

Buy EUR 16,50 Kurs EUR 14,76 Upside 11,8 %	Wertindikatoren: EUR DCF: 16,50 FCF-Value Potential: 17,30	Aktien Daten: Bloomberg: COK GR Reuters: COKG ISIN: DE0005419105	Beschreibung: Eines der drei größten unabhängigen Systemhäuser in Deutschland
	Markt Snapshot: EUR Mio. Marktkapitalisierung: 153 Aktienanzahl (Mio.): 10 EV: 126 Freefloat MC (St.): 143 Ø Trad. Vol. (St./30T): 703,47	Aktionäre: Freefloat 93,0 % Raymond Kober (Aufsichtsrat) 2,5 % Stefan Kober (Aufsichtsrat) 2,5 % Klaus Weinmann (CEO) 2,0 %	Risikoprofil (WRe): 2012e Beta: 1,4 KBV: 2,4 Net Gearing: -43 % Verschuldungsgrad: 182 % Nettoversch. / EBITDA: -1,0 x

Vorläufige Q2-Zahlen / Solides Ergebnis, jedoch Stillstand beim Umsatzwachstum

Kennzahlen Q2/2012:								Kommentar zu Kennzahlen:			
Figures in EUR m	Q2/12	Q2/12e	Q2/11	yoy	6M/12	6M/11	yoy	<ul style="list-style-type: none"> Product Shift des MacBook Pro verursachte Umsatzverschiebungen WRe: Günstigerer Umsatzmix trägt zum Ergebniswachstum bei Solide Marge trotz Kosten für SAP-Einführung bei Tochtergesellschaft CANCOM NSG 			
Sales	126.9	135.6	126.9	0.0%	268.0	251.5	6.6%				
EBITDA margin	6.4	6.5	6.1	4.8%	13.4	10.8	24.4%				
EBIT margin	5.1%	4.8%	4.8%		5.0%	4.3%					
EBIT margin	4.9	5.0	4.5	8.2%	10.2	7.6	33.6%				
EBIT margin	3.9%	3.7%	3.6%		3.6%	3.0%					
EPS in EUR	0.33	0.30	0.26	26.9%	0.53	0.42	26.2%				

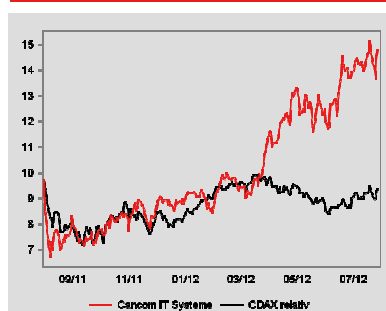
Freitagabend gab CANCOM vorläufige Q2-Zahlen bekannt.

Im Vergleich zum selben Quartal des Vorjahres blieb die Top-Line nahezu unverändert. Im Vergleich zum Vorquartal reflektiert dies eine deutliche Verlangsamung des Wachstums (13% Wachstum in Q1 im Vergleich zum Vorjahr). Dennoch sollte berücksichtigt werden, dass Q1 positive Auswirkungen durch Umsatzverschiebungen von Q4 2011 nach Q1 in einer Höhe von ca. EUR 10 Mio. verzeichnet hat. Außerdem erklärte CANCOM, dass der Produkt-Shift des Apple MacBook Pro zu Umsatzverschiebungen von Q2 ins zweite Halbjahr in Höhe von ca. EUR 3-4 Mio. geführt hat. Aus unserer Sicht sollte auch die geringere Anzahl der Werktage durch die Osterferien berücksichtigt werden.

Trotz schwächer als erwartetem Q2-Umsatz und der Auswirkung der SAP-Einführung bei seiner Dienstleistungs-Tochtergesellschaft CANCOM NSG (Kostenbelastung nicht quantifiziert) konnte das Unternehmen seinen Ertrag steigern. Wir gehen davon aus, dass dies mit der Geschäftserweiterung im Bereich Cloud Computing (z.B. mit seiner geschützten Private Cloud Solution AHP) und einem höheren Anteil des Dienstleistungsgeschäfts am Umsatz zusammenhängt.

Der Newsflow dürfte von den finalen Q2-Zahlen bestimmt werden. Trotz des schwierigen Markoumfelds sollten die Wachstumsraten in Q3 wieder anziehen. Das Management erwähnte hier ebenfalls eine gute Nachfrage im Juli, da Auftragseingänge und Umsätze das Vorjahresniveau deutlich überstiegen haben. Dies untermauert unsere Sicht.

Die Kaufempfehlung sowie das Kursziel von EUR 16,50 werden bestätigt.

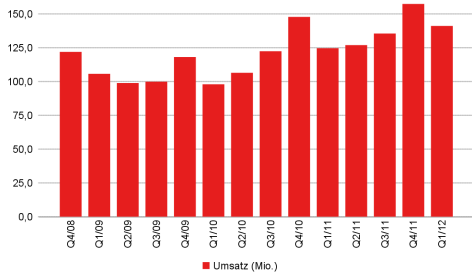


Rel. Performance vs CDAX:	
1 Monat:	1,8 %
6 Monate:	70,1 %
Jahresverlauf:	53,6 %
Letzte 12 Monate:	58,1 %

Unternehmensevents:	
09.08.12	Q2
08.11.12	Q3

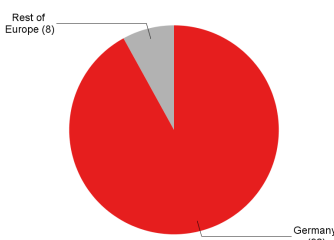
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (11-14e)	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Umsatz	4,3 %	364	422	475	544	572	597	618
Veränd. Umsatz yoy		31,2 %	16,0 %	12,3 %	14,7 %	5,0 %	4,5 %	3,5 %
Rohermargen		29,1 %	27,6 %	29,4 %	29,1 %	30,2 %	30,4 %	30,5 %
EBITDA	7,6 %	9	10	19	25	28	30	31
Marge		2,4 %	2,5 %	4,0 %	4,6 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %
EBIT	9,2 %	5	7	15	18	22	23	24
Marge		1,5 %	1,6 %	3,2 %	3,4 %	3,9 %	3,8 %	3,9 %
Jahresüberschuss	11,2 %	3	5	8	12	13	15	16
EPS	11,3 %	0,26	0,49	0,76	1,11	1,27	1,43	1,53
EPS adj.	11,3 %	0,26	0,49	0,77	1,11	1,27	1,43	1,53
DPS	10,1 %	0,00	0,15	0,15	0,30	0,35	0,40	0,40
Dividendenrendite		0,0 %	6,4 %	2,2 %	3,4 %	2,4 %	2,7 %	2,8 %
FCFPS		0,97	0,58	0,86	1,67	0,74	1,09	1,18
EV / Umsatz		0,1 x	0,0 x	0,1 x	0,1 x	0,2 x	0,2 x	0,2 x
EV / EBITDA		4,2 x	2,0 x	3,7 x	2,9 x	4,4 x	4,0 x	3,4 x
EV / EBIT		6,9 x	3,0 x	4,6 x	3,9 x	5,6 x	5,2 x	4,4 x
KGV		12,2 x	4,8 x	9,0 x	8,0 x	11,6 x	10,3 x	9,4 x
P / E adj.		12,2 x	4,8 x	8,9 x	8,0 x	11,6 x	10,3 x	9,4 x
FCF Yield Potential		12,9 %	27,0 %	9,1 %	15,7 %	10,5 %	12,5 %	14,3 %
Nettoverschuldung		4	-3	-1	-20	-27	-35	-43
ROE		7,2 %	12,2 %	16,5 %	20,6 %	21,3 %	21,7 %	20,0 %
ROCE		6,3 %	9,8 %	14,7 %	15,6 %	18,2 %	18,1 %	16,9 %
Guidance:	Bisher hat das Unternehmen keine Guidance für 2012 veröffentlicht.							

Entwicklung Umsatz
in Mio. EUR



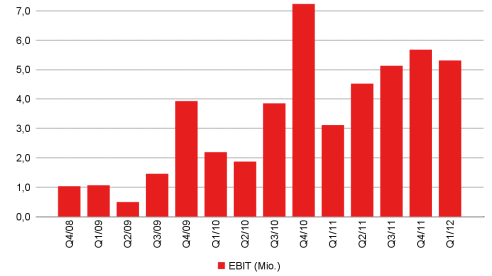
Quelle: Warburg Research

Umsatz nach Regionen
2011; in %



Quelle: Warburg Research

Entwicklung EBIT
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

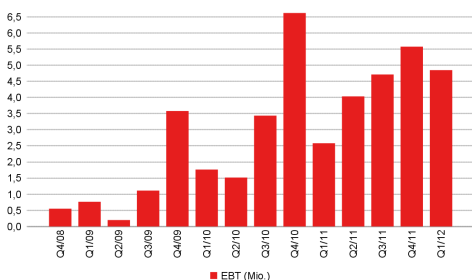
Unternehmenshintergrund

- CANCOM ist das drittgrößte herstellerunabhängige Systemhaus Deutschlands.
- Das Angebotsspektrum umfasst den Verkauf von Hard- und Software aller wesentlichen Hersteller sowie IT-Dienstleistungen (Konzeption und Integration von IT-Systemen sowie deren Betrieb).
- Das Unternehmen beschäftigt mehr als 2.000 Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter an über 30 Standorten in Deutschland, Österreich und Großbritannien. Mehr als die Hälfte der Mitarbeiter sind im Dienstleistungsbereich tätig.

Wettbewerbsqualität

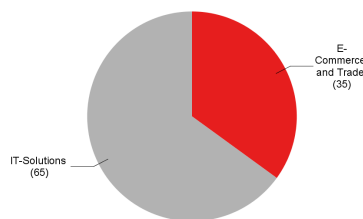
- Der deutsche Systemhausmarkt ist wettbewerbsintensiv und stark fragmentiert. Als eines der größten Systemhäuser Deutschlands erreicht CANCOM Wettbewerbsvorteile gegenüber den meist kleineren Marktteilnehmern durch...
- ...günstige Einkaufskonditionen.
- ...das breite Produkt- und Dienstleistungsspektrum aus einer Hand.
- ...die Präsenz an mehr als 30 Standorten in Deutschland, die zu einer hohen Servicequalität vor Ort beiträgt.
- Akquisitionen sind Teil der Unternehmensstrategie. Diese dienen dazu, die Einkaufskonditionen zu verbessern, die regionale Präsenz sowie das Angebotspektrum auszubauen.

Entwicklung EBT
in Mio. EUR



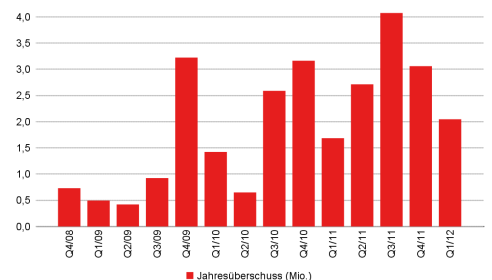
Quelle: Warburg Research

Umsatz nach Segmenten
2011; in %



Quelle: Warburg Research

Entwicklung Jahresüberschuss
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

DCF Modell

Kennzahlen in EUR Mio.	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	
Umsatz	572	597	618	640	661	682	702	723	742	761	780	798	814	
Umsatzwachstum	5,0 %	4,5 %	3,5 %	3,5 %	3,3 %	3,2 %	3,0 %	2,9 %	2,7 %	2,6 %	2,4 %	2,3 %	2,0 %	2,0 %
EBIT	22	23	24	24	24	24	24	25	26	26	27	27	28	
EBIT-Marge	3,9 %	3,8 %	3,9 %	3,8 %	3,7 %	3,5 %	3,5 %	3,5 %	3,4 %	3,4 %	3,4 %	3,4 %	3,4 %	
Steuerquote (EBT)	31,0 %	30,0 %	30,0 %	31,0 %	31,0 %	31,0 %	31,0 %	31,0 %	31,0 %	31,0 %	31,0 %	31,0 %	31,0 %	
NOPAT	16	16	17	17	17	16	17	17	18	18	18	19	19	
Abschreibungen	6	7	7	4	5	5	5	5	5	5	5	6	6	
Abschreibungsquote	1,0 %	1,1 %	1,1 %	0,7 %	0,7 %	0,7 %	0,7 %	0,7 %	0,7 %	0,7 %	0,7 %	0,7 %	0,7 %	
Veränd. Rückstellungen	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	3	1	1	3	1	1	1	1	1	1	1	1	0	
- Investitionen	9	10	10	4	5	5	5	5	5	5	5	6	6	
Investitionsquote	1,5 %	1,6 %	1,6 %	0,7 %	0,7 %	0,7 %	0,7 %	0,7 %	0,7 %	0,7 %	0,7 %	0,7 %	0,7 %	
Sonst	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Free Cash Flow (WACC Modell)	10	13	13	14	16	16	16	17	17	17	18	18	18	17
Barwert FCF	10	11	10	10	10	9	9	8	7	7	6	6	5	60
Anteil der Barwerte	18,24 %			46,38 %										35,38 %

Modell-Parameter

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	10,00 %	Finanzielle Stabilität	1,30
Fremdkapitalzins	3,5 %	Liquidität	1,50
Marktrendite	9,00 %	Zyklizität	1,50
Risikofreie Rendite	4,00 %	Transparenz	1,30
		Sonst	1,00
WACC	10,25 %	Beta	1,40

Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2024e	109		
Terminal Value	60		
Zinstr. Verbindlichkeiten	26		
Pensionsrückstellungen	0		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	0		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	33	Aktienzahl (Mio.)	10,4
Eigenkapitalwert	175	Wert je Aktie (EUR)	16,85

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Beta (WACC)	Ewiges Wachstum							Delta EBIT-Marge							
	1,25 %	1,50 %	1,75 %	2,00 %	2,25 %	2,50 %	2,75 %	-1,5 pp	-1,0 pp	-0,5 pp	0,0	+0,5 pp	+1,0 pp	+1,5 pp	
1,62 (11,2 %)	14,81	14,92	15,03	15,16	15,28	15,42	15,56	1,62 (11,2 %)	8,09	10,45	12,80	15,16	17,51	19,86	22,22
1,51 (10,8 %)	15,55	15,68	15,81	15,95	16,11	16,26	16,43	1,51 (10,8 %)	8,50	10,98	13,47	15,95	18,44	20,93	23,41
1,46 (10,5 %)	15,95	16,09	16,23	16,39	16,55	16,73	16,91	1,46 (10,5 %)	8,71	11,27	13,83	16,39	18,95	21,51	24,06
1,40 (10,3 %)	16,37	16,52	16,68	16,85	17,03	17,22	17,42	1,40 (10,3 %)	8,94	11,58	14,21	16,85	19,48	22,12	24,75
1,34 (10,0 %)	16,82	16,98	17,15	17,34	17,53	17,74	17,97	1,34 (10,0 %)	9,19	11,91	14,62	17,34	20,05	22,77	25,48
1,29 (9,7 %)	17,29	17,46	17,65	17,86	18,07	18,30	18,55	1,29 (9,7 %)	9,45	12,25	15,05	17,86	20,66	23,46	26,26
1,18 (9,3 %)	18,31	18,53	18,76	19,00	19,26	19,54	19,85	1,18 (9,3 %)	10,02	13,02	16,01	19,00	21,99	24,99	27,98

- Langfristig wird ein Wachstum angenommen, das etwa dem Wachstum des deutschen IT-Marktes entspricht.
- Die Working Capital-Anforderungen sind trotz der Tätigkeit als Reseller gering.

Free Cash Flow Value Potential

Das Warburg Research „FCF Value Potential“ bildet die Fähigkeit der Unternehmen zur Generierung von nachhaltigen Zahlungsüberschüssen ab. Dazu wird mit dem „FCF Potential“ ein FCF "ex growth" ausgewiesen, der ein unverändertes Working Capital sowie reine Erhaltungsinvestitionen unterstellt. Die Diskontierung des „FCF Potential“ des jeweiligen Jahres mit den gewichteten Kapitalkosten ergibt eine Wertindikation. Auf Basis verschiedener Betrachtungsjahre ergeben sich somit unterschiedliche Wertindikationen, was dem von uns als Bewertungsmodell präferierten DCF-Modell ein Timing-Element hinzufügt.

Angaben in EUR Mio.	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e	
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	3	5	8	12	13	15	16	
+ Abschreibung + Amortisation	3	3	4	7	6	7	7	
- Zinsergebnis (netto)	-1	-1	-2	-2	-2	-2	-1	
- Erhaltungsinvestitionen	3	4	7	8	8	9	9	
+ Sonstiges	0	0	0	0	0	0	0	
= Free Cash Flow Potential	5	6	6	11	13	15	15	
Free Cash Flow Yield Potential	12,9 %	27,0 %	9,1 %	15,7 %	10,5 %	12,5 %	14,3 %	
WACC	10,25 %	10,25 %	10,25 %	10,25 %	10,25 %	10,25 %	10,25 %	
= Enterprise Value (EV)	37	21	70	72	126	118	107	
= Fair Enterprise Value	47	55	62	111	130	144	149	
- Nettoverschuldung (Liquidität)	-21	-21	-21	-21	-27	-35	-43	
- Pensionsverbindlichkeiten	0	0	0	0	0	0	0	
- Sonstige	0	0	0	0	0	0	0	
- Marktwert Anteile Dritter	0	0	0	0	0	0	0	
+ Marktwert wichtiger Beteiligungen	0	0	0	0	0	0	0	
= Faire Marktkapitalisierung	67	75	82	131	157	179	192	
Anzahl Aktien (gesamt) (Mio.)	10	10	10	10	10	10	10	
= Fairer Wert je Aktie (EUR) (EUR)	6,45	7,23	7,94	12,61	15,08	17,27	18,49	
Premium (-) / Discount (+) in %					2,2 %	17,0 %	28,4 %	
Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)								
	13,25 %	5,43	6,04	6,59	10,20	12,26	14,12	15,25
	12,25 %	5,72	6,37	6,96	10,87	13,05	15,00	16,15
	11,25 %	6,05	6,77	7,41	11,66	13,97	16,03	17,22
WACC	10,25 %	6,45	7,23	7,94	12,61	15,08	17,27	18,49
	9,25 %	6,93	7,80	8,58	13,76	16,43	18,77	20,04
	8,25 %	7,53	8,51	9,38	15,18	18,11	20,64	21,97
	7,25 %	8,30	9,41	10,41	17,01	20,24	23,02	24,43

- Geschäftsmodell mit geringem CAPEX-Bedarf und hohem FCF...
- ...bietet Raum für Akquisitionen und Ausschüttungen an die Aktionäre.

Wertermittlung

	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
KBV	0,9 x	0,6 x	1,4 x	1,5 x	2,4 x	2,1 x	1,7 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	1,02	1,19	0,81	2,03	3,26	4,21	5,31
EV / Umsatz	0,1 x	0,0 x	0,1 x	0,1 x	0,2 x	0,2 x	0,2 x
EV / EBITDA	4,2 x	2,0 x	3,7 x	2,9 x	4,4 x	4,0 x	3,4 x
EV / EBIT	6,9 x	3,0 x	4,6 x	3,9 x	5,6 x	5,2 x	4,4 x
EV / EBIT adj.*	6,9 x	3,0 x	4,6 x	3,9 x	5,6 x	5,2 x	4,4 x
Kurs / FCF	3,3 x	4,0 x	8,0 x	5,3 x	19,8 x	13,5 x	12,2 x
KGV	12,2 x	4,8 x	9,0 x	8,0 x	11,6 x	10,3 x	9,4 x
P / E adj.*	12,2 x	4,8 x	8,9 x	8,0 x	11,6 x	10,3 x	9,4 x
Dividendenrendite	0,0 %	6,4 %	2,2 %	3,4 %	2,4 %	2,7 %	2,8 %
Free Cash Flow Yield Potential	12,9 %	27,0 %	9,1 %	15,7 %	10,5 %	12,5 %	14,3 %

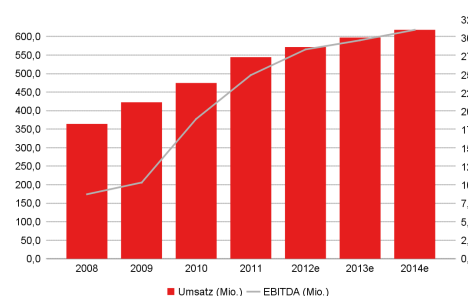
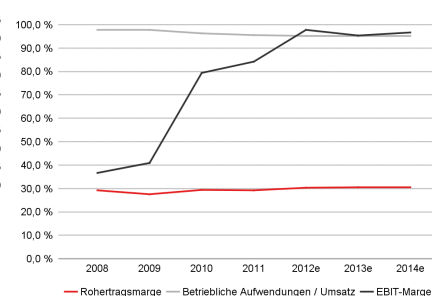
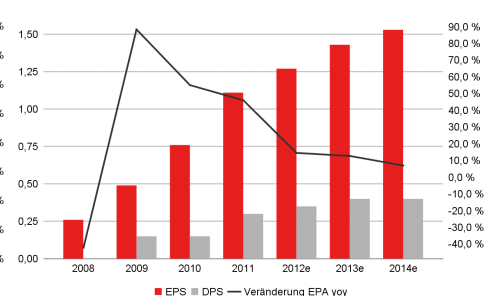
*Adjustiert um: -

GuV							
In EUR Mio.	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Umsatz	364	422	475	544	572	597	618
Veränd. Umsatz yoy	31,2 %	16,0 %	12,3 %	14,7 %	5,0 %	4,5 %	3,5 %
Bestandsveränderungen	0	0	0	0	0	0	0
Aktivierete Eigenleistungen	0	1	1	1	1	1	1
Gesamterlöse	364	423	476	545	572	598	619
Materialaufwand	258	307	336	387	400	416	431
Rohrertrag	106	117	140	159	173	182	188
Rohrertragsmarge	29,1 %	27,6 %	29,4 %	29,1 %	30,2 %	30,4 %	30,5 %
Personalaufwendungen	73	83	97	108	115	121	125
Sonstige betriebliche Erträge	2	3	3	1	3	3	3
Sonstige betriebliche Aufwendungen	26	26	27	26	32	34	35
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0	0	0	0	0	0	0
EBITDA	9	10	19	25	28	30	31
Marge	2,4 %	2,5 %	4,0 %	4,6 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %
Abschreibungen auf Sachanlagen	1	2	2	3	4	4	4
EBITA	7	8	17	22	25	26	27
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	1	1	2	4	2	3	3
Goodwill-Abschreibung	1	0	0	0	0	0	0
EBIT	5	7	15	18	22	23	24
Marge	1,5 %	1,6 %	3,2 %	3,4 %	3,9 %	3,8 %	3,9 %
EBIT adj.	5	7	15	18	22	23	24
Zinserträge	0	0	0	0	0	0	0
Zinsaufwendungen	2	1	2	2	2	2	1
Sonstiges Finanzergebnis	0	0	0	0	0	0	0
EBT	4	6	13	17	21	21	23
Marge	1,1 %	1,3 %	2,8 %	3,1 %	3,6 %	3,6 %	3,7 %
Steuern gesamt	1	1	4	5	6	6	7
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	3	5	10	12	14	15	16
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0	0	-2	0	-1	0	0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	3	5	8	12	13	15	16
Minderheitenanteile	0	0	0	0	0	0	0
Jahresüberschuss	3	5	8	12	13	15	16
Marge	0,7 %	1,2 %	1,6 %	2,1 %	2,3 %	2,5 %	2,6 %
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	10	10	10	10	10	10	10
EPS	0,26	0,49	0,76	1,11	1,27	1,43	1,53
EPS adj.	0,26	0,49	0,77	1,11	1,27	1,43	1,53

*Adjustiert um:

Guidance: Bisher hat das Unternehmen keine Guidance für 2012 veröffentlicht.**Kennzahlen**

	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	97,7 %	97,8 %	96,3 %	95,6 %	95,2 %	95,2 %	95,1 %
Operating Leverage	-0,3 x	1,9 x	9,6 x	1,5 x	4,4 x	0,4 x	1,4 x
EBITDA / Interest expenses	5,6 x	7,1 x	9,7 x	11,2 x	15,0 x	17,5 x	22,3 x
Steuerquote (EBT)	31,4 %	9,8 %	28,1 %	28,8 %	31,0 %	30,0 %	30,0 %
Ausschüttungsquote	0,0 %	30,5 %	16,1 %	25,9 %	25,6 %	28,0 %	26,2 %
Umsatz je Mitarbeiter	229.312	237.748	248.075	267.377	272.190	271.509	281.012

Umsatz, EBITDA
in Mio. EUR**Operative Performance**
in %**Ergebnis je Aktie**

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

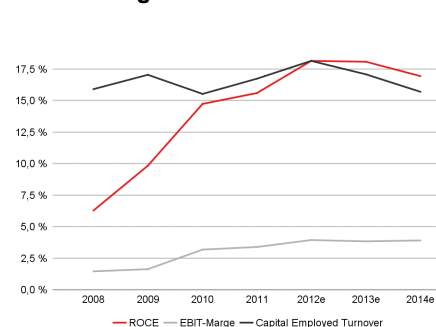
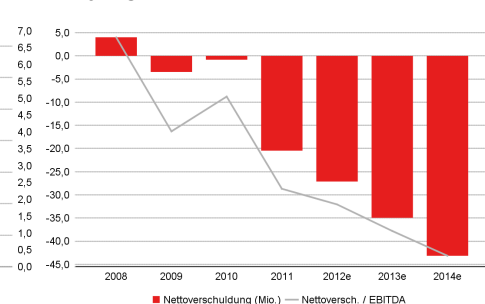
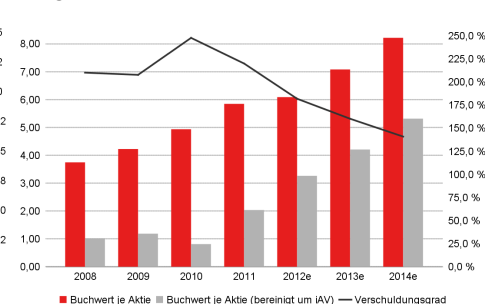
Quelle: Warburg Research

Bilanz

In EUR Mio.	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	28	32	43	40	29	30	30
davon übrige imm. VG	1	1	2	4	5	5	5
davon Geschäfts- oder Firmenwert	24	25	24	24	24	24	24
Sachanlagen	5	7	10	13	15	17	20
Finanzanlagen	1	1	3	1	1	1	1
Sonstiges langfristiges Vermögen	0	0	0	0	0	0	0
Anlagevermögen	35	39	55	54	45	48	51
Vorräte	11	14	14	16	15	15	16
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	44	47	68	72	64	67	69
Liquide Mittel	18	26	31	46	48	55	63
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	12	9	8	7	7	7	7
Umlaufvermögen	86	96	122	141	133	144	155
Bilanzsumme (Aktiva)	121	135	177	195	179	192	206
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	10	10	10	10	10	10	10
Kapitalrücklage	15	15	16	16	16	16	16
Gewinnrücklagen	13	18	25	35	45	56	68
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	0	0	0	0	-8	-9	-9
Buchwert	39	44	51	61	63	74	85
Anteile Dritter	0	0	0	0	0	0	0
Eigenkapital	39	44	51	61	63	74	86
Rückstellungen gesamt	3	4	3	8	8	8	8
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0	0	0	0	0	0	0
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	22	22	31	26	21	20	20
davon kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	2	1	1	11	11	11	11
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	39	48	64	73	61	64	66
Sonstige Verbindlichkeiten	17	16	28	28	26	27	27
Verbindlichkeiten	82	91	126	134	115	118	120
Bilanzsumme (Passiva)	121	135	177	195	179	192	206

Kennzahlen

	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Kapitaleffizienz							
Operating Assets Turnover	18,6 x	23,1 x	18,4 x	21,0 x	18,8 x	17,9 x	16,8 x
Capital Employed Turnover	5,9 x	6,4 x	5,8 x	6,3 x	6,8 x	6,4 x	5,9 x
ROA	7,7 %	13,0 %	14,1 %	21,4 %	29,1 %	30,9 %	31,0 %
Kapitalverzinsung							
ROCE	6,3 %	9,8 %	14,7 %	15,6 %	18,2 %	18,1 %	16,9 %
ROE	7,2 %	12,2 %	16,5 %	20,6 %	21,3 %	21,7 %	20,0 %
Adj. ROE	7,2 %	12,2 %	16,7 %	20,6 %	21,3 %	21,7 %	20,0 %
Bilanzqualität							
Nettoverschuldung	4	-3	-1	-20	-27	-35	-43
Nettofinanzverschuldung	4	-4	-1	-21	-27	-35	-43
Net Gearing	10,3 %	-7,9 %	-1,6 %	-33,6 %	-42,8 %	-47,4 %	-50,5 %
Nettofinanzverschuldung / EBITDA	44,1 %	-33,8 %	-4,8 %	-82,2 %	-95,3 %	-117,7 %	-138,6 %
Buchwert je Aktie	3,7	4,2	4,9	5,8	6,1	7,1	8,2
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	1,0	1,2	0,8	2,0	3,3	4,2	5,3

Entwicklung ROCE

**Nettoverschuldung
in Mio. EUR**

**Buchwert je Aktie
in EUR**


Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

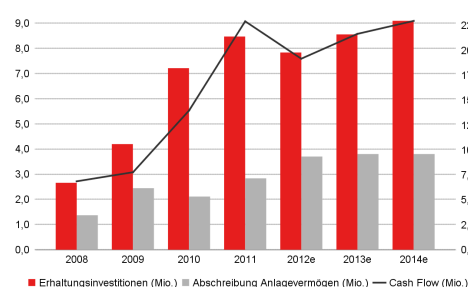
Quelle: Warburg Research

Cash flow

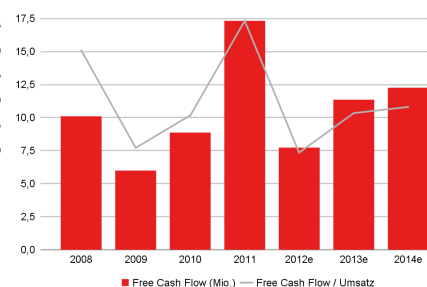
In EUR Mio.	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	3	6	8	12	13	15	16
Abschreibung Anlagevermögen	1	2	2	3	4	4	4
Amortisation Goodwill	1	0	0	0	0	0	0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	1	1	2	4	2	3	3
Veränderung langfristige Rückstellungen	1	0	0	0	0	0	0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	0	-1	2	5	0	0	0
Cash Flow	7	8	14	23	19	22	23
Veränderung Vorräte	1	-1	0	-6	1	-1	-1
Veränderung Forderungen aus L+L	4	1	-15	-5	8	-3	-2
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	4	3	17	15	-12	3	2
Veränderung sonstige Working Capital Posten	-3	0	0	0	0	0	0
Veränderung Working Capital	6	3	3	4	-3	-1	-1
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	13	11	17	27	16	21	22
Investitionen in iAV	0	-1	-3	-3	-3	-4	-4
Investitionen in Sachanlagen	-3	-3	-5	-7	-6	-6	-7
Zugänge aus Akquisitionen	-3	1	-10	-4	1	0	0
Finanzanlageninvestitionen	0	0	0	0	0	0	0
Erlöse aus Anlageabgängen	5	1	0	5	1	0	0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	-1	-3	-17	-8	-7	-9	-10
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-4	0	8	-4	-5	-1	0
Dividende Vorjahr	0	0	-2	-2	-3	-4	-4
Erwerb eigener Aktien	0	0	1	0	0	0	0
Kapitalmaßnahmen	0	0	0	0	0	0	0
Sonstiges	0	-1	-1	0	0	0	0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	-5	-1	6	-6	-8	-5	-4
Veränderung liquide Mittel	7	7	6	13	1	7	8
Effekte aus Wechselkursänderungen	0	0	0	0	0	0	0
Endbestand liquide Mittel	19	26	31	44	46	53	61

Kennzahlen

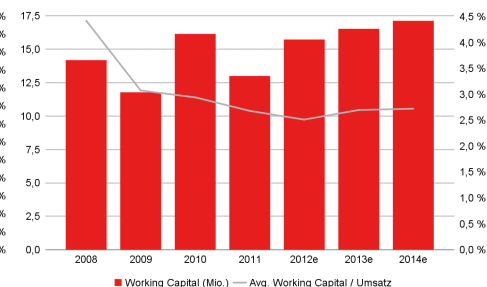
	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Kapitalfluss							
Free Cash Flow	10	6	9	17	8	11	12
Free Cash Flow / Umsatz	2,8 %	1,4 %	1,9 %	3,2 %	1,4 %	1,9 %	2,0 %
Free Cash Flow Potential	5	6	6	11	13	15	15
Free Cash Flow / Umsatz	2,8 %	1,4 %	1,9 %	3,2 %	1,4 %	1,9 %	2,0 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	374,7 %	118,4 %	113,4 %	150,3 %	58,5 %	76,4 %	77,3 %
Zinserträge / Avg. Cash	2,0 %	0,7 %	0,5 %	0,8 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	7,5 %	6,6 %	7,4 %	7,9 %	8,2 %	8,4 %	7,1 %
Verwaltung von Finanzmitteln							
Investitionsquote	0,8 %	1,1 %	1,7 %	1,7 %	1,5 %	1,6 %	1,6 %
Maint. Capex / Umsatz	0,7 %	1,0 %	1,5 %	1,6 %	1,4 %	1,4 %	1,5 %
CAPEX / Abschreibungen	87,1 %	136,9 %	208,3 %	143,6 %	145,0 %	139,7 %	142,3 %
Avg. Working Capital / Umsatz	4,4 %	3,1 %	2,9 %	2,7 %	2,5 %	2,7 %	2,7 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	112,5 %	98,6 %	105,6 %	99,0 %	105,1 %	105,2 %	105,0 %
Vorratsumschlag	23,0 x	22,6 x	23,9 x	24,8 x	27,6 x	27,6 x	27,4 x
Receivables collection period (Tage)	44	41	52	48	41	41	41
Payables payment period (Tage)	55	57	70	69	56	56	56
Cash conversion cycle (Tage)	-40	-40	-54	-54	-43	-43	-43

Investitionen und Cash Flow
in Mio. EUR

Free Cash Flow Generation



Working Capital



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

RECHTSHINWEIS / DISCLAIMER

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

URHEBERRECHTE

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

ERKLÄRUNG GEMÄß § 34B ABS. 1 WPHG UND FINANV

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

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

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

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

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

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

QUELLEN

Wenn nicht anders angegeben von Warburg Research, stammen alle kursrelevanten Daten und Consensus Schätzungen von FactSet.

Gemäß § 34b WpHG und FinAnV besteht u.a. die Verpflichtung, bei einer Finanzanalyse auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf das analysierte Unternehmen hinzuweisen. Ein Interessenkonflikt wird insbesondere vermutet, wenn das die Analyse erstellende Unternehmen ...

- 1- ... oder mit diesem verbundene Unternehmen an dem Grundkapital des analysierten Unternehmens eine **Beteiligung** von mehr als **5%** hält
- 2- ... oder mit diesem verbundene Unternehmen in den letzten zwölf Monaten Mitglied in einem **Konsortium** war, das die Wertpapiere des analysierte Unternehmens übernommen hat
- 3- ... oder mit diesem verbundene Unternehmen die **Wertpapiere** des analysierten Unternehmens aufgrund eines bestehenden Vertrages **betreut**
- 4- ... oder mit diesem verbundene Unternehmen in den letzten zwölf Monaten aufgrund eines bestehenden Vertrages **Investmentbanking-Dienstleistungen** für das analysierten Unternehmen ausgeführt hat, aus dem eine Leistung oder ein Leistungsversprechen hervorging
- 5- ... mit dem analysierten Unternehmen eine **Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse** getroffen hat
- 6- ... oder mit diesem verbundene Unternehmen, **regelmäßig** Aktien des analysierten Unternehmens oder von diesen abgeleitete Derivate **handeln**
- 7- ... oder der für dieses Unternehmen zuständige Analyst **sonstige bedeutende finanzielle Interessen** im Bezug auf das analysierte Unternehmen haben, wie z.B. die Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen

Unternehmen	Disclosure	Link zu historischen Kurszielen und Ratingänderungen (letzte 12 Monate)
CANCOM	5	http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE0005419105.htm

ANLAGEEMPFEHLUNG

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

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

WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	116	62
Halten	59	31
Verkaufen	9	5
Empf. ausgesetzt	4	2
Gesamt	188	100

WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG ...

... unter Berücksichtigung nur der Unternehmen, für die veröffentlichungspflichtige Informationen gemäß § 34b WpHG und FinAnV vorliegen.

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	101	66
Halten	43	28
Verkaufen	7	5
Empf. ausgesetzt	3	2
Gesamt	154	100

KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [CANCOM] AM [30.07.2012]


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

RESEARCH

Christian Bruns Head of Research	+49 40 309537-253 cbruns@warburg-research.com	Henner Rüschemeyer Head of Research	+49 40 309537-270 hrueschmeier@warburg-research.com
Christian Cohrs Engineering, Logistics	+49 40 309537-175 ccohrs@warburg-research.com	Roland Rapelius Engineering, Logistics	+49 40 309537-220 rrapelius@warburg-research.com
Felix Ellmann Software, IT	+49 40 309537-120 fellmann@warburg-research.com	Jochen Reichert Telco, Internet, Media	+49 40 309537-130 jreichert@warburg-research.com
Jörg Philipp Frey Retail, Consumer Goods	+49 40 309537-258 jfrey@warburg-research.com	Christopher Rodler Utilities	+49 40 309537-290 crodler@warburg-research.com
Ulrich Huwald Health Care, Pharma	+49 40 309537-255 uhuwald@warburg-research.com	Malte Schaumann Technology	+49 40 309537-170 mschaumann@warburg-research.com
Thilo Kleibauer Retail, Consumer Goods	+49 40 309537-257 tkleibauer@warburg-research.com	Susanne Schwartze Telco, Internet, Media	+49 40 309537-155 sschwartze@warburg-research.com
Torsten Klingner Real Estate	+49 40 309537-260 tklingner@warburg-research.com	Oliver Schwarz Chemicals	+49 40 309537-250 oschwarz@warburg-research.com
Eggert Kuls Engineering	+49 40 309537-256 ekuls@warburg-research.com	Marc-René Tonn Automobiles, Car Suppliers	+49 40 309537-259 mtonn@warburg-research.com
Frank Laser Construction, Industrials	+49 40 309537-235 flaser@warburg-research.com	Björn Voss Car Suppliers, Steel	+49 40 309537-254 bvoss@warburg-research.com
Andreas Pläsier Banks, Financial Services	+49 40 309537-246 aplaesier@warburg-research.com	Andreas Wolf Software, IT	+49 40 309537-140 awolf@warburg-research.com
Malte Räther Technology	+49 40 309537-185 mraether@warburg-research.com	Stephan Wulf Utilities	+49 40 309537-150 swulf@warburg-research.com

SALES

Holger Nass Head of Equity Sales	+49 40 3282-2669 hnass@mmwarburg.com
Klaus Schilling Deputy Head of Equity Sales	+49 40 3282-2664 kschilling@mmwarburg.com
Christian Alisch Scandinavia	+49 40 3282-2667 calisch@mmwarburg.com
Robert Conredel Germany	+49 40 3282-2633 rconredel@mmwarburg.com
Matthias Fritsch United Kingdom	+49 40 3282-2696 mfritsch@mmwarburg.com
Michael Kriszun United Kingdom	+49 40 3282-2695 mkriszun@mmwarburg.com
Marc Niemann Germany	+49 40 3282-2660 mniemann@mmwarburg.com
Dirk Rosenfelder Austria, Switzerland	+49 40 3282-2692 drosenfelder@mmwarburg.com
Julian Straube Germany	+49 40 3282-2666 jstraube@mmwarburg.com
Philipp Stumpfegger Australia	+49 40 3282-2635 pstumpfegger@mmwarburg.com

SALES TRADING

Oliver Merckel Head of Sales Trading	+49 40 3282-2634 omerckel@mmwarburg.com
Gudrun Bolsen Sales Trading	+49 40 3282-2679 gbolsen@mmwarburg.com
Bastian Quast Sales Trading	+49 40 3282-2701 bquast@mmwarburg.com
Patrick Schepelmann Sales Trading	+49 40 3282-2700 pschepelmann@mmwarburg.com
Thekla Struve Sales Trading	+49 40 3282-2668 tstruve@mmwarburg.com
Jörg Treptow Sales Trading	+49 40 3262-2658 jtreptow@mmwarburg.com
Support	
Katharina Bruns Roadshow/Marketing	+49 40 3282-2694 kbruns@mmwarburg.com

MACRO RESEARCH

Carsten Klude Macro Research	+49 40 3282-2572 cklude@mmwarburg.com
Matthias Thiel Macro Research	+49 40 3282-2401 mthiel@mmwarburg.com
Dr. Christian Jasperneite Investment Strategy	+49 40 3282-2439 cjasperneite@mmwarburg.com

Our research can be found under:

Warburg Research	research.mmwarburg.com/en/index.html	Thomson	www.thomson.com
Bloomberg	MMWA GO	Reuters	www.knowledge.reuters.com
FactSet	www.factset.com	Capital IQ	www.capitaliq.com

For access please contact:

Andrea Carstensen Sales Assistance	+49 40 3282-2632 acarstensen@mmwarburg.com	Kerstin Muthig Sales Assistance	+49 40 3282-2703 kmuthig@mmwarburg.com
--	---	---	---