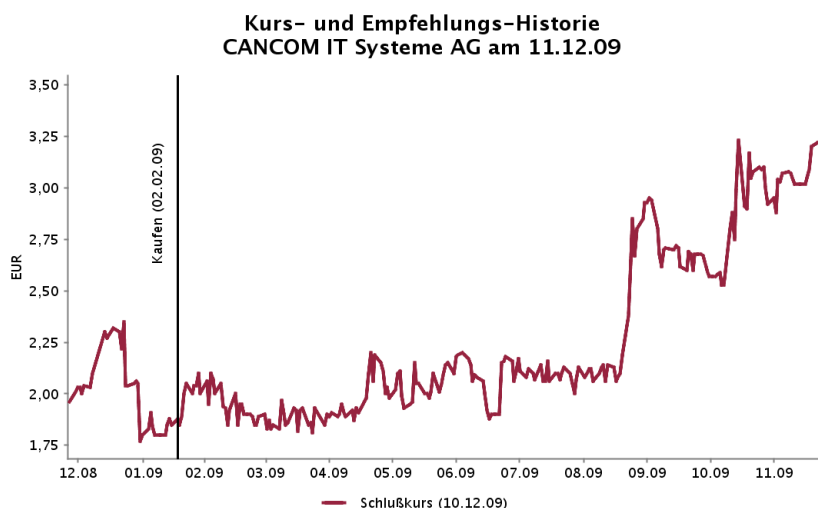
- K **Kaufen:** Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten steigt.  
 H **Halten:** Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten weitestgehend stabil bleibt.  
 V **Verkaufen:** Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten fällt.  
 – **Empfehlung ausgesetzt:** Die Informationslage lässt eine Beurteilung des Unternehmens momentan nicht zu.

M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung:

| Empfehlung       | Anzahl Unternehmen | % des Universums |
|------------------|--------------------|------------------|
| Kaufen           | 110                | 54%              |
| Halten           | 62                 | 30%              |
| Verkaufen        | 17                 | 8%               |
| Empf. ausgesetzt | 15                 | 7%               |
| <b>Gesamt</b>    | <b>204</b>         |                  |

M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung, unter Berücksichtigung nur der Unternehmen, für die veröffentlichungspflichtige Informationen gemäß § 34b WpHG und FinAnV vorliegen:

| Empfehlung       | Anzahl Unternehmen | % des Universums |
|------------------|--------------------|------------------|
| Kaufen           | 80                 | 61%              |
| Halten           | 37                 | 28%              |
| Verkaufen        | 5                  | 4%               |
| Empf. ausgesetzt | 10                 | 8%               |
| <b>Gesamt</b>    | <b>132</b>         |                  |



Im Chart werden Markierungen angezeigt, wenn die SES Research GmbH in den vergangenen 12 Monaten das Rating geändert hat. Jede Markierung repräsentiert das Datum und den Schlusskurs am Tag der Ratinganpassung.

## SES Research GmbH

SES Research GmbH | Hermannstraße 9 | 20095 Hamburg

Tel.: +49 40 309537 - 0 | Fax: +49 40 309537 - 110 | [info@ses.de](mailto:info@ses.de) | [www.ses.de](http://www.ses.de)

**SES | RESEARCH**  
Ein Unternehmen der Warburg Gruppe

### Analyse

|                                   |                                                                                      |                                   |                                                                                                |
|-----------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Felix Ellmann</b>              | +49 (0)40-309537 - 120<br><a href="mailto:ellmann@ses.de">ellmann@ses.de</a>         | <b>Tim Kruse</b>                  | +49 (0)40-309537 – 180<br><a href="mailto:kruse@ses.de">kruse@ses.de</a>                       |
| <b>Henner Rüschemeyer</b>         | +49 (0)40-309537 - 270<br><a href="mailto:rueschmeier@ses.de">rueschmeier@ses.de</a> | <b>Frank Laser</b>                | +49 (0)40-309537 – 235<br><a href="mailto:laser@ses.de">laser@ses.de</a>                       |
| <b>Robert Suckel</b>              | +49 (0)40-309537 - 190<br><a href="mailto:suckel@ses.de">suckel@ses.de</a>           | <b>Jochen Reichert</b>            | +49 (0)40-309537 – 130<br><a href="mailto:reichert@ses.de">reichert@ses.de</a>                 |
| <b>Dr. Karsten von Blumenthal</b> | +49 (0)40-309537 - 150<br><a href="mailto:blumenthal@ses.de">blumenthal@ses.de</a>   | <b>Malte Schaumann</b>            | +49 (0)40-309537 – 170<br><a href="mailto:schaumann@ses.de">schaumann@ses.de</a>               |
| <b>Björn Blunck</b>               | +49 (0)40-309537 – 160<br><a href="mailto:blunck@ses.de">blunck@ses.de</a>           | <b>Franziska Schmidt-Petersen</b> | +49 (0)40-309537 – 100<br><a href="mailto:schmidt-petersen@ses.de">schmidt-petersen@ses.de</a> |
| <b>Daniel Bonn</b>                | +49 (0)40-309537 – 250<br><a href="mailto:bonn@ses.de">bonn@ses.de</a>               | <b>Claudia Vedder</b>             | +49 (0)40-309537 – 105<br><a href="mailto:vedder@ses.de">vedder@ses.de</a>                     |
| <b>Annika Boysen</b>              | +49 (0)40-309537 – 220<br><a href="mailto:boysen@ses.de">boysen@ses.de</a>           | <b>Katrin Wauker</b>              | +49 (0)40-309537 – 200<br><a href="mailto:wauker@ses.de">wauker@ses.de</a>                     |
| <b>Finn Henning Breiter</b>       | +49 (0)40-309537 – 230<br><a href="mailto:breiter@ses.de">breiter@ses.de</a>         | <b>Andreas Wolf</b>               | +49 (0)40-309537 – 140<br><a href="mailto:wolf@ses.de">wolf@ses.de</a>                         |
| <b>Torsten Klingner</b>           | +49 (0)40-309537 – 260<br><a href="mailto:klingner@ses.de">klingner@ses.de</a>       |                                   |                                                                                                |

## M.M. Warburg & CO KGaA

M.M. Warburg & CO KGaA | Ferdinandstraße 75 | 20095 Hamburg

Tel.: +49 40 3282 - 0 | Fax: +49 40 3618 - 1000 | [info@mmwarburg.com](mailto:info@mmwarburg.com) | [www.mmwarburg.com](http://www.mmwarburg.com)

  
**M. M. WARBURG & CO**  
1798

### Institutional Sales

|                                                |                                                                                                     |                                                 |                                                                                                     |
|------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Barbara C. Effler</b><br>Head of Equities   | +49 (0)40-3282 - 2686<br><a href="mailto:beffler@mmwarburg.com">beffler@mmwarburg.com</a>           | <b>Dirk Rosenfelder</b><br>Head of Equity Sales | +49 (0)40-3282 - 2692<br><a href="mailto:drosenfelder@mmwarburg.com">drosenfelder@mmwarburg.com</a> |
| <b>Oliver Merckel</b><br>Head of Sales Trading | +49 (0)40-3282 - 2634<br><a href="mailto:omerckel@mmwarburg.com">omerckel@mmwarburg.com</a>         | <b>Christian Alisch</b><br>Equity Sales         | +49 (0)40-3282 – 2667<br><a href="mailto:calisch@mmwarburg.com">calisch@mmwarburg.com</a>           |
| <b>Thekla Struve</b><br>Sales Trading          | +49 (0)40-3282 - 2668<br><a href="mailto:tstruve@mmwarburg.com">tstruve@mmwarburg.com</a>           | <b>Matthias Fritsch</b><br>Equity Sales         | +49 (0)40-3282 – 2696<br><a href="mailto:mfritsch@mmwarburg.com">mfritsch@mmwarburg.com</a>         |
| <b>Gudrun Bolsen</b><br>Sales Trading          | +49 (0)40-3282 - 2679<br><a href="mailto:gbolsen@mmwarburg.com">gbolsen@mmwarburg.com</a>           | <b>Benjamin Kassen</b><br>Equity Sales          | +49 (0)40-3282 - 2630<br><a href="mailto:bkassen@mmwarburg.com">bkassen@mmwarburg.com</a>           |
| <b>Bastian Quast</b><br>Sales Trading          | +49 (0)40-3282 - 2701<br><a href="mailto:bquast@mmwarburg.com">bquast@mmwarburg.com</a>             | <b>Michael Kriszun</b><br>Equity Sales          | +49 (0)40-3282 - 2695<br><a href="mailto:mkriszun@mmwarburg.com">mkriszun@mmwarburg.com</a>         |
| <b>Patrick Schepelmann</b><br>Sales Trading    | +49 (0)40-3282 - 2700<br><a href="mailto:pschepelmann@mmwarburg.com">pschepelmann@mmwarburg.com</a> | <b>Felix Schulte</b><br>Equity Sales            | +49 (0)40-3282 - 2666<br><a href="mailto:fschulte@mmwarburg.com">fschulte@mmwarburg.com</a>         |
| <b>Jörg Treptow</b><br>Sales Trading           | +49 (0)40-3282 - 2658<br><a href="mailto:jtreptow@mmwarburg.com">jtreptow@mmwarburg.com</a>         | <b>Marco Schumann</b><br>Equity Sales           | +49 (0)40-3282 - 2665<br><a href="mailto:mschumann@mmwarburg.com">mschumann@mmwarburg.com</a>       |
| <b>Andrea Carstensen</b><br>Sales Assistance   | +49 (0)40-3282 - 2632<br><a href="mailto:acarstensen@mmwarburg.com">acarstensen@mmwarburg.com</a>   | <b>Philipp Stumpfegger</b><br>Equity Sales      | +49 (0)40-3282 - 2635<br><a href="mailto:pstumpfegger@mmwarburg.com">pstumpfegger@mmwarburg.com</a> |
| <b>Wiebke Möller</b><br>Sales Assistance       | +49 (0)40-3282 - 2703<br><a href="mailto:wmoeller@mmwarburg.com">wmoeller@mmwarburg.com</a>         | <b>Andreas Wessel</b><br>Equity Sales           | +49 (0)40-3282 - 2663<br><a href="mailto:awessel@mmwarburg.com">awessel@mmwarburg.com</a>           |
| <b>Katharina Bruns</b><br>Roadshow / Marketing | +49 (0)40-3282 - 2694<br><a href="mailto:kbruns@mmwarburg.com">kbruns@mmwarburg.com</a>             |                                                 |                                                                                                     |