



Independent Research

Unabhängige Finanzmarktanalyse GmbH

Investment Research

CANCOM AG



Geschäftszahlen 2010

13. April 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.

Inhaltsverzeichnis

Zusammenfassung	3
SWOT-Analyse	4
Unternehmensprofil	5
Leistungsspektrum	8
Cloud Computing	10
Marktumfeld	12
Wettbewerbsanalyse	15
Geschäftsentwicklung 2010	17
Ausblick und Prognosen	20
Bewertung	22
Fazit	24
ANHANG	25

Strategischer Fit: Enge Partnerschaft mit IBM im Cloud-Geschäft

Zahlen 2010

- ⇒ CANCOM hat mit den endgültigen Zahlen 2010 die bereits bekannt gegebenen vorläufigen Zahlen bestätigt. Das Überraschungspotenzial fiel daher gering aus. In 2010 erzielte das Unternehmen bei einem Umsatz von 549,3 (422,5) Mio. Euro ein EBITDA von 19,2 (10,4) Mio. Euro. CANCOM hat sowohl unsere Erwartungen als auch die eigene Zielsetzung übertroffen.
- ⇒ 2010 war nach unserer Einschätzung von mehreren Faktoren geprägt. Zum einen beflügelte der konjunkturgetriebene Nachfrageanstieg die Umsatzentwicklung. Zum anderen profitierte CANCOM wie auch der gesamte IT-Sektor von neuen Produkten. Ergebnisseitig werten wir den Rückgang der Rohertragsmarge als kritisch. Jedoch dürfte nach unserer Auffassung der rückläufige Trend gestoppt sein.
- ⇒ CANCOM hat sich hinsichtlich der Entwicklung in Q1 2011 sehr positiv geäußert. Dem Unternehmen zufolge ist auf Grund der guten Auftragslage und der hohen Auslastung der Consultants mit einem starken Q1 zu rechnen. Wir erwarten für das abgeschlossene Q1 bei einem Umsatz von 140,6 (114,6) Mio. Euro ein EBITDA von 4,1 (2,6) Mio. Euro. Die Rohertragsmarge in Q1 erwarten wir bei 27,5% (28,1%).
- ⇒ Die Ende März angekündigte strategische Partnerschaft mit IBM zur gemeinsamen Vermarktung der CANCOM AHP Private Cloud-Lösungen werten wir sehr positiv. Durch die Zusammenarbeit wird CANCOM die Vertriebs- und Marketingkanäle von IBM nutzen können. Mit diesem Schritt ist die CANCOM-Zielsetzung bis Ende 2013 100 Cloud-Lösungen installieren zu wollen, realistischer geworden.
- ⇒ Aus der Anhebung unserer mittelfristigen Prognosen ergibt sich ein neues Kursziel (DCF- und Peer Group-Bewertung) von 14,80 (alt: 13,50) Euro. Ungeachtet der zuletzt seitwärts gerichteten Kursentwicklung erwarten wir für die CANCOM-Aktie einen deutlichen Kursanstieg. Wir votieren daher unverändert mit Kaufen.

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	549,3	13,7	11,6	7,8	0,76
IFRS	2011e	598,8	17,0	15,0	10,4	1,00
IFRS	2012e	639,2	20,2	18,2	12,6	1,22
CAGR 2008 - 2012e		15,1%	39,3%	45,8%	47,1%	

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

CANCOM 6)

Votum:

alt:
vom

Kaufen

-
-

Kursziel (in Euro) (6 Monate)

14,80

Kurs (Xetra) (in Euro)

9,36

12.04.2011 17:36 Uhr

Kurspotenzial

58,12%

Unternehmensdaten

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

Aktiendaten

Aktienanzahl (in Mio. Stück)	10,391
Freefloat	66,02%
Marktkapitalisierung (in Mio. Euro)	98,5
Ø Tagesumsatz	68.474
52W Hoch 31.01.2011	11,49 Euro
52W Tief 13.04.2010	4,88 Euro
Beta	1,40
Volatilität (60 Tage)	55,38

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	4,9	9,0	2,2%
2011e	0,2	5,5	9,3	3,2%
2012e	0,1	4,6	7,7	3,7%

Performance (in %)

	1M	3M	6M	12M
absolut	1,9	-0,2	28,1	74,9
relativ ggü.:				
DAX	-0,8	-1,6	14,9	51,9
Prime Software	-1,7	-8,4	12,2	49,9

Index-Gewichtung

Prime All Share	0,013%
Prime Software	0,212%



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**

STÄRKEN

- Sehr gute Positionierung im deutschen IT-Markt
- Positiver Track Record bei der Integration von Übernahmen
- Hohe Umsatz- und Ergebnisdynamik in den letzten Jahren
- Einer der größten Partner von HP, Microsoft, IBM, SAP, Apple und Adobe in Deutschland

CHANCEN

- Cloud Computing - CANCOM verfügt über eine hohe Expertise in dem Bereich
- Überdurchschnittliches Wachstum im Cloud-Geschäft durch Kooperation mit IBM
- Steigende Ergebnismargen infolge der Ausweitung der Dienstleistungsaktivitäten sowie des strikten Kostenmanagements
- Fortsetzung des akquisitorischen Wachstums

SCHWÄCHEN

- Weiterhin schwieriges Hardware-Geschäft erwartet
- Weitgehend konjunkturabhängiges Geschäftsmodell
- Verhältnismäßig geringes Auslandsgeschäft - zuletzt vollständige Abschreibung der UK-Aktivitäten

RISIKEN

- Hoher Firmenwert bzw. hohe immaterielle Vermögenswerte in der Bilanz
- Hohe Wettbewerbsintensität im IT-Sektor
- Rückläufige Preisentwicklung belastet Rohertragsmargen
- Zunehmender Mangel an Fachkräften

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

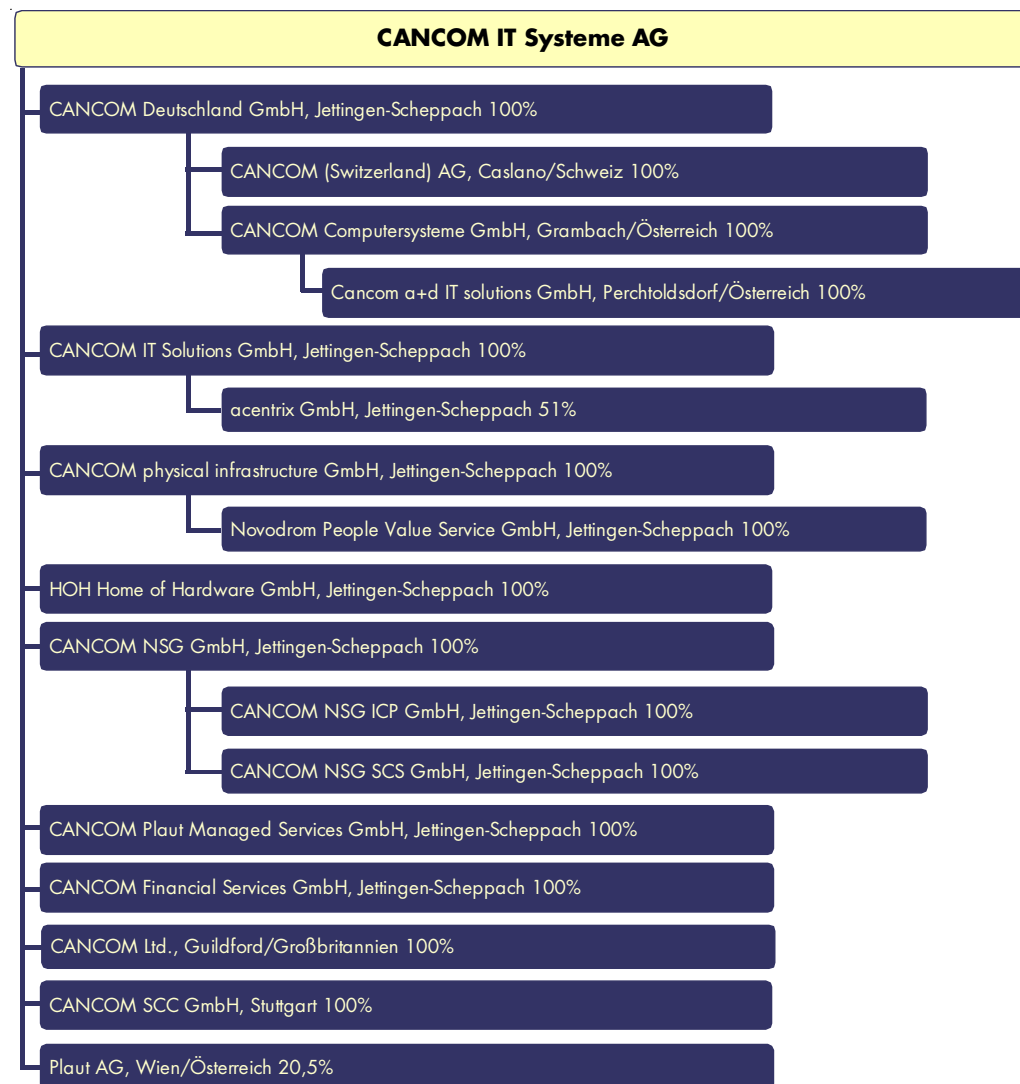
Unternehmensprofil

Erfolgreicher Wandel vom Handelshaus zum IT-Komplettanbieter

Die 1992 gegründete CANCOM Gruppe ist mit einem Umsatz von 549,3 Mio. Euro in 2010 ein in Deutschland führender Anbieter von IT-Infrastruktur und Professional Services. Das Unternehmen mit Sitz in Jettingen-Scheppach (Bayern) verfügt zudem über ein starkes Handelsgeschäft mit Soft- und Hardware. Die CANCOM IT Systeme AG übernimmt dabei als Holdinggesellschaft zentrale Finanzierungs- und Managementfunktionen für die einzelnen Tochtergesellschaften. Im Konzern waren in 2010 2.039 (1.870) Mitarbeiter beschäftigt.

Seit der Gründung hat sich das Unternehmen durch gezielte Akquisitionen von einem nischenorientierten Handelshaus für Hard- und Softwarelösungen zu einem der größten herstellerunabhängigen IT-Komplettanbieter in Deutschland entwickelt. CANCOM ist führender Partner von namhaften Technologie-Unternehmen wie Hewlett Packard, Microsoft, IBM, SAP und Adobe in Deutschland. Zudem ist CANCOM mit weitem Abstand größter Apple-Handelspartner in Europa.

*Partner von namhaften
Technologieanbietern*



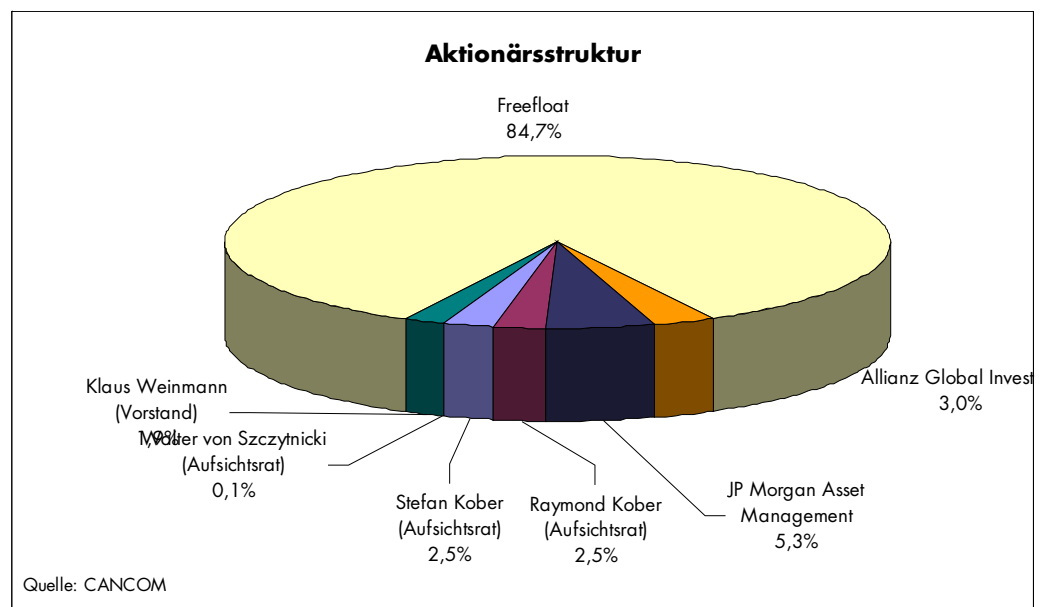
Quelle: CANCOM

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

Management

Herr **Klaus Weinmann** (Jahrgang 1969) ist Vorstandsvorsitzender der CANCOM IT Systeme AG. Herr Weinmann gründete CANCOM 1992 während seines Studiums der Betriebswirtschaftslehre in Augsburg. Im Unternehmen ist er heute verantwortlich für die Bereiche Finance, Controlling, Investor und Public Relations, Legal, M&A, Corporate Strategy, Marketing und Purchasing sowie Human Capital.

Herr **Rudolf Hotter** (Jahrgang 1962) ist seit Januar 2006 Mitglied des Vorstands der CANCOM IT Systeme AG. Herr Hotter trägt die Verantwortung für die Bereiche Sales, Consulting, sowie Corporate Information Systems.



Historie der Cancom AG	
2010	• Übernahme des Geschäftsbereichs SAP Hosting und IT-Services der Plaut Systems & Solution GmbH • Beteiligung in Höhe von 20,5% an der Plaut AG
2009	• Übernahme der Systemhäuser der Bürotex Gruppe
2008	• Übernahme von 75,5% der Anteile an Etailer Home of Hardware (Aufstockung des Anteils in 2009 auf 100%) • Übernahme der Sysdat GmbH (jetzt Cancom Sysdat GmbH)
2007	• Übernahme von a+d • Übernahme von ComLogic und 4PC • Verkauf von Mailly
2006	• Erweiterung des Dienstleistungsangebots durch Integration der Netzwerk Service GmbH
2005	• Übernahme der ECS ComputerPartner GmbH München (jetzt Cancom IT Solutions GmbH)
2004	• Zusammenschluss der beiden größten Cancom-Tochtergesellschaften Tendi Deutschland und Cancom media solutions zur Cancom Deutschland GmbH
2003	• Cancom erhält Zulassung für Prime Standard
2001	• Übernahme der VendIT AG
2000	• Cancom expandiert nach England • Übernahme des Geschäftsbetriebes der Teampoint AG
1999	• Börsengang der Cancom AG
1998	• Start des Cancom WebShop
1997	• Umstellung auf zentralisierte Logistik
1996	• Einstieg in das Kataloggeschäft
1994/1995	• Eröffnung der ersten Niederlassung
1993	• Apple Autorisierung
1992	• Gründung Cancom als Systemhaus

Quelle: CANCOM

Leistungsspektrum

Gewerbliche Endanwender und Einrichtungen der öffentlichen Hand im Fokus

Breiter Kundenstamm aus renommierten Großkonzernen

Das Unternehmen operiert von über 30 Standorten in Deutschland, Österreich, der Schweiz sowie Großbritannien aus und bedient mit rund 2.000 Mitarbeitern vor allem gewerbliche Endanwender und Einrichtungen der öffentlichen Hand. Seit dem Erwerb der e-Commerce Plattform der Home of Hardware GmbH & Co. KG ist CANCOM auch im Markt für Privatkunden aktiv. Zum Kundenkreis zählen renommierte Unternehmen aus unterschiedlichen Branchen, wie etwa die Deutsche Bank, O2, Linde und Siemens.

Ausgewählte Kunden				
Finanzdienstleister & Versicherer	COMMERZBANK	Deutsche Bank	LB BW Landesbank Baden-Württemberg	EUROPÄISCHE ZENTRALBANK EUROSYSTEM
Behörden & Öffentliche Auftraggeber		Bundeswehr	SWM	ALBERT-LUDWIGS-UNIVERSITÄT FREIBURG
Medienunternehmen & Verlage	SÜDWEST PRESSE	Langenscheidt	ProSiebenSat.1 Produktion	BR WDR
Internationale Industrieunternehmen & Dienstleister	MAHLE Driven by performance	GARDENA	TEMMLER WERKE	SIEMENS
	AL-KO	Linde		müller
	O2	Hochland	SIG	PORSCHE

Quelle: CANCOM

Vielfältiges Produktsortiment und umfassende Dienstleistungen

In Deutschland ist CANCOM größter Lizenzierungspartner von Microsoft im Bereich Mittelstandslizenzen. Zudem ist das Unternehmen zentraleuropäischer Partner von Apple und Adobe. Zum Produktsortiment gehören ausschließlich Produkte und Anwendungen namhafter Hersteller.

Umfassender Service im Bereich Dienstleistungen

Das IT-Dienstleistungsangebot im Detail

CANCOM legt besonderen Wert auf sein breites Leistungsportfolio. Damit kann es auf die individuellen Bedürfnisse seiner Kunden eingehen und einen ganzheitlichen Service anbieten. Das Produkt- und Dienstleistungsportfolio reicht dabei von der Analyse und Planung, über die Beschaffung, bis hin zur Implementierung und zum Betrieb. Dabei betont CANCOM die Wichtigkeit seiner Mitarbeiter sowie das umfangreiche Fachwissen, die hohe Detailkompetenz und die langjährige IT-Projekterfahrung.

CANCOM bietet seinen Kunden ein umfangreiches Angebot an IT-Lösungen und Dienstleistungen im Bereich Informations- und Telekommunikationstechnologien (ITK) an. Die Spanne reicht dabei von der herstellerunabhängigen Beratung über die Migrierung und Implementierung von IT-Systemen sowie die Optimierung von Systeminfrastrukturen bis hin zur Schu-

lung von Mitarbeitern. Unter dem Schlagwort „Green IT“ optimiert CANCOM beispielsweise die IT-Landschaft seiner Kunden hinsichtlich Energie- und Kosteneffizienz. Als IT-Systemintegrator bietet CANCOM des Weiteren Lösungen für aktuelle Herausforderungen wie Zentralisierung und Virtualisierung der IT, Mobilität, IT-Sicherheit, Kommunikation, Outsourcing, Storage, IT-Management und Netzwerke.

Optimierung der Kunden-EDV hinsichtlich Flexibilität und Wettbewerbsfähigkeit

CANCOM als IT-Outsourcingdienstleister

Im Rahmen von IT-Services ist es das Ziel geschäftliche Abläufe und IT miteinander zu synchronisieren, so dass die Kunden-EDV in Bezug auf Flexibilität und Wettbewerbsfähigkeit optimiert wird. Darüber hinaus können bei IT-Ausfällen durch den Support&Repair Service Störungen schnell und effektiv behoben werden. Des Weiteren werden IT-Systeme installiert (Installation), Umzüge abgewickelt (Move), Hoch- und Umrüstungen (Add/Change) übernommen, IT-Systeme deinstalliert (Remove) und nach gesetzlichen Bestimmungen wiederverwertet (Dispose). Über Rollout Services werden neue IT-Komponenten in eine bereits bestehende IT-Infrastruktur implementiert. Mit seinen Managed Services bietet CANCOM Unternehmen die Möglichkeit, Teile ihres IT-Managements zu übertragen und damit Skalen- und Lernkurveneffekte für sich nutzbar zu machen.

Kontinuierlicher und reibungsloser Betrieb der IT-Infrastruktur

Auf Grund der Notwendigkeit eines reibungslosen Betriebs der IT-Infrastruktur fungiert CANCOM im Bereich IT-Betrieb als IT-Outsourcingdienstleister. Durch die Übertragung einzelner oder aller Informations- und Telekommunikationstechnologieprozesse und -aufgaben, wie etwa System- und Netzwerkadministration, auf Unternehmen der CANCOM Gruppe können IT-Bereiche sinnvoll und kostengünstig ausgelagert werden. Außerdem besteht die Möglichkeit IT-Arbeitsplätze der CANCOM auf Leasingbasis zu nutzen. Eine weitere Stärke von CANCOM ist das umfangreiche Angebot an Hard- und Softwarelösungen. Dieses umfasst nicht nur vielfältige Beratungs- und Bestellmöglichkeiten, sondern auch personalisierte Online-Shops sowie eProcurement-Lösungen.

Modernes Logistikzentrum in Jettingen-Scheppach

Differenzierte Distributionskanäle

Zum Vertrieb des vielfältigen Produkt- und Dienstleistungsangebots nutzt CANCOM unterschiedliche Distributionskanäle. So ist das Unternehmen mit 19 Standorten in der gesamten Bundesrepublik, acht Niederlassungen in Österreich und fünf in Großbritannien vertreten, was eine große Kundennähe und -orientierung ermöglicht. Hervorzuheben ist insbesondere das Logistikzentrum in Jettingen-Scheppach, das zu den modernsten der Branche zählt. Zudem besitzt CANCOM eine Onlineplattform, über die das Unternehmen Soft- und Hardwareprodukte namhafter Hersteller auch an Privatkunden vertreibt.

Cloud Computing

IT-Ressourcen werden ausgelagert und nutzenabhängig abgerechnet

Kosteneinsparungen von bis zu 30% pro Arbeitsplatz

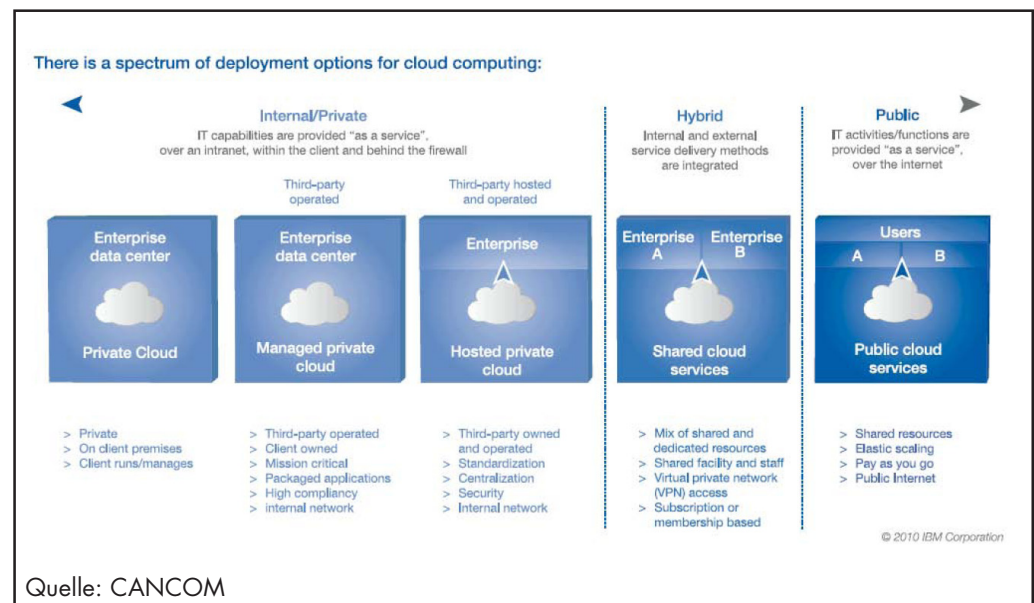
Revolutionärer Ansatz in der IT-Industrie

Einen besonderen Bereich im Produktportfolio von CANCOM stellt der revolutionäre Ansatz des Cloud Computing dar. Beim Cloud Computing werden IT-Ressourcen ausgelagert und nach Bedarf von einem externen Anbieter bezogen, wobei die Abrechnung nutzungsabhängig erfolgt. Es werden verschiedene Formen der ausgelagerten IT-Dienstleistung unterschieden: beim Infrastructure-as-a-Service (IaaS) wird Rechnerleistung und Speicherplatz zur Verfügung gestellt, in der Variante Platform-as-a-Service (PaaS) wird ein Betriebssystem bereitgestellt und bei Software-as-a-Service (SaaS) handelt es sich um eine Komplettlösung, in der zusätzlich die Nutzung verschiedener (standardisierter) Anwendungen eingeschlossen ist.

Das Cloud Computing ermöglicht enorme Kosteneinsparungen, die CANCOM auf bis zu 30% pro Arbeitsplatz beziffert. IT-Strukturen werden nicht nur effizienter genutzt, sie sind bei Bedarf flexibel erweiterbar, außerdem wird der Administrationsaufwand verringert. Beispielsweise stehen beim Software-as-a-Service neue Programme und Backups nach der Installation unmittelbar allen Anwendern ortsunabhängig zur Verfügung, die aufwendige Softwareaktualisierung an einzelnen Arbeitsplätzen entfällt. IT-Prozesse können auf diese Weise beschleunigt und vereinfacht werden.

Organisation von Clouds in Bezug auf Sicherheitsfragen

Clouds können für eine beschränkte Nutzergruppe (Private Clouds) oder öffentlich zugänglich (Public Clouds) organisiert werden. Die Hybrid Cloud kombiniert beide Ansätze.

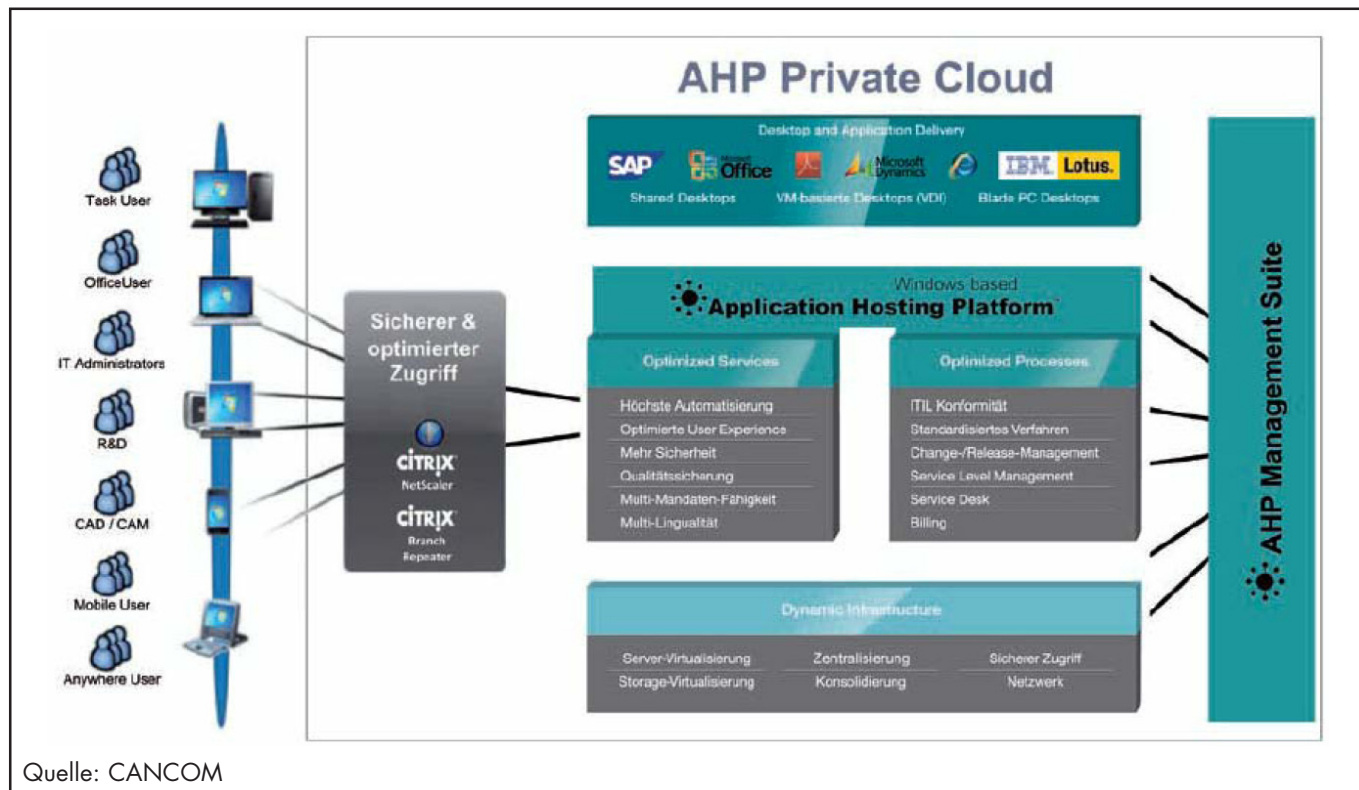


Dem Cloud Computing stehen in vielen Unternehmen immer noch Sicherheitsbedenken gegenüber, insbesondere die Angst vor der Offenlegung vertraulicher Daten. Hinzu kommen noch ungeklärte Rechtsfragen. Der Gesetzgeber fordert schließlich die permanente Kontroll- und Nachweisfähigkeit über den Zugriff auf geschäftskritische und personenbezogene Daten.

Höhere Sicherheitsstandards durch Private Cloud

CANCOM Application Hosting Platform (AHP) Private Cloud

Um den Rechts- und Sicherheitsproblemen bestmöglich zu begegnen, konzentriert sich CANCOM auf das Angebot der AHP Private Cloud, mit der es eine ganzheitliche Kontrolle des Kunden über die Unternehmens-IT sicherstellt. Insbesondere liegen die Daten nicht auf einer virtuellen Wolke irgendwo auf der Welt, sondern auf Servern an einem vom Kunden kontrollierbaren Ort im europäischen Rechtsraum. Die Nachvollziehbarkeit des Anwendungsbetriebs ist damit jederzeit gewährleistet.



Bei der AHP Private Cloud handelt es sich um eine speziell für den Kunden eingerichtete und individuell angepasste Komplettlösung in der Variante Software-as-a-Service. SaaS hat sich bereits jetzt als Standard etabliert und macht mit 438,7 Mio. Euro in 2010 über ein Viertel der Cloud-Ausgaben auf dem deutschen Markt aus.

AHP Private Cloud erfolgreich in der Praxis

AHP Private Cloud als praxiserprobte Modelllösung mit Referenzen

CANCOM beweist mit seiner in der Praxis erprobten Cloud-Modell-Lösung und namhaften Kunden wie dem Motoren- und Automobilkomponentenentwickler MAHLE Erfahrung und Expertise. Als ein führender globaler Systemanbieter im Bereich Verbrennungsmotor und Motorperipherie zählt der Konzern mit 48.000 Mitarbeitern und 110 Produktionsstandorten zu den 30 weltweit größten Automobilzulieferern. MAHLE beauftragte CANCOM mit der Einführung der AHP Private Cloud einschließlich ca. 50 Anwendungen für etwa 4.000 Anwender. Auch die ALKO Kober AG zeigte sich mit CANCOMs Cloud-Lösung äußerst zufrieden und bescheinigte höchste Fachkompetenz. Die Firma ist ein führender Anbieter in den Bereichen Fahrzeugtechnik, Garten und Hobby sowie Luftfahrttechnik. Mit 3.600 Mitarbeitern ist der Konzern an weltweit 50 Standorten vertreten.

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

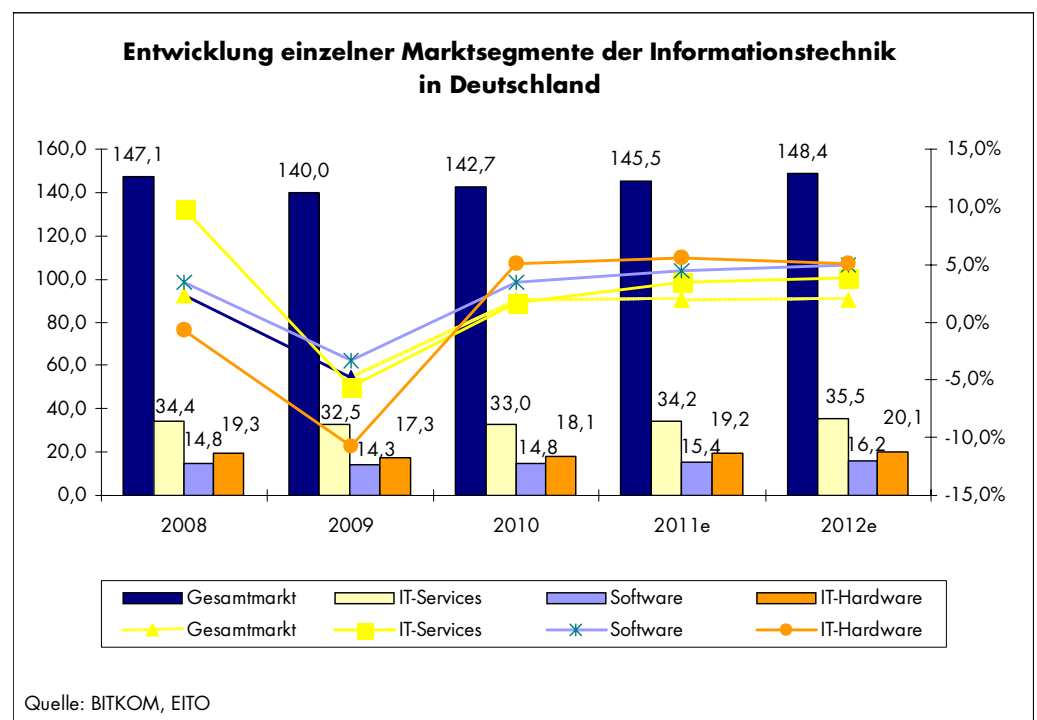
Marktumfeld

Deutlicher Aufwärtstrend nach Wirtschaftskrise

Der für CANCOM relevante Markt ist der Informations- und Kommunikationstechnologiemarkt (ITK-Markt), im Speziellen der Informationstechnikmarkt. Dieser hat sich seit den 1990er Jahren weltweit zu einem bedeutenden Wirtschaftszweig entwickelt. CANCOM agiert mit seinen Standorten in Deutschland, Österreich, Schweiz und Großbritannien inzwischen nicht nur auf dem deutschen Markt, einen nicht unerheblichen Absatzmarkt stellt inzwischen auch Europa dar.

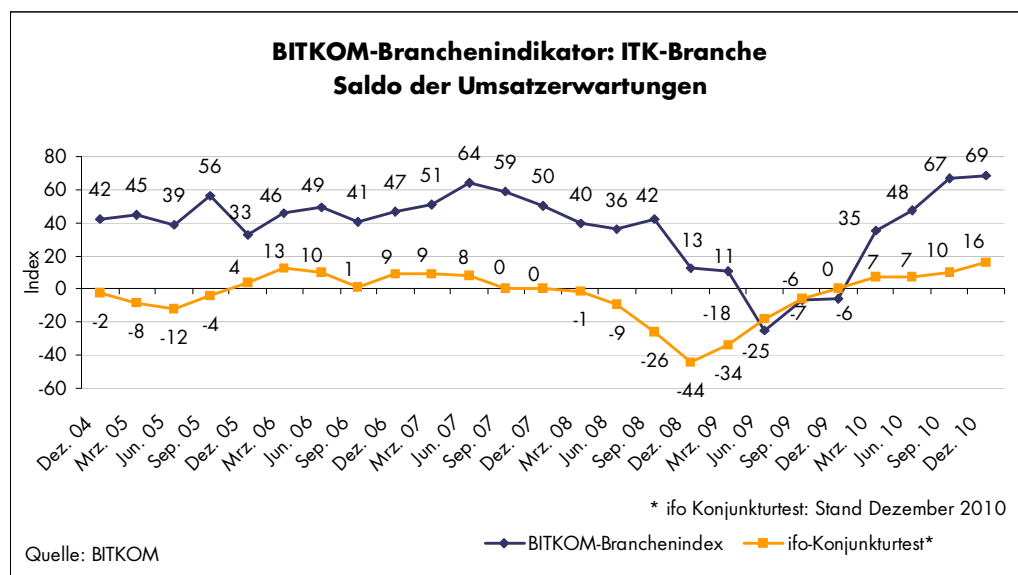
Der europäische Hightech-Markt befindet sich nach der Wirtschafts- und Finanzkrise wieder auf einem erfolgreichen Kurs. Versäumte IT-Investitionen werden im laufenden Jahr nachgeholt und die Nachfrage nimmt weiter zu. So prognostiziert das European Information Technology Observatory (EITO) für 2011 ein Wachstum des europäischen ITK-Marktes von 1,5% auf 715 Mrd. Euro. Die Umsätze in dem für CANCOM besonders relevanten Bereich Informationstechnik (IT-Hardware, Software und IT-Dienstleistungen) sollen um 3,9% auf 314 Mrd. Euro steigen.

In der Krise versäumte Investitionen werden nachgeholt



Deutscher ITK-Markt auf Erholungskurs

Der deutsche ITK-Markt konnte sich im vergangenen Jahr im Zuge der positiven Wirtschaftsentwicklung erholen. Nachdem der Markt im Krisenjahr 2009 um 4,8% schrumpfte, konnte im Jahr 2010 ein Umsatzplus von 2% auf 142,7 Mrd. Euro verzeichnet werden.



Stimmung auf dem deutschen ITK-Markt so euphorisch wie nie zuvor

Mit 69 Punkten bei dem Stimmungsbarometer BITKOM-Index im Dezember 2010 ist die ITK-Branche so euphorisch wie nie zuvor. Für 2011 wird ein weiterer Rekordwert von 78 Punkten erwartet. Die optimistische Stimmung wird durch den ifo-Konjunkturtest bestätigt. Als problematisch für die weitere Entwicklung des ITK-Marktes erweist sich laut dem Bundesverband Informationswirtschaft, Telekommunikation und neue Medien (BITKOM) allerdings der permanente Expertenmangel in Deutschland. Das Forschungsinstitut erwartet für das kommende und laufende Jahr jedoch einen Umsatzanstieg um jeweils 2% auf 145,5 Mrd. in 2011 und 148,4 Mrd. Euro in 2012. Die Aussichten für CANCOMs wichtigstes Marktsegment Informationstechnik gestalten sich mit einem erwarteten Zuwachs von 4,3% auf 68,8 Mio. Euro in 2010 noch deutlich optimistischer als in der Gesamtbranche.

Der stärkste Umsatzanstieg kann mit einer Rate von 5,6% bei Hardware erzielt werden. An diesem Wachstum dürfte CANCOM mit seinem Online-Shop sowie der eProcurement-Lösung partizipieren. Ebenfalls kräftig anziehen wird die Nachfrage nach Software mit einem Zuwachs von 4,5% sowie nach IT-Dienstleistungen mit 3,5%. BITKOM-Präsident Prof. Dr. August-Wilhelm Scheer zufolge wird die Nachfrage durch Innovationen im Hightech-Sektor beflügelt.

Cloud Computing aktuell bedeutendste Innovation in der IT

Die wichtigste Innovation stellt aktuell das Cloud Computing dar. Der Ansatz wurde zum wichtigsten Trend für GARTNER im Jahr 2010, zum zweiten Mal infolge erklärte auch die BITKOM 2011 das Cloud Computing zum Tophthema des Jahres. Die CeBIT 2011 widmete dem Megatrend bereits eine große Sonderausstellung innerhalb der normalen Ausstellung.

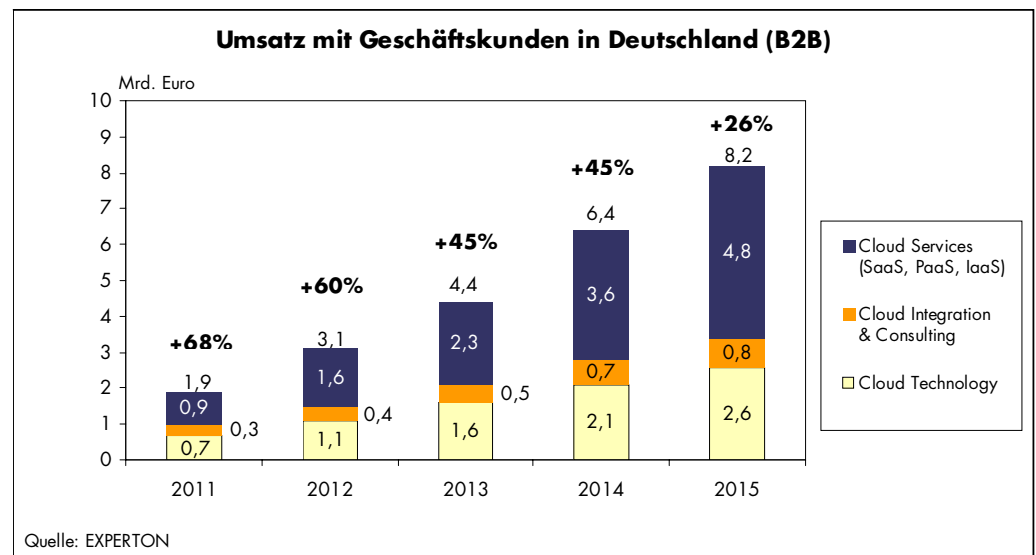
*Im laufenden Jahr werden
78 Punkte erwartet*

*Innovationen beflügeln
Nachfrage*

Vervierfachung des Cloud-Marktes für Geschäftskunden bis 2015

Cloud Computing Markt birgt außerordentliches Wachstumspotential in sich

Dieser für CANCOM zentrale Markt birgt außerordentliches Potential in sich. Analysen und Prognosen der EXPERTON Group zufolge vervierfacht sich der B2B-Markt im Zeitraum von 2011 bis 2015 auf ein Volumen von 8,2 Mrd. Euro mit jährlichen Wachstumsraten von über 40%. Diese Bewertung gründet auf der Annahme, dass das Thema Cloud Computing auf Grund seiner strategischen Bedeutung zu substanziellen Investitionen und somit zu einem dynamischen Wachstum führen wird. Grundlage stellt die Vielfalt der Anwendungsmöglichkeiten für alle Unternehmen vom kleinen Familienbetrieb bis hin zu den Global Players dar. Die Entwicklung impliziert auch die Substitution traditioneller Technologien, Produkte und Hersteller. Standardisierte Cloud Services (SaaS, PaaS, IaaS) wie bei der CANCOM AHP Cloud machen bereits jetzt 48% der deutschen Cloud-Umsätze aus. Die Investitionen für die Infrastruktur (Cloud Technology) betrugen 2010 bereits knapp 400 Mio. Euro. Auch die Selbsteinschätzung der Unternehmen mit Cloud-Angeboten ist vielversprechend. Die Firmen rechnen für 2011 und 2012 mit einem steigenden Erlösanteil des Segments an den Gesamtumsätzen.



Wettbewerbsanalyse

Weiterhin führende Position in Deutschland

Der ChannelPartner-Studie zu den Top-10-Systemhäusern Deutschlands zufolge befindet sich CANCOM erneut auf Platz 3. Durch die erfolgreiche Übernahme des Bürotex Systemhauses und des starken organischen Wachstums in 2010 konnte CANCOM seine Marktposition festigen.

Stark fragmentierter IT-Markt

CANCOM bewegt sich in einem stark fragmentierten Markt. Vor allem der IT-Service-Bereich ist in Deutschland sehr stark zergliedert. Laut einer BITKOM-Studie vom April 2010 gibt es in Deutschland über 70.000 Software & IT-Service-Unternehmen. Dabei erwirtschaften 91% dieser Unternehmen einen Umsatz von weniger als 1 Mio. Euro. Lediglich 5% erzielen einen Umsatz von über 100 Mio. Euro. Ähnlich stellt sich die Situation im IT-Hardware-Bereich dar. Über 80% der 3.954 Unternehmen erreichen einen Umsatz von weniger als 1 Mio. Euro. Die starke Fragmentierung dieses Bereichs führt zu einem hohen Konkurrenzdruck im gesamten Sektor und zur Notwendigkeit des externen Wachstums durch Akquisitionen. Wir sehen daher einen erhöhten Konsolidierungsbedarf innerhalb der Branche. CANCOM hat in den vergangenen Jahren bereits einige attraktive Zukäufe getätigt: nach der Übernahme der Bürotex-Gruppe im Dezember 2009, übernahm das Unternehmen im November 2010 den Geschäftsbereich SAP Hosting und IT-Services der Plaut GmbH.

*Wettbewerbsdruck macht
externes Wachstum erforderlich*

**Die Top-10-Systemhäuser im indirekten Vertrieb in Deutschland
im Jahr 2010**

Rang (Vj.)	Unternehmen	Umsatz in D (in Mio. Euro) 2010
1 (1)	Computacenter AG & Co. oHG, Kerpen	1.173
2 (2)	Bechtle AG, Neckarsulm**	1.151
3 (3)	Cancom IT Systeme AG, Jettingen-Scheppach	549
4 (4)	PC-Ware AG, Leipzig	402
5 (-)	Allgeier Holding AG, München	308
6 (6)	Fritz & Macziol Software u. Computervertrieb GmbH, Ulm	256
7 (7)	Profi Engineering Systems AG, Darmstadt*	149
8 (-)	ADA-Das SystemHaus GmbH, Willich*	145
9 (8)	Dimension Data AG & Co. KG, Oberursel*	120
10 (9)	Controlware GmbH, Dietzenbach*	113
* Angaben zu 2009		
** Angabe bezieht sich auf das Segment IT-Systemhaus & Managed Services		
Quelle: ChannelPartner, CANCOM		

*Strategische Partnerschaft
mit IBM zur Vermarktung
der Cloud-Lösung*

Vorreiterstellung im Bereich Cloud Computing ausgebaut

Mit diesem Zukauf kommt CANCOM dem Ziel, sich von der Masse der Anbieter abzuheben und zu differenzieren, einen Schritt näher. Der Erwerb des in Ismaning bei München sitzenden Plaut-Rechenzentrums ermöglicht CANCOM dem Kunden im Rahmen der AHP Private Cloud nun ganzheitlich die komplette IT als Infrastructure-as-a-Service zu einem monatlichen Festpreis anzubieten. Dies bedeutet eine zusätzliche, signifikante Verstärkung im Bereich Cloud Services. CANCOM kann somit seine Vorreiterstellung im Bereich Cloud Computing unterstreichen und seine Marktposition auch als Komplettanbieter ausbauen. Auftrumpfen kann der Konzern weiter durch seine neue strategische Partnerschaft mit IBM. Die Firmen wollen gemeinsam die Cloud-Lösung CANCOM AHP Private Cloud Desktop auf Basis der IBM-Technologie vermarkten. Das Angebot richtet sich an mittelständische Kunden.

Der Markt für SAP-Services in Deutschland verzeichnete 2010 ein Wachstum von 4,4% gegenüber dem Vorjahr und soll laut PAC im laufenden Jahr sogar um 7,7% steigen, wovon CANCOM mit der Erschließung des SAP-Geschäftsfeldes profitieren dürfte.

Wertvolle Auszeichnungen für CANCOM

Die Qualität CANCOMs als verlässlicher Partner bei SAP-Services wird durch den von SAP im Dezember 2010 verliehenen Gold-Status, der die höchste Stufe im SAP PartnerEdge Programm darstellt, betont. Eine gute Reputation stellt im Feld der IT-Dienstleistungen einen wichtigen Wettbewerbsvorteil dar. CANCOM kann hier auch auf Grund seiner zweifachen Auszeichnung zum "Besten Systemhaus" 2009 und 2010 von den Fachmagazinen COMPUTERWOCHE und ChannelPartner punkten.

Auszeichnungen der CANCOM



Quelle: CANCOM

*Cancom zeigt sich als
finanzstarker, verlässlicher
Partner*

Nach der Insolvenz der TDMi Gruppe im Juli 2009, die bis dahin als drittgrößtes Systemhaus galt, ist für Kunden im Bereich IT Services die Größe und Finanzstärke der IT-Anbieter noch wichtiger geworden. Die Auftraggeber gehen in der Regel langfristige Verträge ein und wollen den Ausfall ihres IT-Partners nicht riskieren. CANCOM verschafft sich mit seiner guten Bonität bei Banken und Kreditversicherern einen Vertrauensvorteil. Durch die komfortable Liquiditätsausstattung ist eine gute Basis für eine zuverlässige Partnerschaft und weiteres Wachstum gegeben. Um noch mehr Großunternehmen als Kunden anzuwerben, muss CANCOM als Konzern weiter wachsen. Wir erwarten, dass sich auch künftig entsprechende Zukaufsmöglichkeiten für CANCOM ergeben werden.

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

Geschäftsentwicklung 2010

*Weiterhin überzeugendes
organisches Wachstum*

Starkes Schlussquartal übertrifft alle Erwartungen

CANCOM konnte in Q4 2010 die Wachstumsdynamik weiter beschleunigen und steigerte den Umsatz um 43,2% (9M: +24,8%) auf 169,1 (118,1; unsere Prognose: 154,3) Mio. Euro. Demnach ist das für CANCOM wichtige Jahresendgeschäft deutlich besser als erwartet ausgefallen. Besonders hervorzuheben ist das organische Wachstum. Bei einem geschätzten Bürotex-Umsatzanteil von etwa 12 Mio. Euro dürfte das organische Wachstum in Q4 bei rund 30% (Q3: +26%; Q2: +14%) gelegen haben. Anders als in der Vergangenheit war diesmal das Dienstleistungsgeschäft der Wachstumstreiber in Q4 (+67% auf 95,2 (57,1) Mio. Euro). Der Anteil des Dienstleistungsgeschäfts am Gesamtumsatz erreichte mit 56,3% ein neues Rekordniveau. Allerdings gehen wir davon aus, dass auf Grund von Projektgeschäften im Dienstleistungsbereich ein zunehmender Anteil von Hardwareumsätzen vorhanden ist. Das Gesamtjahr schloss CANCOM mit einem Umsatz von 549,3 (422,5) Mio. Euro ab und übertraf damit die im November 2011 angehobene Guidance (Umsatz von rund 525 Mio. Euro).

CANCOM			
Ausgewählte Kennziffern der Gewinn- und Verlustrechnung			
Einheit : Mio. Euro	Q4 2009	Q4 2010	Q4 2010
Geschäftsjahresende : 31. Dez			
Rechnungslegungsstandard : IFRS			(unsere Prognosen)
Umsatzerlöse	118,1	169,1	154,3
Veränderung ggü. Vj.		43,2%	30,7%
Rohertrag	33,8	42,2	38,7
Rohertragsmarge	28,6%	25,0%	25,1%
EBITDA	5,2	8,5	5,0
EBITDA-Marge	4,4%	5,0%	3,2%
Konzernergebnis	3,6	3,2	2,5
Umsatzrendite	3,0%	1,9%	1,6%
Ergebnis je Aktie (in Euro)	0,31	0,30	0,24
Quelle: Independent Research; CANCOM			

*Zunehmender Margen-
druck in H2 2010*

Rohertragsmarge erwartungsgemäß rückläufig

Bei einem Rohertrag in 2010 von 151,0 (119,3; unsere Prognose: 147,5) Mio. Euro lag die Rohertragsmarge mit 27,5% (28,2%; unsere Prognose: 27,6%) im Rahmen unserer Erwartungen. Im Schlussquartal erreichte CANCOM mit 25,0% (28,6%; unsere Prognose: 25,1%) erwartungsgemäß das niedrigste Margenniveau in 2010. Der im unterjährigen Verlauf anhaltende Margenrückgang ist nach unserer Auffassung in der ersten Jahreshälfte auf die deutliche Belebung im Handelsgeschäft in Rahmen von Nachholinvestitionen zurückzuführen. Den Margenrückgang zum Ende des Jahres 2010 führen wir auf den zunehmenden Wettbewerbsdruck im Projektgeschäft zurück.

*Ergebnisabhängigkeit von
Schlussquartal nimmt ab*

Neue Rekordwerte beim EBITDA

Das EBITDA 2010 ist mit 19,2 (10,4; unsere Prognose: 15,7) Mio. Euro überzeugend ausgefallen. Im November hatte CANCOM noch ein EBITDA von mindestens 15 Mio. Euro in Aussicht gestellt. Neben der deutlichen Umsatzausweitung war auch das strikte Kostenmanagement für den Ergebnissprung verantwortlich. Sowohl der Personalaufwand (18,2% vom Umsatz) als auch die sonstigen betrieblichen Aufwendungen (5,8% vom Umsatz) erreichten das niedrigste prozentuale Niveau der letzten Jahre. In Q4 2010 konnte CANCOM das EBITDA auf 8,5 (5,2) Mio. Euro steigern. Anders als in der Vergangenheit hat in 2010 die Ergebnisabhängigkeit vom Schlussquartal deutlich nachgelassen. Verantwortlich für die ausgeglichene unterjährige Verteilung ist der zunehmende Anteil des Dienstleistungsgeschäfts. Allerdings profitierte das EBITDA auch von überdurchschnittlich hohen Abschreibungen. Die vollständige Abschreibung des Firmenwert CANCOM UK führte zu einem Anstieg der Abschreibungen im Konzern auf 5,5 (3,4; unsere Prognose: 4,0) Mio. Euro.

Steuerquote: 32,1% (9,8%)

CANCOM mit konstanter Dividende für 2010

Bei einem EBIT von 13,7 (7,0; unsere Prognose: 11,7) Mio. Euro schloss CANCOM das Geschäftsjahr mit einem Nettoergebnis von 7,8 (5,1; unsere Prognose: 7,2) Mio. Euro ab. Hierbei sind sowohl das Finanzergebnis (-2,0 (-1,3; unsere Prognose: -1,2) Mio. Euro) als auch die Steuerquote (32,1% (9,8%; unsere Prognose: 30,0%)) schlechter als von uns erwartet ausgefallen. Der höhere Finanzaufwand machte sich insbesondere in Q4 bemerkbar und ist auf eine Ausweitung der Finanzverschuldung in Q4 zurückzuführen. Bei einem EPS von 0,76 (0,49; unsere Prognose: 0,70) Euro will CANCOM für 2010 eine konstante Dividende von 0,15 (0,15; unsere Prognose: 0,30) Euro ausschütten.

CANCOM			
Ausgewählte Kennziffern der Gewinn- und Verlustrechnung			
Einheit : Mio. Euro			
Geschäftsjahresende : 31. Dez			
Rechnungslegungsstandard : IFRS	2009	2010	2010 (unsere Prognosen)
Umsatzerlöse	422,5	549,3	534,5
Veränderung ggü. Vj.		30,0%	26,5%
Rohhertrag	119,3	151,0	147,5
Rohhertragsmarge	28,2%	27,5%	27,6%
EBITDA	10,4	19,2	15,7
EBITDA-Marge	2,5%	3,5%	2,9%
Konzernergebnis	5,1	7,8	7,2
Umsatzrendite	1,2%	1,4%	1,3%
Ergebnis je Aktie (in Euro)	0,49	0,76	0,70
Quelle: Independent Research; CANCOM			

Leicht rückläufige EK-Quote

Akquisitorische Effekte in der Bilanz erkennbar

Bei einem Eigenkapital per 31.12.2010 von 51,0 (31.12.2009: 43,9) Mio. Euro verringerte sich die Eigenkapitalquote auf 28,7% (32,5%). Verantwortlich für den Rückgang war in erster Linie eine akquisitionsbedingt deutliche Bilanzausweitung. Deutlich wird der akquisitorische Effekt am signifikanten Anstieg der immateriellen Vermögenswerte (31.12.2010: 18,9 (31.12.2009: 6,7) Mio. Euro) infolge des erworbenen Kundenstamms. Per Ende des Geschäftsjahres stiegen die immateriellen Vermögenswerte auf 37,0% (31.12.2009: 15,3%) des Eigenkapitals.

Die Nettofinanzmittel gingen zum Jahresende auf 2,4 (31.12.2009: 3,5) Mio. Euro zurück. Verantwortlich hierfür waren vor allem signifikant gestiegene Investitionen (17,3 (2,6) Mio. Euro) sowie eine höhere Kapitalbindung (Working Capital-Quote: 4,1% (3,7%)).

*Noch Aufwärtspotenzial
beim EBITDA*

Mehrere Faktoren prägten Nachfrage in 2010

2010 war nach unserer Einschätzung von mehreren Faktoren geprägt. Zum einen beflügelte der konjunkturgetriebene Nachfrageanstieg die Umsatzentwicklung. Zum anderen profitierte CANCOM wie auch der gesamte IT-Sektor von neuen Produkten (u.a. bei Apple und Microsoft). Beide Faktoren führten bei CANCOM zu einem sehr starken organischen Wachstum. Hinzu kam der neue Trend Cloud Computing. Insbesondere in der zweiten Jahreshälfte dürfte CANCOM nach unserer Einschätzung von dem einsetzenden Hype profitiert haben. Ergebnisseitig werten wir den Rückgang der Rohertragsmarge als kritisch. Jedoch dürfte nach unserer Auffassung der rückläufige Trend gestoppt sein. Auf EBITDA-Ebene sehen wir insbesondere unter Berücksichtigung der Sonderaufwendungen in 2010 (Anlaufkosten im Cloud-Geschäft und Optimierungsmaßnahmen) Potenzial nach oben.

Ausblick und Prognosen

Vorerst kein konkreter Ausblick 2011

Gemäß der im Dezember 2010 ausgegebenen Zielsetzung rechnet CANCOM in 2011 mit einem Umsatz von 560 Mio. Euro. Bei einem Rohertrag von 156 Mio. Euro wurde ein EBITDA von 18 Mio. Euro sowie ein bereinigtes EpS zwischen 0,80 Euro und 0,90 Euro in Aussicht gestellt. Nach Bekanntgabe der endgültigen Zahlen hat CANCOM entgegen unseren Erwartungen keine Anhebung der Prognosen angekündigt. Vielmehr berichtete CANCOM für 2011 und 2012 von weiteren Umsatz- und Ergebnissteigerungen.

CANCOM kündigt starkes Q1 2011 an

Der nunmehr weniger konkrete Ausblick für 2011 und 2012 ist aus unserer Sicht keinesfalls negativ zu werten. Ausgehend von dem 2010er Umsatzniveau ist die ursprüngliche Zielsetzung für 2011 (560 Mio. Euro) mit einer nur geringen Wachstumsrate von rund +2,0% leicht zu erreichen. Die jüngsten Äußerungen des Unternehmens deuten auf eine Prognoseanhebung im Anschluss an die Q1-Zahlen hin. CANCOM hat sich hinsichtlich der Entwicklung in Q1 2011 sehr positiv geäußert. Dem Unternehmen zufolge ist auf Grund der guten Auftragslage und der hohen Auslastung der Consultants mit einem starken Q1 zu rechnen. CANCOM berichtete von einem Umsatzanstieg im Januar von 32,6% und im Februar von 18,0%. Ein weiterer Grund für den vagen Ausblick könnte nach unserer Einschätzung eine mögliche bevorstehende Akquisition sein. Zudem dürften die Planungen mit IBM noch nicht endgültig abgeschlossen sein.

Strategische Partnerschaft mit IBM im Cloud Umfeld

Das Unternehmen hat Ende März eine strategische Partnerschaft mit IBM zur gemeinsamen Vermarktung der CANCOM AHP Private Cloud-Lösungen bekannt gegeben. Die Ankündigung ist aus unserer Sicht sehr positiv zu werten. Durch die Zusammenarbeit wird CANCOM die Vertriebs- und Marketingkanäle von IBM nutzen können. Mit diesem Schritt ist die CANCOM-Zielsetzung bis Ende 2013 100 Cloud-Lösungen installieren zu wollen, realistischer geworden. IBM hat gerade für die in Deutschland wichtige Zielgruppe Mittelstand keine geeigneten Cloud-Lösungen. Mit Hilfe der praxiserprobten CANCOM Cloud-Lösungen ist IBM nunmehr in der Lage, sehr schnell und gezielt auf den Cloud-Hype reagieren zu können. CANCOM hatte erst Anfang Februar auf Grund der nachgewiesenen Expertise im Cloud Umfeld die IBM-Auszeichnung Bestseller Award 2010 als der "Cloud Lösungspartner 2010" erhalten.

Prognosen Q1 2011

Für das abgeschlossene Q1 2011 prognostizieren wir einen Umsatz von 140,6 (114,6) Mio. Euro. CANCOM hatte bereits die Umsätze für den Januar (45,6 Mio. Euro) sowie für den Februar (rund 44 Mio. Euro) genannt. Die Rohertragsmarge in Q1 erwarten wir bei 27,5% (28,1%). Bei einem EBITDA von 4,1 (2,6) Mio. Euro prognostizieren wir ein EBT von 2,1 (1,1) Mio. Euro.

Gute Auftragslage und hohe Auslastung

Strategischer Fit für beide Seiten

Anhebung unserer mittel- fristigen Prognosen

Prognosen 2011 und 2012

Unsere Umsatz-Prognose für 2011 heben wir auf 598,8 (alt: 580,8) Mio. Euro an. Für 2012 erwarten wir nunmehr einen Umsatzanstieg auf 639,2 (alt: 602,2) Mio. Euro. Die Rohertragsmarge dürfte nach unserer Einschätzung in den nächsten beiden Jahren bei 27,7% (alt: 28,2%) bzw. bei 28,0% (alt: 28,6%) liegen. Unsere aktualisierten Prognosen für das EBITDA liegen bei 23,0 (alt: 20,9) Mio. Euro bzw. bei 26,2 (alt: 22,9) Mio. Euro.

CANCOM				
Ausgewählte Kennziffern der Gewinn- und Verlustrechnung				
Einheit : Mio. Euro				
Geschäftsjahresende : 31. Dez				
Rechnungslegungsstandard : IFRS	2011e alt	2011e neu	2012e alt	2012e neu
Umsatzerlöse	580,8	598,8	602,2	639,2
Rohertrag	163,8	165,9	172,2	179,0
Rohertragsmarge	28,2%	27,7%	28,6%	28,0%
EBITDA	20,9	23,0	22,9	26,2
EBITDA-Marge	3,6%	3,8%	3,8%	4,1%
Konzernergebnis	9,6	10,4	11,0	12,6
Umsatzrendite	1,7%	1,7%	1,8%	2,0%
Ergebnis je Aktie (in Euro)	0,92	1,00	1,06	1,22
Quelle: Independent Research; CANCOM				

Bewertung

WACC neu: 7,3% (alt: 8,5%)

Fairer Wert je Aktie nach DCF-Bewertung: 15,42 (alt: 12,90) Euro

Für den risikofreien Zinssatz unterstellen wir 4,0%. Die Risikoprämie auf das Eigenkapital beläuft sich auf 5,0% (alt: 8%), beim Fremdkapital rechnen wir mit 3,0%. Darüber hinaus unterstellen wir unverändert ein Beta von 1,4. Die langfristige Steuerquote erwarten wir bei 30%. Hinsichtlich der langfristigen Bilanzstruktur gehen wir von einem Anteil des Eigenkapitals von 40% (alt: 35%) und des Fremdkapitals von 60% (alt: 65%) aus. Aus diesen Prämissen ergibt sich ein neuer WACC von 7,3% (alt: 8,5%). Der Marktwert des Eigenkapitals beträgt nunmehr 159,1 (alt: 134,0) Mio. Euro. Bei einer Aktienanzahl von 10,321 Mio. Stück ergibt sich auch auf Grund der angehobenen kurzfristigen Prognosen ein neuer fairer Wert je Aktie von 15,42 (alt: 12,90) Euro.

in Mio. Euro	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Umsatz	598,8	639,2	671,1	704,7	739,9	776,9	815,8	856,5	899,4	926,4
Wachstum Umsatz		6,7%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	3,0%
EBIT-Marge	2,8%	3,2%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,5%
EBIT	17,0	20,2	20,1	21,1	22,2	23,3	24,5	25,7	27,0	23,2
- Ertragsteuern	-5,1	-6,1	-6,0	-6,3	-6,7	-7,0	-7,3	-7,7	-8,1	-6,9
+ Abschreibungen	6,0	6,0	3,4	3,5	3,7	3,9	4,1	4,3	4,5	4,6
+/- 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	17,9	20,1	17,4	18,3	19,2	20,2	21,2	22,3	23,4	20,8
-/+ Investitionen in das Nettoumlaufvermögen	-2,4	-2,3	-1,7	-1,9	-2,0	-2,2	-2,3	-2,4	-2,6	-3,5
-/+ Investitionen in das Anlagevermögen	-8,0	-6,5	-6,7	-6,9	-7,1	-7,3	-7,6	-7,8	-8,0	-8,3
Free Cash Flow	7,5	11,3	9,0	9,5	10,1	10,7	11,4	12,0	12,8	9,1
Barwerte	7,1	9,9	7,4	7,2	7,1	7,0	6,9	6,8	6,7	4,4
Summe Barwerte	70,8									
Terminalwert	84,8	in % vom Gesamtwert : 55%								
Wert des operativen Geschäfts	155,6									
+ liquide Mittel	25,8									
- Finanzverschuldung	-22,3									
Marktwert Eigenkapital	159,1									
Anzahl der Aktien in Mio. Stück	10,321									
Kurs in Euro	15,42									

Quelle: Independent Research

Modell-Parameter / Entity-DCF-Modell:

langfristige Bilanzstruktur ->	Eigenkapital:	40%	Fremdkapital :	60%	
risikofreie Rendite :	4,00%	Beta :	1,4	Risikoprämie FK :	3,0%
		Risikoprämie:	5,0%	Tax-Shield :	30,0%
		Zins EK :	11,0%	Zins FK :	4,9%
Wachstum FCF :	2,0%	WACC :	7,3%	Datum :	13.04.11

Sensitivitätsanalyse (in Euro)					
		Diskontierungszinssatz			
		6,8%	7,3%	7,8%	8,3%
Wachstum	2,0%	16,89	15,42	14,20	13,16
	2,5%	18,04	16,32	14,31	13,73
	3,0%	19,49	17,42	15,76	14,41
	3,5%	21,37	18,80	16,82	15,23

Quelle: Independent Research

Fairer Wert je Aktie nach
Peer Group-Betrachtung:
14,22 (alt: 14,18) Euro

Peer Group-Bewertung

Unter Einbeziehung der Multiplikatoren EV/Umsatz, EV/EBIT und KGV (jeweils gleichgewichtet) ergibt sich auf Basis unserer Peer Group-Bewertung ein fairer Wert je Aktie von 14,22 (alt: 14,18) Euro.

Peer Group-Vergleich

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

Quelle: Independent Research; Bloomberg

Kurse vom 12.04.2011

in Mio. Euro, Ergebnis je Aktie in Euro	Ergebnis je Aktie		EBIT		Umsatz	
	2011e	2012e	2011e	2012e	2011e	2012e
CANCOM	1,00	1,22	17,0	20,2	598,8	639,2
Enterprise Value	10,64	11,48	130,55	140,53	182,63	182,16
Durchschnittswert	11,06		135,54		182,40	
Liquide Mittel					25,80	
Finanzverbindlichkeiten					-22,30	
Faire Marktkapitalisierung			139,04		185,90	
Aktienanzahl			10,321		10,321	
Fairer Wert je Aktie in Euro	11,06		13,47		18,01	
Gewichtung	1/3		1/3		1/3	
Fairer Wert je Aktie in Euro			14,22			

Quelle: Independent Research

Kursziel neu: 14,80 (alt:
13,50) Euro

Aus der Zusammenführung beider Bewertungsmethoden resultiert nunmehr ein fairer Wert je Aktie von 14,82 (alt: 13,54) Euro. Wir heben daher unser Kursziel für die CANCOM-Aktie auf 14,80 (alt: 13,50) Euro an.

Zusammenführende Bewertung		
	Peer Group-Vergleich	DCF-Modell
Fairer Wert je Aktie (Euro)	14,22	15,42
Gewichtung	50%	50%
Fairer Wert gesamt je Aktie (Euro)	14,82	

Quelle: Independent Research

Fazit

CANCOM steigerte im Geschäftsjahr 2010 den Umsatz um 30% auf 549,3 (422,5) Mio. Euro und übertraf damit die im November 2010 angehobene Guidance (Umsatz von rund 525 Mio. Euro). Auf der Ergebnisseite verbesserte sich das EBITDA deutlich auf 19,2 (10,4) Mio. Euro.

Im Schlussquartal 2010 konnte CANCOM die Wachstumsdynamik weiter beschleunigen und steigerte den Umsatz um 43,2% (9M: +24,8%) auf 169,1 (118,1) Mio. Euro. Demnach ist das für CANCOM wichtige Jahresendgeschäft deutlich besser als erwartet ausgefallen. Im Schlussquartal erreichte CANCOM mit 25,0% (28,6%) erwartungsgemäß das niedrigste Margenniveau in 2010. Der im unterjährigen Verlauf anhaltende Margenrückgang ist nach unserer Auffassung auf die deutliche Belebung im Handelsgeschäft zurückzuführen.

2010 war nach unserer Einschätzung von mehreren Faktoren geprägt. Zum einen beflügelte der konjunkturgetriebene Nachfrageanstieg die Umsatzentwicklung. Zum anderen profitierte CANCOM von neuen Produkten. Beide Faktoren führten bei CANCOM zu einem sehr starken organischen Wachstum. Hinzu kam insbesondere in H2 2011 der neue Trend Cloud Computing.

CANCOM hat sich hinsichtlich der Entwicklung in Q1 2011 sehr positiv geäußert. Dem Unternehmen zufolge ist auf Grund der guten Auftragslage und der hohen Auslastung der Consultants mit einem starken Q1 zu rechnen. CANCOM berichtete von einem Umsatzanstieg im Januar von 32,6% und im Februar von 18,0%. Wir erwarten in Q1 bei einem Umsatz von 140,6 (114,6) Mio. Euro ein EBITDA von 4,1 (2,6) Mio. Euro. Unsere Prognosen für 2011 und 2012 haben wir angehoben.

Das Unternehmen hat Ende März eine strategische Partnerschaft mit IBM zur gemeinsamen Vermarktung der CANCOM AHP Private Cloud-Lösungen bekannt gegeben. Die Ankündigung ist aus unserer Sicht sehr positiv zu werten. Durch die Zusammenarbeit ist die CANCOM-Zielsetzung bis Ende 2013 100 Cloud-Lösungen installieren zu wollen, realistischer geworden. Mit Hilfe der praxiserprobten CANCOM Cloud-Lösungen ist IBM nunmehr in der Lage, sehr schnell und gezielt auf den Cloud-Hype reagieren zu können.

Aus der Zusammenführung der Bewertungsmethoden (DCF- und Peer Group-Methode) resultiert ein neues Kursziel von 14,80 (alt: 13,50) Euro. Nach ihrer starken Kursentwicklung in 2010 hat die CANCOM-Aktie in den letzten Wochen an Dynamik verloren. Die zuletzt seitwärts gerichtete Kursentwicklung in dem volatilen Börsenumfeld sehen wir als gute Einstiegsmöglichkeit. CANCOM wird auch in Zukunft sowohl akquisitorisch als auch organisch überdurchschnittlich wachsen. Deutliche Impulse erwarten wir auch aus dem Cloud-Geschäft. Wir votieren daher unverändert mit Kaufen.

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	549,3	598,8	639,2
EBITDA-Marge	2,2%	2,8%	2,4%	2,5%	3,5%	3,8%	4,1%
EBIT-Marge	1,6%	2,1%	1,5%	1,6%	2,5%	2,8%	3,2%
Nettorendite	0,9%	1,7%	0,7%	1,2%	1,4%	1,7%	2,0%
Abschreibungsquote	0,6%	0,7%	0,9%	0,8%	1,0%	1,0%	0,9%
Operative Kosten / Umsatz	22,8%	28,9%	26,7%	25,8%	24,0%	23,9%	23,9%
Zinsdeckungsgrad	4,84	6,86	4,00	5,36	6,75	8,52	10,09
Kapitalrentabilitäts-Kennzahlen							
Eigenkapitalrendite (ROE)	7,2%	12,9%	6,9%	11,5%	15,3%	17,8%	18,7%
ROCE	9,8%	11,6%	9,4%	13,0%	18,2%	21,4%	24,5%
ROI	2,8%	4,7%	2,2%	3,8%	4,4%	5,5%	6,3%
Bilanzkennzahlen							
Eigenkapitalquote	38,9%	36,1%	32,2%	32,5%	28,7%	30,9%	33,5%
Anlagendeckungsgrad	116,3%	126,2%	115,4%	115,2%	97,7%	107,7%	123,4%
Anlagenintensität	33,4%	28,6%	28,0%	28,2%	29,4%	28,7%	27,1%
Forderungen / Umsatz	13,5%	14,2%	12,1%	11,9%	12,4%	12,2%	12,5%
Capex / Abschreibungen	333,5%	455,7%	102,4%	96,4%	322,5%	133,3%	108,3%
Capex / Umsatz	1,9%	3,0%	1,0%	0,8%	3,2%	1,3%	1,0%
Working Capital-Quote	5,5%	7,9%	6,4%	3,7%	4,1%	4,2%	4,3%
Kennziffern je Aktie (in Euro)							
Ergebnis je Aktie	0,24	0,45	0,27	0,49	0,76	1,00	1,22
Free Cash Flow je Aktie	-0,62	0,04	1,14	0,77	-0,04	0,51	0,89
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,15	0,15	0,30	0,35
Cash je Aktie	0,74	1,13	1,76	2,49	3,05	3,03	3,47
Buchwert je Aktie	3,37	3,49	3,75	4,22	4,94	5,62	6,54
Bewertungskennzahlen							
EV / Umsatz	0,1	0,2	0,1	0,0	0,1	0,2	0,1
EV / EBITDA	6,7	5,8	3,7	1,6	3,5	4,1	3,6
EV / EBIT	9,1	7,7	6,1	2,4	4,9	5,5	4,6
KGv	13,8	8,8	11,8	4,8	9,0	9,3	7,7
KBV	1,0	1,1	0,9	0,6	1,4	1,7	1,4
KCV	-5,4	94,0	2,8	3,0	-181,4	18,4	10,6
KUV	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	6,4%	2,2%	3,2%	3,7%
Quelle: Independent Research; CANCOM							

CANCOM							
Konzern Gewinn- und Verlustrechnung							
Einheit : Mio. Euro		2006	2007	2008	2009	2010	2011e
Geschäftsjahresende : 31. Dez							
Rechnungslegungsstandard : IFRS							2012e
Umsatzerlöse		265,0	277,5	364,1	422,5	549,3	598,8
Veränderung ggü. Vorjahr		17,2%	4,7%	31,2%	16,0%	30,0%	9,0%
Sonstige betriebliche Erträge		0,7	1,5	1,7	2,7	3,4	2,0
Andere aktivierte Eigenleistungen		0,0	0,9	0,3	1,0	1,3	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	553,9	600,8
Materialaufwand		199,6	214,2	243,2	306,8	402,9	434,9
in % vom Umsatz		75,3%	77,2%	66,8%	72,6%	73,4%	72,6%
Rohhertrag		66,1	82,5	107,8	119,3	151,0	165,9
Rohhertragsmarge		24,9%	29,7%	29,6%	28,2%	27,5%	27,7%
Personalaufwand		42,0	59,0	71,1	82,8	100,1	109,9
in % vom Umsatz		15,8%	21,3%	19,5%	19,6%	18,2%	18,4%
Abschreibungen		1,5	1,9	3,4	3,4	5,5	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	31,7	32,9
in % vom Umsatz		6,9%	7,7%	7,2%	6,2%	5,8%	5,5%
EBIT		4,3	5,9	5,4	7,0	13,7	17,0
EBIT-Marge		1,6%	2,1%	1,5%	1,6%	2,5%	2,8%
Finanzergebnis		-0,9	-0,9	-1,3	-1,3	-2,0	-2,0
EBT		3,4	5,0	4,0	5,7	11,6	15,0
EBT-Marge		1,3%	1,8%	1,1%	1,3%	2,1%	2,5%
Ertragsteuern		-0,6	0,1	-1,3	-0,6	-3,7	-4,5
Steuerquote		-18,2%	1,2%	-31,4%	-9,8%	-32,1%	-30,0%
Ergebnis nach Steuern aus fortgeführten Geschäftsbereichen		2,8	5,1	2,8	5,1	7,9	10,5
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	7,9	10,5
in % vom Umsatz		1,0%	1,9%	0,7%	1,2%	1,4%	1,8%
Minderheitenanteile		0,2	0,5	0,0	0,0	0,1	0,1
Jahresüberschuss		2,4	4,7	2,7	5,1	7,8	10,4
in % vom Umsatz		0,9%	1,7%	0,7%	1,2%	1,4%	1,7%
Anzahl der Aktien (in Mio. Stück)		9,924	10,391	10,391	10,387	10,321	10,391
Ergebnis je Aktie (in Euro)		0,24	0,45	0,27	0,49	0,76	1,00
Dividende je Aktie (in Euro)		0,00	0,00	0,00	0,15	0,15	0,30

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	31,5	31,5 35,8
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen		35,8	39,3	44,2	50,4	68,0	73,1 79,9
Vorräte		8,1	9,5	10,1	12,6	13,4	17,4 17,9
Rechnungsabgrenzungsposten und sonstige VG		3,4	7,4	10,8	4,4	7,4	7,8 8,3
Kurzfristige Vermögensgegenstände		54,7	67,9	83,3	93,2	120,3	129,7 141,9
Sachanlagen		8,6	3,0	5,4	6,5	9,7	10,0 10,1
Immaterielle Vermögensgegenstände		1,2	3,8	4,5	6,7	18,9	19,6 19,8
Geschäfts- oder Firmenwert		19,0	21,9	23,8	24,8	23,7	24,6 24,8
Finanzanlagen		0,0	0,2	0,1	0,2	3,2	3,2 3,2
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	0,7	0,8 0,8
Sonstige Vermögensgegenstände		0,2	0,3	0,8	0,9	1,0	1,0 1,0
Langfristige Vermögensgegenstände		31,2	32,5	37,4	41,7	57,2	59,2 59,8
Summe Aktiva		85,9	100,4	120,7	134,9	177,4	188,9 201,7
Passiva							
Kurzfristige Darlehen		0,5	1,9	4,3	3,9	5,1	4,8 4,6
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen		26,2	27,5	39,3	47,9	64,4	71,3 76,7
Erhaltene Anzahlungen		0,1	0,8	2,0	1,1	1,5	1,5 1,5
Rückstellungen		6,6	6,7	2,6	3,9	1,6	1,7 1,8
Umsatzabgrenzungsposten		0,3	1,6	0,8	0,9	1,0	1,0 1,0
Verbindlichkeiten aus Ertragsteuern		0,7	1,2	0,5	0,4	1,6	1,6 1,6
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten		4,8	6,1	11,3	9,4	14,6	13,9 13,2
Kurzfristige Verbindlichkeiten		39,1	45,8	60,8	67,5	89,8	95,8 100,4
Langfristige Darlehen		6,7	4,5	6,2	5,7	9,6	8,6 7,8
Genussrechtskapital und nachrangige Darlehen		6,0	11,6	11,6	12,8	14,4	14,4 14,4
Umsatzabgrenzungsposten		0,1	0,9	0,4	1,8	5,0	5,0 5,0
Latente Steuern		0,4	0,7	1,3	2,0	4,3	4,3 4,3
Pensionsrückstellungen		0,2	0,2	0,2	0,0	0,1	0,1 0,1
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten		0,0	0,6	1,3	1,3	3,2	2,2 2,1
Langfristige Verbindlichkeiten		13,4	18,3	20,9	23,5	36,6	34,7 33,7
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	15,9	15,9 15,9
Bilanzgewinn / Bilanzverlust		6,0	10,7	13,4	18,5	24,8	32,1 41,1
Eigenkapitaldifferenz aus Währungsumrechnung		-0,1	-0,3	-0,3	-0,3	-0,1	-0,1 -0,1
Eigene Anteile zu Anschaffungskosten		0,0	0,0	0,0	-0,2	0,0	0,0 0,0
Minderheitenanteile		1,7	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2 0,3
Eigenkapital		33,4	36,3	38,9	43,9	51,0	58,4 67,5
Summe Passiva		85,9	100,4	120,7	134,9	177,4	188,9 201,7

Quelle: Independent Research; CANCOM

CANCOM							
Konzern Kapitalflussrechnung							
Einheit : Mio. Euro							
Geschäftsjahresende : 31. Dez							
Rechnungslegungsstandard : IFRS							
	2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e
Periodengewinn vor Steuern und Minderheitenanteilen	3,4	5,0	4,0	5,7	11,6	15,0	18,2
Abschreibungen auf Sachanlagen und immat. Vermögensgegenstände	1,5	1,7	3,4	3,4	5,5	6,0	6,0
Veränderungen der langfristigen Rückstellungen	-0,2	0,0	0,7	-0,2	0,3	0,0	0,0
Veränderungen der kurzfristigen Rückstellungen	0,1	-0,7	-3,4	0,2	-1,7	0,1	0,1
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	2,0	0,0	0,0
Veränderung Vorräte	2,0	1,9	0,9	-0,9	0,3	-4,0	-0,5
Veränderung Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	-7,8	-4,8	4,4	0,8	-15,2	-5,0	-6,8
Veränderung Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	-0,1	2,7	4,3	2,7	17,1	6,8	5,4
Gezahlte Zinsen	-0,5	-0,1	-0,4	-0,3	-0,6	0,0	0,0
Gezahlte und erstattete Ertragssteuern	-0,6	-0,5	-1,0	-0,1	-0,2	-4,5	-5,5
Zahlungsunwirksame Aufwendungen und Erträge	0,0	0,0	-1,4	-2,0	-2,3	-1,2	-1,3
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	16,9	13,3	15,6
Erwerb von Tochterunternehmen (abzgl. erworbene Nettozahlungsmittel)	-3,8	-4,5	-3,2	1,4	-9,7	0,0	0,0
Zahlungen für Zugänge zu immat. Vermögenswerten sowie Sachanlagen	-1,3	-3,9	-0,2	-4,7	-8,1	-8,0	-6,5
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	0,4	0,0	0,0
Erhaltene Zinsen	0,1	0,1	0,3	0,2	0,1	0,0	0,0
Cash Flow aus der Investitionstätigkeit	-5,0	-4,7	-1,2	-2,6	-17,3	-8,0	-6,5
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	-1,5	-3,1	-3,6
Ein/Auszahlungen auf angenommene Kredite	-0,3	4,8	-3,3	0,0	8,8	-2,2	-1,2
Gezahlte Zinsen	-0,6	-0,8	-1,2	-1,1	-1,4	0,0	0,0
Cash Flow aus der Finanzierungstätigkeit	1,6	4,0	-4,5	-1,1	5,9	-5,3	-4,8
Summe der Cash Flows	-4,6	4,5	7,4	6,9	5,5	0,0	4,3
Wechselkursbedingte Veränderungen des Finanzmittelfonds	0,0	0,0	-0,3	0,0	0,1	0,0	0,0
Finanzmittelbestand am Anfang der Periode	11,9	7,3	11,8	18,9	25,8	31,5	31,5
Finanzmittelbestand am Ende der Periode	7,3	11,8	18,9	25,8	31,5	31,5	35,8

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: 13.04.2011 -

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: 13.04.2011

**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.



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