



Independent Research

Unabhängige Finanzmarktanalyse GmbH

Research Note

CANCOM AG



Vorläufige Zahlen 2010

28. Januar 2011

Bitte lesen Sie den Hinweis zur Erstellung dieses Dokumentes, die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten, die Pflichtangaben zu § 34b Wertpapierhandelsgesetz und die Haftungserklärung am Ende dieses Dokumentes. Diese Finanzanalyse im Sinne des § 34b WpHG ist nur zur Verteilung an professionelle Kunden und geeignete Gegenparteien gemäß § 31a WpHG bestimmt.

CANCOM übertrifft Erwartungen deutlich

Vorläufige Zahlen 2010

- ⇒ CANCOM hat mit den am 24.01.2011 veröffentlichten vorläufigen Zahlen für das Geschäftsjahr 2010 unsere Erwartungen und den Marktkonsens deutlich übertroffen. Getragen von der konjunkturellen Erholung und der hohen Nachfrage nach innovativen IT-Produkten steigerte das Unternehmen den Umsatz in Q4 2010 um 42,1% auf 167,8 (118,1; unsere Prognose: 154,5) Mio. Euro. Das Gesamtjahr schloss CANCOM mit einem Umsatz von 548,0 (422,5) Mio. Euro ab.
- ⇒ Das organische Wachstum lag bei rund 30% und hat damit gegenüber den Vorquartalen (Q3: +26,4%; Q1: +14,4%) weiter an Dynamik gewonnen. Wir gehen davon aus, dass sowohl im Handelsgeschäft als auch im margenstarken Dienstleistungsgeschäft die Wachstumsdynamik gleichermaßen hoch war.
- ⇒ Das EBITDA in Q4 legte auf 8,3 (5,2; unsere Prognose: 5,0) Mio. Euro zu. Die EBITDA-Marge erreichte mit 4,9% (4,4%) ein erfreulich hohes Niveau. Das EBIT betrug hierbei 5,5 (3,9; unsere Prognose: 4,0) Mio. Euro. Überraschend hoch sind in Q4 die Abschreibungen mit 2,8 (1,3) Mio. Euro ausgefallen.
- ⇒ Bei einem Konzern-EBITDA von 19,0 (10,4) Mio. Euro schloss CANCOM 2010 mit einem EBIT von 13,1 (7,0) Mio. Euro ab. Angaben zum Nettoergebnis hat das Unternehmen nicht gemacht. Wir gehen davon aus, dass unsere bisherige EpS-Prognose von 0,70 Euro übertroffen wird.
- ⇒ CANCOM hat angekündigt, die Anfang Dezember ausgegebene Guidance für 2011 (Umsatz: 560 Mio. Euro; Rohertrag: 156 Mio. Euro; EBITDA: 18 Mio. Euro; EpS: 0,80 - 0,90 Euro) bei Veröffentlichung des Geschäftsbericht (29.03.) überprüfen zu wollen.
- ⇒ Wir haben unsere 2011er Prognosen leicht nach oben angepasst und erwarten nunmehr einen Umsatz von 580,8 (alt: 567,7) Mio. Euro. Bei einem EBITDA von 20,9 (alt: 18,5) Mio. Euro erwarten wir ein EBIT von 14,9 (alt: 14,0) Mio. Euro. Für das EpS 2011 unterstellen wir nunmehr 0,92 (alt: 0,85) Euro.

RL	GJ	Umsatz	EBIT	EBT	JÜ	EpS
IFRS	2008	364,1	5,4	4,0	2,7	0,27
IFRS	2009	422,5	7,0	5,7	5,1	0,49
IFRS	2010	548,0	13,1			
IFRS	2011e	580,8	14,9	13,8	9,6	0,92
IFRS	2012e	602,2	16,9	15,9	11,0	1,06
CAGR 2008 - 2012e		13,4%	33,2%	41,0%	42,2%	

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

CANCOM 6)

Votum:

Kaufen

alt:
vom

-
-

Kursziel (in Euro) (6 Monate)	13,50
Kurs (Xetra) (in Euro)	10,33
27.01.2011 17:36 Uhr	
Kurspotenzial	30,69%

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)	10,316
Freefloat	66,02%
Marktkapitalisierung (in Mio. Euro)	107,5
∅ Tagesumsatz	41.059
52W Hoch 07.12.2010	10,60 Euro
52W Tief 29.01.2010	4,60 Euro
Beta	1,40
Volatilität (60 Tage)	37,02

Bewertungsmultiplikatoren

	EV/Umsatz	EV/EBIT	KGv	Div. Rendite
2008	0,1	6,1	11,8	0,0%
2009	0,0	2,4	4,8	6,4%
2010	0,1	5,2	9,3	4,4%
2011e	0,2	6,9	11,2	4,4%
2012e	0,2	6,1	9,7	5,1%

Performance (in %)

	1M	3M	6M	12M
absolut	10,5	11,0	33,0	123,6
relativ ggü.:				
DAX	7,7	2,3	14,8	73,1
Prime Software	2,0	-1,3	14,8	91,1

Index-Gewichtung

Prime All Share	0,012%
Prime Software	0,214%



Ersteller: Zafer Rüzgar (Analyst)

1)2)3)4)6) **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

- ⇒ Für das laufende Q1 2011 prognostizieren wir einen Umsatz von 143,5 (114,6) Mio. Euro. Das EBIT erwarten wir bei 2,6 (2,2) Mio. Euro. Die Rohertragsmarge für das Q1 schätzen wir auf 27,6% (31,4%). CANCOM hat angesichts der guten Auftragslage ein starkes Q1 in Aussicht gestellt. Für 2012 prognostizieren wir erstmals einen Umsatz von 602,2 Mio. Euro und ein EBIT von 16,9 Mio. Euro.
- ⇒ Infolge der Prognoseanhebung ergibt sich nunmehr ein Kursziel von 13,50 (alt: 12,50) Euro. Die Aktie hat in den letzten Wochen den Gesamtmarkt weiter outperformt. Das hohe organische Wachstum, die anhaltende Verbesserung der Ergebnisqualität sowie Akquisitionsphantasie werden die Aktie weiter tragen. Die CANCOM-Aktie ist mit einem KGV 2011e von 8,6 und einem EV/EBIT 2011e von 5,2 deutlich unterbewertet. Zudem verfügt die Aktie über eine attraktive Dividendenrendite. Wir bestätigen unser Kaufen-Votum.

in Mio. Euro	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Umsatz	580,8	602,2	614,2	626,5	639,0	651,8	664,8	678,1	691,7	705,5
Wachstum Umsatz		3,7%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
EBIT-Marge	2,6%	2,8%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
EBIT	14,9	16,9	15,4	15,7	16,0	16,3	16,6	17,0	17,3	17,6
- Ertragsteuern	-4,5	-5,1	-4,6	-4,7	-4,8	-4,9	-5,0	-5,1	-5,2	-5,3
+ Abschreibungen	6,0	6,0	3,1	3,1	3,2	3,3	3,3	3,4	3,5	3,5
+/- 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	16,5	17,8	13,8	14,1	14,4	14,7	15,0	15,3	15,6	15,9
-/+ Investitionen in das Nettoumlaufvermögen	-7,5	-3,9	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-2,2
-/+ Investitionen in das Anlagevermögen	-4,0	-3,5	-3,1	-3,2	-3,3	-3,4	-3,5	-3,6	-3,7	-3,8
Free Cash Flow	4,9	10,4	10,3	10,5	10,7	10,9	11,1	11,2	11,4	9,9
Barwerte	4,6	8,8	8,1	7,5	7,0	6,6	6,1	5,7	5,4	4,2
Summe Barwerte	64,0									
Terminalwert	66,5									
										in % vom Gesamtwert : 51%
Wert des operativen Geschäfts	130,5									
+ liquide Mittel	25,8									
- Finanzverschuldung	-22,3									
Marktwert Eigenkapital	134,0									
Anzahl der Aktien in Mio. Stück	10,391									
Kurs in Euro	12,90									

Quelle: Independent Research

Modell-Parameter / Entity-DCF-Modell:					
langfristige Bilanzstruktur ->	Eigenkapital:	35%	Fremdkapital :	65%	
risikofreie Rendite :	4,00%	Beta :	1,4	Risikoprämie FK :	3,0%
		Risikoprämie:	8,0%	Tax-Shield :	30,0%
		Zins EK :	15,2%	Zins FK :	4,9%
Wachstum FCF :	2,0%	WACC :	8,5%	Datum :	28.01.11

Sensitivitätsanalyse (in Euro)					
		Diskontierungszinssatz			
		8,0%	8,5%	9,0%	9,5%
Wachstum	2,0%	13,94	12,90	12,00	11,22
	2,5%	14,64	13,46	11,94	11,60
	3,0%	15,48	14,13	13,00	12,05
	3,5%	16,51	14,94	13,64	12,56

Quelle: Independent Research

1)2)3)4)6) **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Peer Group-Vergleich						
Unternehmen	KGV		EV / EBIT		EV / Umsatz	
	2011e	2012e	2011e	2012e	2011e	2012e
ATEA ASA	9,6	9,2	10,0	9,0	0,3	0,3
Bechtle	12,9	12,3	9,1	8,1	0,3	0,3
Computacenter	12,6	11,9	9,4	8,8	0,2	0,1
Datagroup	8,5	8,1	7,2	6,8	0,4	0,3
Median	11,1	10,6	9,3	8,5	0,3	0,3

Quelle: Independent Research; Bloomberg

Kurse vom 27.01.2011

in Mio. Euro, Ergebnis je Aktie in Euro	Ergebnis je Aktie		EBIT		Umsatz	
	2011e	2012e	2011e	2012e	2011e	2012e
CANCOM	0,92	1,06	14,9	16,9	580,8	602,2
Enterprise Value	10,21	11,20	138,28	143,12	178,60	185,17
Durchschnittswert	10,71		140,70		181,88	
Liquide Mittel					25,80	
Finanzverbindlichkeiten					-22,30	
Faire Marktkapitalisierung			144,20		185,38	
Aktienanzahl			10,391		10,391	
Fairer Wert je Aktie in Euro	10,71		13,88		17,84	
Gewichtung	1/3		1/3		1/3	
Fairer Wert je Aktie in Euro			14,18			

Quelle: Independent Research

Zusammenführende Bewertung		
	Peer Group-Vergleich	DCF-Modell
Fairer Wert je Aktie (Euro)	14,18	12,90
Gewichtung	50%	50%
Fairer Wert gesamt je Aktie (Euro)	13,54	

Quelle: Independent Research

CANCOM							
Ausgewählte Kennzahlen							
Einheit : Mio. Euro	2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e
Geschäftsjahresende : 31. Dez							
Rechnungslegungsstandard : IFRS							
GuV-Kennzahlen							
Umsatz (in Mio. Euro)	265,0	277,5	364,1	422,5	548,0	580,8	602,2
EBITDA-Marge	2,2%	2,8%	2,4%	2,5%	3,5%	3,6%	3,8%
EBIT-Marge	1,6%	2,1%	1,5%	1,6%	2,4%	2,6%	2,8%
Nettorendite	0,9%	1,7%	0,7%	1,2%	1,4%	1,6%	1,8%
Abschreibungsquote	0,6%	0,7%	0,9%	0,8%	1,1%	1,0%	1,0%
Operative Kosten / Umsatz	22,8%	28,9%	26,7%	25,8%	24,1%	24,6%	24,8%
Zinsdeckungsgrad	4,84	6,86	4,00	5,36	10,92	13,11	16,90
Kapitalrentabilitäts-Kennzahlen							
Eigenkapitalrendite (ROE)	7,2%	12,9%	6,9%	11,5%	15,7%	17,9%	18,7%
ROCE	9,8%	11,6%	9,4%	13,0%	27,8%	28,4%	31,3%
ROI	2,8%	4,7%	2,2%	3,8%	5,2%	6,3%	6,9%
Bilanzkennzahlen							
Eigenkapitalquote	38,9%	36,1%	32,2%	32,5%	33,3%	35,0%	37,0%
Anlagendeckungsgrad	116,3%	126,2%	115,4%	115,2%	160,5%	189,6%	229,8%
Anlagenintensität	33,4%	28,6%	28,0%	28,2%	20,7%	18,4%	16,1%
Forderungen / Umsatz	13,5%	14,2%	12,1%	11,9%	10,5%	11,0%	11,5%
Capex / Abschreibungen	333,5%	455,7%	102,4%	96,4%	42,4%	66,7%	58,3%
Capex / Umsatz	1,9%	3,0%	1,0%	0,8%	0,5%	0,7%	0,6%
Working Capital-Quote	5,5%	7,9%	6,4%	3,7%	3,1%	4,2%	4,7%
Kennziffern je Aktie (in Euro)							
Ergebnis je Aktie	0,24	0,45	0,27	0,49	0,73	0,92	1,06
Free Cash Flow je Aktie	-0,62	0,04	1,14	0,77	1,26	0,34	0,88
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,15	0,30	0,45	0,53
Cash je Aktie	0,74	1,13	1,76	2,49	3,37	3,18	3,47
Buchwert je Aktie	3,37	3,49	3,75	4,22	4,67	5,15	5,69
Bewertungskennzahlen							
EV / Umsatz	0,1	0,2	0,1	0,0	0,1	0,2	0,2
EV / EBITDA	6,7	5,8	3,7	1,6	3,6	5,0	4,5
EV / EBIT	9,1	7,7	6,1	2,4	5,2	6,9	6,1
KBV	13,8	8,8	11,8	4,8	9,3	11,2	9,7
KBV	1,0	1,1	0,9	0,6	1,5	2,0	1,8
KCV	-5,4	94,0	2,8	3,0	5,4	30,8	11,7
KUV	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	6,4%	4,4%	4,4%	5,1%

Quelle: Independent Research; CANCOM

CANCOM							
Konzern Gewinn- und Verlustrechnung							
	Einheit : Mio. Euro						
	Geschäftsjahresende : 31. Dez						
	Rechnungslegungsstandard : IFRS						
	2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e
Umsatzerlöse	265,0	277,5	364,1	422,5	548,0	580,8	602,2
Veränderung ggü. Vorjahr	17,2%	4,7%	31,2%	16,0%	29,7%	6,0%	3,7%
Sonstige betriebliche Erträge	0,7	1,5	1,7	2,7		2,0	2,0
Andere aktivierte Eigenleistungen	0,0	0,9	0,3	1,0		0,0	0,0
Bestandsveränderungen der Erzeugnisse	0,0	0,0	0,0	0,0		0,0	0,0
Gesamtleistung	265,8	279,9	366,2	426,1		582,8	604,2
Materialaufwand	199,6	214,2	243,2	306,8		419,0	431,9
in % vom Umsatz	75,3%	77,2%	66,8%	72,6%		72,1%	71,7%
Rohhertrag	66,1	82,5	107,8	119,3		163,8	172,2
Rohhertragsmarge	24,9%	29,7%	29,6%	28,2%		28,2%	28,6%
Personalaufwand	42,0	59,0	71,1	82,8		109,9	114,8
in % vom Umsatz	15,8%	21,3%	19,5%	19,6%		18,9%	19,1%
Abschreibungen	1,5	1,9	3,4	3,4		6,0	6,0
in % vom Umsatz	0,6%	0,7%	0,9%	0,8%		1,0%	1,0%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	18,4	21,2	26,1	26,1		32,9	34,5
in % vom Umsatz	6,9%	7,7%	7,2%	6,2%		5,7%	5,7%
EBIT	4,3	5,9	5,4	7,0	13,1	14,9	16,9
EBIT-Marge	1,6%	2,1%	1,5%	1,6%	2,4%	2,6%	2,8%
Finanzergebnis	-0,9	-0,9	-1,3	-1,3		-1,1	-1,0
EBT	3,4	5,0	4,0	5,7		13,8	15,9
EBT-Marge	1,3%	1,8%	1,1%	1,3%		2,4%	2,6%
Ertragsteuern	-0,6	0,1	-1,3	-0,6		-4,1	-4,8
Steuerquote	-18,2%	1,2%	-31,4%	-9,8%		-30,0%	-30,0%
Ergebnis nach Steuern aus fortgeführten Geschäftsbereichen	2,8	5,1	2,8	5,1		9,7	11,1
Ergebnis aus aufgegebenen Geschäftsbereichen	-0,1	-0,2	-0,1	0,0		0,0	0,0
Ergebnis vor Minderheitenanteilen	2,6	5,2	2,7	5,1		9,7	11,1
in % vom Umsatz	1,0%	1,9%	0,7%	1,2%		1,7%	1,8%
Minderheitenanteile	0,2	0,5	0,0	0,0		0,1	0,1
Jahresüberschuss	2,4	4,7	2,7	5,1		9,6	11,0
in % vom Umsatz	0,9%	1,7%	0,7%	1,2%		1,6%	1,8%
Anzahl der Aktien (in Mio. Stück)	9,924	10,391	10,391	10,387		10,391	10,391
Ergebnis je Aktie (in Euro)	0,24	0,45	0,27	0,49		0,92	1,06
Dividende je Aktie (in Euro)	0,00	0,00	0,00	0,15		0,45	0,53

Quelle: Independent Research; CANCOM

CANCOM							
Konzern Bilanz							
	Einheit : Mio. Euro						
	Geschäftsjahresende : 31. Dez						
	Rechnungslegungsstandard : IFRS						
	2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e
Aktiva							
Liquide Mittel	7,3	11,8	18,3	25,8	35,0	33,1	36,0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	35,8	39,3	44,2	50,4	57,5	63,9	69,2
Vorräte	8,1	9,5	10,1	12,6	13,0	17,4	18,1
Rechnungsabgrenzungsposten und sonstige VG	3,4	7,4	10,8	4,4	5,5	5,8	6,0
Kurzfristige Vermögensgegenstände	54,7	67,9	83,3	93,2	111,1	120,2	129,4
Sachanlagen	8,6	3,0	5,4	6,5	4,8	4,5	4,1
Immaterielle Vermögensgegenstände	1,2	3,8	4,5	6,7	4,1	3,8	3,5
Geschäfts- oder Firmenwert	19,0	21,9	23,8	24,8	21,3	19,9	18,1
Finanzanlagen	0,0	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
Ausleihungen	0,1	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Latente Steuern	2,2	3,1	2,5	2,6	3,3	3,5	3,7
Sonstige Vermögensgegenstände	0,2	0,3	0,8	0,9	0,9	0,9	0,9
Langfristige Vermögensgegenstände	31,2	32,5	37,4	41,7	34,6	32,8	30,4
Summe Aktiva	85,9	100,4	120,7	134,9	145,7	153,0	159,8
Passiva							
Kurzfristige Darlehen	0,5	1,9	4,3	3,9	3,7	3,5	3,3
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	26,2	27,5	39,3	47,9	54,8	58,1	60,2
Erhaltene Anzahlungen	0,1	0,8	2,0	1,1	1,1	1,1	1,1
Rückstellungen	6,6	6,7	2,6	3,9	4,4	4,6	4,8
Umsatzabgrenzungsposten	0,3	1,6	0,8	0,9	0,9	0,9	0,9
Verbindlichkeiten aus Ertragsteuern	0,7	1,2	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	4,8	6,1	11,3	9,4	9,0	8,5	8,1
Kurzfristige Verbindlichkeiten	39,1	45,8	60,8	67,5	74,3	77,2	78,9
Langfristige Darlehen	6,7	4,5	6,2	5,7	5,1	4,6	4,1
Genussrechtskapital und nachrangige Darlehen	6,0	11,6	11,6	12,8	12,8	12,8	12,8
Umsatzabgrenzungsposten	0,1	0,9	0,4	1,8	1,8	1,8	1,8
Latente Steuern	0,4	0,7	1,3	2,0	2,0	2,0	2,0
Pensionsrückstellungen	0,2	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	0,0	0,6	1,3	1,3	1,2	1,1	1,1
Langfristige Verbindlichkeiten	13,4	18,3	20,9	23,5	22,9	22,3	21,8
Gezeichnetes Kapital	10,4	10,4	10,4	10,4	10,4	10,4	10,4
Kapitalrücklage	15,4	15,4	15,4	15,4	15,4	15,4	15,4
Bilanzgewinn / Bilanzverlust	6,0	10,7	13,4	18,5	23,0	27,9	33,4
Eigenkapitaldifferenz aus Währungsumrechnung	-0,1	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Eigene Anteile zu Anschaffungskosten	0,0	0,0	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Minderheitenanteile	1,7	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2	0,3
Eigenkapital	33,4	36,3	38,9	43,9	48,5	53,5	59,1
Summe Passiva	85,9	100,4	120,7	134,9	145,7	153,0	159,8

Quelle: Independent Research; CANCOM

CANCOM							
Konzern Kapitalflussrechnung							
Einheit : Mio. Euro	2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e
Geschäftsjahresende : 31. Dez							
Rechnungslegungsstandard : IFRS							
Periodengewinn vor Steuern und Minderheitenanteilen	3,4	5,0	4,0	5,7	11,9	13,8	15,9
Abschreibungen auf Sachanlagen und immat. Vermögensgegenstände	1,5	1,7	3,4	3,4	5,9	6,0	6,0
Veränderungen der langfristigen Rückstellungen	-0,2	0,0	0,7	-0,2	0,0	0,0	0,0
Veränderungen der kurzfristigen Rückstellungen	0,1	-0,7	-3,4	0,2	0,5	0,3	0,2
Ergebnis aus dem Abgang von Anlagevermögen	0,0	-0,5	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Zinsaufwand	0,9	0,7	1,3	1,3	0,0	0,0	0,0
Veränderung Vorräte	2,0	1,9	0,9	-0,9	-0,4	-4,4	-0,6
Veränderung Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	-7,8	-4,8	4,4	0,8	-7,1	-6,3	-5,4
Veränderung Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	-0,1	2,7	4,3	2,7	6,9	3,3	2,1
Gezahlte Zinsen	-0,5	-0,1	-0,4	-0,3	0,0	0,0	0,0
Gezahlte und erstattete Ertragssteuern	-0,6	-0,5	-1,0	-0,1	-4,2	-4,1	-4,8
Zahlungsunwirksame Aufwendungen und Erträge	0,0	0,0	-1,4	-2,0	2,1	-1,0	-0,8
Erträge/Aufwand aus Entkonsolidierung	0,0	-0,8	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus gewöhnlicher Geschäftstätigkeit	-1,1	5,2	13,1	10,7	15,6	7,5	12,7
Erwerb von Tochterunternehmen (abzgl. erworbene Nettozahlungsmittel)	-3,8	-4,5	-3,2	1,4	0,0	0,0	0,0
Zahlungen für Zugänge zu immat. Vermögenswerten sowie Sachanlagen	-1,3	-3,9	-0,2	-4,7	-2,5	-4,0	-3,5
Zahlungen für Zugänge und Abgänge zu Finanzanlagen	0,1	-0,1	0,0	0,4	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus dem Abgang von Sachanlagen und Finanzanlagen	-0,2	3,7	2,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Erhaltene Zinsen	0,1	0,1	0,3	0,2	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus der Investitionstätigkeit	-5,0	-4,7	-1,2	-2,6	-2,5	-4,0	-3,5
Erlöse aus der Ausgabe von gezeichnetem Kapital	2,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalerhöhungskosten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendenzahlung	0,0	0,0	0,0	0,0	-3,1	-4,7	-5,5
Ein/Auszahlungen auf angenommene Kredite	-0,3	4,8	-3,3	0,0	-0,8	-0,8	-0,7
Gezahlte Zinsen	-0,6	-0,8	-1,2	-1,1	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus der Finanzierungstätigkeit	1,6	4,0	-4,5	-1,1	-3,9	-5,4	-6,2
Summe der Cash Flows	-4,6	4,5	7,4	6,9	9,2	-1,9	3,0
Wechselkursbedingte Veränderungen des Finanzmittelfonds	0,0	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzmittelbestand am Anfang der Periode	11,9	7,3	11,8	18,9	25,8	35,0	33,1
Finanzmittelbestand am Ende der Periode	7,3	11,8	18,9	25,8	35,0	33,1	36,0

Quelle: Independent Research; CANCOM

Disclaimer

Erläuterung Anlageurteil Aktien – Einzelemittenten- (Gültig ab dem 18.12.2009)

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

Erläuterung Anlageurteil Aktien - Einzelemittenten – (Gültig bis zum 17.12.2009)

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.

Pflichtangaben nach § 34b WpHG und Finanzanalyseverordnung

Wesentliche Informationsquellen

Wesentliche Informationsquellen für die Erstellung dieses Dokumentes sind Veröffentlichungen in in- und ausländischen Medien wie Informationsdienste (z.B. Reuters, VWD, Bloomberg, DPA-AFX u.a.), Wirtschaftspresse (z.B. Börsenzeitung, 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.

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 primär die Zugehörigkeit zu einem Index (DAX®, EuroStoxx 50SM und Stoxx 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, wenn von der Independent Research GmbH als sinnvoll betrachtet, ein qualifizierter Kurzkomentar oder eine Studie verfasst. Dies erfolgt im Regelfall nach der Veröffentlichung von Unternehmenszahlen. 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 der §§ 33 und 33b WpHG.

Mögliche Interessenkonflikte - Stand: 28.01.2011 -

Mögliche Interessenkonflikte sind mit nachfolgenden Ziffern beim Emittentennamen gekennzeichnet.

Die Independent Research GmbH und/oder mit ihr verbundene Unternehmen:

- 1) sind am Grundkapital des Emittenten mit mindestens 1 Prozent beteiligt.
- 2) waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines Konsortiums beteiligt, das Finanzinstrumente des Emittenten im Wege eines öffentlichen Angebots emittierte.
- 3) betreuen Finanzinstrumente des Emittenten an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen.
- 4) haben innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate mit Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften geschlossen oder eine Leistung oder ein Leistungsversprechen aus einer solchen Vereinbarung erhalten.
- 6) haben mit den Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse getroffen.

Stand: 28.01.2011

**Independent Research GmbH
Senckenberganlage 10-12
D-60325 Frankfurt am Main**

Zuständige Aufsichtsbehörde:

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

Haftungserklärung

Dieses Dokument dient ausschließlich Informationszwecken. Dieses Dokument ist durch die Independent Research GmbH erstellt und zur Verteilung in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt. Dieses Dokument richtet sich nicht an Personen mit Wohn- und/oder Gesellschaftssitz und/oder Niederlassungen im Ausland, vor allem in den Vereinigten Staaten von Amerika, Kanada, Großbritannien oder Japan. Dieses Dokument darf im Ausland nur in Einklang mit den dort geltenden Rechtsvorschriften verteilt werden. Personen, die in den Besitz dieser Information und Materialien gelangen, haben sich über die dort geltenden Rechtsvorschriften zu informieren und diese zu befolgen.

Dieses Dokument stellt weder ein öffentliches Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebotes zum Erwerb von Wertpapieren oder Finanzinstrumenten dar. Mit der Erstellung dieser Informationen ist die Independent Research GmbH insbesondere nicht als Anlageberater oder aufgrund einer Vermögensbetreuungspflicht tätig. Eine Investitionsentscheidung bezüglich irgendwelcher Wertpapiere oder sonstiger Finanzinstrumente sollte auf der Grundlage eines individuellen Beratungsgesprächs und/oder eines Prospekts oder Informationsmemorandums erfolgen.

Das Dokument stellt eine unabhängige Bewertung der entsprechenden Emittentin bzw. Wertpapiere durch die Independent Research GmbH dar. Alle hierin enthaltenen Bewertungen, Stellungnahmen oder Erklärungen sind diejenigen des Verfassers des Dokuments und stimmen nicht notwendigerweise mit denen der Emittentin oder dritter Parteien überein.

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾⁶⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Die Independent Research GmbH hat die Informationen, auf die sich das Dokument stützt, aus als zuverlässig erachteten Quellen übernommen, ohne jedoch alle diese Informationen selbst zu verifizieren. Dementsprechend gibt die Independent Research GmbH keine Gewährleistungen oder Zusicherungen hinsichtlich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit der hierin enthaltenen Informationen oder Meinungen ab.

Die Independent Research GmbH übernimmt keine Haftung für unmittelbare oder mittelbare Schäden, die durch die Verteilung und/oder Verwendung dieses Dokuments verursacht und/oder mit der Verteilung und/oder Verwendung dieses Dokuments im Zusammenhang stehen.

Die Informationen bzw. Meinungen und Aussagen entsprechen dem Stand zum Zeitpunkt der Erstellung des Dokuments. Sie können aufgrund künftiger Entwicklungen überholt sein, ohne dass das Dokument geändert wurde. Frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Die steuerliche Behandlung von Finanzinstrumenten hängt von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Investors ab und kann künftigen Änderungen unterworfen sein, die ggf. auch zurückwirken können.

Obleich die Independent Research GmbH Hyperlinks zu Internet-Seiten von in dieser Studie erwähnten Unternehmen angeben kann, bedeutet die Einbeziehung eines Links nicht, dass die Independent Research GmbH sämtliche Daten auf der verlinkten Seite bzw. Daten, auf welche von dieser Seite aus zugegriffen werden kann, bestätigt, empfiehlt oder genehmigt. Die Independent Research GmbH übernimmt weder eine Haftung für solche Daten noch für irgendwelche Konsequenzen, die aus der Verwendung dieser Daten entstehen.

Die Independent Research GmbH ist berechtigt, Investment Banking- und sonstige Geschäftsbeziehungen zu dem/den Unternehmen zu unterhalten, die Gegenstand dieser Studie sind. Die Research Analysten der Independent Research GmbH liefern ebenfalls wichtigen Input für Investment Banking- und andere Verfahren zur Auswahl von Unternehmen. Anleger sollten davon ausgehen, dass die Independent Research GmbH und deren jeweilige verbundene Unternehmen bestrebt sind bzw. sein werden, Investment Banking- oder sonstige Geschäfte von dem bzw. den Unternehmen, die Gegenstand dieser Studie sind, zu akquirieren, und dass die Research-Analysten, die an der Erstellung dieser Studie beteiligt waren, im Rahmen des geltenden Rechts am Zustandekommen eines solchen Geschäfts beteiligt sein können. Die Independent Research GmbH und/oder deren jeweilige verbundene Unternehmen sowie deren Mitarbeiter halten möglicherweise Positionen in diesen Wertpapieren oder tätigen Geschäfte mit diesen Wertpapieren.

Research-Analysten werden nicht für bestimmte Investment Banking-Transaktionen vergütet. Der/die Verfasser dieser Studie erhält/erhalten eine Vergütung, die (unter anderem) auf der Gesamtrentabilität der Independent Research GmbH basiert, welche Erträge aus dem Investment Banking-Geschäft und anderen Geschäftsbereichen des Unternehmens einschließt. Die Analysten der Independent Research GmbH und deren Haushaltsmitglieder sowie Personen, die den Analysten Bericht erstatten, dürfen grundsätzlich kein finanzielles Interesse an Finanzinstrumenten von Unternehmen haben, die vom Analysten ge covert werden.

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 Betreuer für die Finanzinstrumente oder damit zusammenhängender Investments fungieren, sie auf eigene Rechnung an Kunden verkaufen oder von ihnen kaufen, Investmentbank-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.

Mit Annahme dieses Dokumentes akzeptiert der Empfänger die Verbindlichkeit der vorstehenden Beschränkungen.



Independent Research

Senckenberganlage 10-12
60325 Frankfurt am Main

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