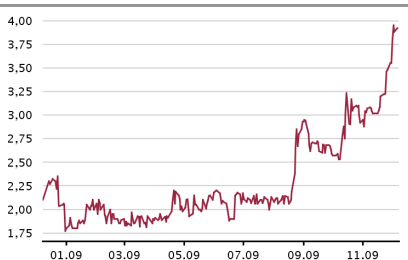


Kaufen (alt: Kaufen)

Kursziel EUR 5,30 (alt: 5,00)

Kurs EUR 3,92
Bloomberg COK GR
Reuters COKG
Branche IT Handel

Drittgrößtes Systemhaus in Deutschland



Aktien Daten: 21.12.2009 / Schlusskurs

Marktkapitalisierung: EUR 40,7 Mio
Enterprise Value (EV): EUR 44,3 Mio
Buchwert: EUR 41,1 Mio
Aktienanzahl: 10,4 Mio
Handelsvolumen Ø: EUR 0,2 Mio

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

Termine:

Akquisition stärkt Position auf dem deutschen Systemhausmarkt

Thema: CANCOM hat die Akquisition der BT IT-Systemhaus GmbH bekannt gegeben

Neben der BT IT-Systemhaus GmbH, Nürtingen (bei Stuttgart) hat CANCOM auch die zur Gruppe gehörenden Gesellschaften

- BT IT-Solutions GmbH
- die 75%-ige Tochtergesellschaft live Netzwerk & Computer GmbH, München, sowie
- die BT IT-Consulting GmbH, Stuttgart, übernommen.

Die erworbenen Gesellschaften beschäftigen 278 Mitarbeiter. In Baden-Württemberg gehört die BT IT-Gruppe zu den führenden und in Deutschland zu den größten 25 Systemhäusern. Zum Kundenkreis zählen u.a. Unternehmen aus der Industrie, Energieversorger, Banken, Versicherungen, öffentliche Auftraggeber sowie Dienstleistungs- und Handelsunternehmen. Überschneidungen zu den Kunden von CANCOM bestehen nicht. Der hohe Anteil an Kunden aus der Automobilzulieferer- und Metallbranche, deren Nachfrage aufgrund des gegenwärtigen wirtschaftlichen Umfelds gedämpft ist, hat den Verkaufsprozess ausgelöst.

Die übernommenen Gesellschaften dürften bei einem etwa ausgeglichenen Ergebnis in 2009 einen Umsatz von ca. EUR 55 Mio. erzielen. Davon entfallen ca. EUR 15 Mio. auf Dienstleistungen und ca. EUR 40 Mio. auf den Handel. Der Kaufpreis liegt bei ca. EUR 4 Mio., ist variabel und wird aus dem Bestand liquider Mittel beglichen.

Aufgrund der für 2010 vorgesehenen Restrukturierung der Gesellschaften dürften diese im kommenden Jahr noch keinen Ergebnisbeitrag liefern. Einsparpotenzial besteht in den zentralen Bereichen wie z.B. dem Rechnungswesen. Die räumliche Nähe der übernommenen Gesellschaften zur Konzernzentrale in Augsburg Raum sollte die Integration erleichtern. Die Fähigkeit, übernommene Gesellschaften erfolgreich zu integrieren hat CANCOM zuletzt mit der Akquisition von Sysdat sowie der eCommerce-Plattform Home of Hardware unter Beweis gestellt. Ein EBIT-Beitrag von ca. EUR 1 Mio. durch die übernommenen Gesellschaften sollte in 2011 erreicht werden.

Mit der Akquisition hat CANCOM die Rolle als aktiver Konsolidierer unterstrichen und die Position als drittgrößtes Systemhaus in Deutschland gefestigt.

Das Rating KAUFEN wird bestätigt. Das Kursziel auf Basis eines DCF-Modells wurde von EUR 5,00 auf EUR 5,30 angehoben. Darüber hinausgehendes Aufwärtspotenzial signalisiert der FCF-Yield.

| Änderung | 2009e | | 2010e | | 2011e | |
|---------------|-------|-----|-------|------|-------|------|
| | alt | Δ% | alt | Δ% | alt | Δ% |
| Umsatz | 415 | 0,0 | 445 | 7,9 | 456 | 7,9 |
| EBIT | 5,1 | 0,0 | 7 | 0,0 | 8,2 | 9,8 |
| EPS | 0,26 | 0,0 | 0,4 | -2,5 | 0,49 | 10,2 |

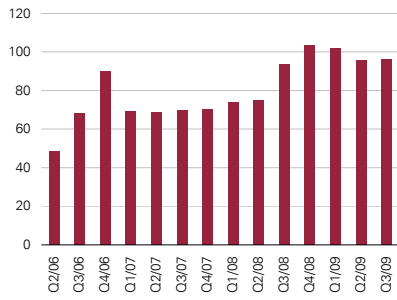
| Geschäftsjahresende: | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009e | 2010e | 2011e |
|----------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 31.12. | | | | | | | |
| Umsatz | 226 | 265 | 278 | 346 | 415 | 480 | 500 |
| <i>Veränderung Umsatz yoy</i> | 9,3 % | 17,2 % | 4,7 % | 24,6 % | 20,1 % | 15,7 % | 4,2 % |
| Rohrertrag | 42,3 | 65,4 | 81,0 | 103 | 113 | 130 | 135 |
| <i>Rohrertragsmarge</i> | 18,7 % | 24,7 % | 29,2 % | 29,7 % | 27,2 % | 27,1 % | 27,1 % |
| EBITDA | 3,8 | 5,8 | 7,6 | 9,2 | 7,5 | 9,7 | 11,5 |
| <i>EBITDA-Marge</i> | 1,7 % | 2,2 % | 2,7 % | 2,7 % | 1,8 % | 2,0 % | 2,3 % |
| EBIT | 2,4 | 4,3 | 5,9 | 7,0 | 5,1 | 7,0 | 9,0 |
| <i>EBIT-Marge</i> | 1,0 % | 1,6 % | 2,1 % | 2,0 % | 1,2 % | 1,4 % | 1,8 % |
| Jahresüberschuss | 1,0 | 2,4 | 4,7 | 2,7 | 2,7 | 4,1 | 5,6 |
| EPS | 0,11 | 0,24 | 0,45 | 0,26 | 0,26 | 0,39 | 0,54 |
| Free Cash Flow je Aktie | 0,14 | -0,25 | 0,12 | 0,96 | 0,10 | 0,01 | 0,28 |
| Dividende | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,15 | 0,18 | 0,20 |
| <i>Dividendenrendite</i> | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | 3,8 % | 4,6 % | 5,1 % |
| EV/Umsatz | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 |
| EV/EBITDA | 11,7 | 7,7 | 5,9 | 4,8 | 5,9 | 5,2 | 4,2 |
| EV/EBIT | 18,9 | 10,5 | 7,6 | 6,4 | 8,6 | 7,2 | 5,4 |
| KGV | 35,6 | 16,3 | 8,7 | 15,1 | 15,1 | 10,1 | 7,3 |
| ROCE | 6,1 % | 8,9 % | 10,0 % | 10,9 % | 7,9 % | 10,5 % | 13,3 % |
| Adj. Free Cash Flow Yield | 6,1 % | 9,7 % | 13,1 % | 13,5 % | 13,2 % | 15,8 % | 19,6 % |

Kennzahlen je Aktie in EUR, andere Angaben in EUR Mio., Kurs: EUR 3,92

Analyse: SES Research
 Publikationsdatum: 22.12.2009
 Analyst: Andreas Wolf
 +49 (0)40-309537-140
 wolf@ses.de

Entwicklung Umsatz

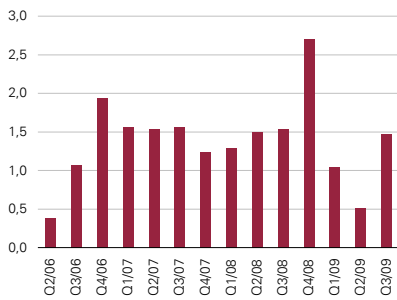
in EUR Mio.



Quelle: CANCOM

Entwicklung EBIT

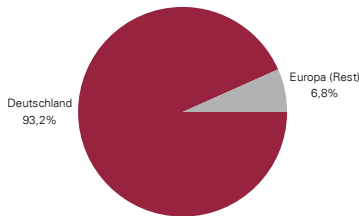
in EUR Mio.



Quelle: CANCOM

Umsatz nach Regionen

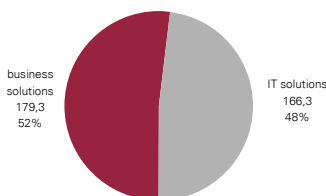
2008



Quelle: CANCOM

Umsatz nach Segmenten

2008



Quelle: CANCOM

Unternehmenshintergrund

CANCOM ist das drittgrößte herstellerunabhängige Systemhaus Deutschlands.

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

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

Wettbewerbsqualität

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

- ...günstige Einkaufskonditionen.
- ...das breite Produkt- und Dienstleistungsspektrum aus einer Hand.
- ...die Präsenz an 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.

Gewinn- und Verlustrechnung CANCOM

in EUR Mio.

| | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009e | 2010e | 2011e |
|---|-------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|-------------|
| Umsatz | 226 | 265 | 278 | 346 | 415 | 480 | 500 |
| Bestandsveränderungen | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Aktivierete Eigenleistungen | 0,3 | 0,0 | 0,9 | 0,3 | 0,4 | 0,4 | 0,5 |
| Gesamtleistung | 226 | 265 | 278 | 346 | 415 | 480 | 501 |
| Materialaufwand | 184 | 200 | 197 | 243 | 302 | 351 | 365 |
| Rohertrag | 42,3 | 65,4 | 81,0 | 103 | 113 | 130 | 135 |
| Personalaufwendungen | 25,0 | 42,0 | 56,3 | 71,1 | 82,0 | 92,0 | 94,0 |
| Sonstige betriebliche Erträge | 0,6 | 0,7 | 1,5 | 1,7 | 1,5 | 1,0 | 1,0 |
| Sonstige betriebliche Aufwendungen | 14,2 | 18,4 | 18,6 | 24,1 | 25,0 | 29,3 | 30,8 |
| Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| EBITDA | 3,8 | 5,8 | 7,6 | 9,2 | 7,5 | 9,7 | 11,5 |
| Abschreibungen auf Sachanlagen | 0,7 | 1,2 | 1,2 | 1,2 | 1,9 | 2,0 | 2,0 |
| EBITA | 3,1 | 4,6 | 6,4 | 8,0 | 5,6 | 7,7 | 9,5 |
| Abschreibungen auf iAV | 0,7 | 0,3 | 0,5 | 1,0 | 0,5 | 0,7 | 0,6 |
| Goodwill-Abschreibung | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| EBIT | 2,4 | 4,3 | 5,9 | 7,0 | 5,1 | 7,0 | 9,0 |
| Zinserträge | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,3 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Zinsaufwendungen | 1,1 | 1,1 | 0,8 | 1,4 | 1,2 | 1,1 | 1,0 |
| Finanzergebnis | -1,0 | -0,9 | -0,7 | -1,2 | -1,2 | -1,1 | -1,0 |
| Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit | 1,4 | 3,4 | 5,2 | 5,8 | 3,9 | 5,9 | 8,0 |
| AO-Beitrag | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| EBT | 1,4 | 3,4 | 5,2 | 5,8 | 3,9 | 5,9 | 8,0 |
| Steuern gesamt | 0,3 | 0,6 | 0,0 | 1,3 | 1,2 | 1,8 | 2,4 |
| Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit | 1,1 | 2,8 | 5,2 | 4,6 | 2,7 | 4,1 | 5,6 |
| Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern) | -0,1 | -0,1 | 0,0 | -1,9 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter | 1,0 | 2,6 | 5,2 | 2,7 | 2,7 | 4,1 | 5,6 |
| Minority interest | 0,0 | 0,2 | 0,5 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Jahresüberschuss | 1,0 | 2,4 | 4,7 | 2,7 | 2,7 | 4,1 | 5,6 |

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

Gewinn- und Verlustrechnung CANCOM

in % vom Umsatz

| | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009e | 2010e | 2011e |
|---|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Umsatz | 100,0 % | 100,0 % | 100,0 % | 100,0 % | 100,0 % | 100,0 % | 100,0 % |
| Bestandsveränderungen | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % |
| Aktivierete Eigenleistungen | 0,1 % | 0,0 % | 0,3 % | 0,1 % | 0,1 % | 0,1 % | 0,1 % |
| Gesamtleistung | 100,1 % | 100,0 % | 100,3 % | 100,1 % | 100,1 % | 100,1 % | 100,1 % |
| Materialaufwand | 81,4 % | 75,3 % | 71,1 % | 70,4 % | 72,9 % | 73,0 % | 73,0 % |
| Rohertrag | 18,7 % | 24,7 % | 29,2 % | 29,7 % | 27,2 % | 27,1 % | 27,1 % |
| Personalaufwendungen | 11,0 % | 15,8 % | 20,3 % | 20,6 % | 19,8 % | 19,2 % | 18,8 % |
| Sonstige betriebliche Erträge | 0,3 % | 0,3 % | 0,6 % | 0,5 % | 0,4 % | 0,2 % | 0,2 % |
| Sonstige betriebliche Aufwendungen | 6,3 % | 6,9 % | 6,7 % | 7,0 % | 6,0 % | 6,1 % | 6,2 % |
| Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % |
| EBITDA | 1,7 % | 2,2 % | 2,7 % | 2,7 % | 1,8 % | 2,0 % | 2,3 % |
| Abschreibungen auf Sachanlagen | 0,3 % | 0,5 % | 0,5 % | 0,4 % | 0,5 % | 0,4 % | 0,4 % |
| EBITA | 1,4 % | 1,7 % | 2,3 % | 2,3 % | 1,4 % | 1,6 % | 1,9 % |
| Abschreibungen auf iAV | 0,3 % | 0,1 % | 0,2 % | 0,3 % | 0,1 % | 0,2 % | 0,1 % |
| Goodwill-Abschreibung | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % |
| EBIT | 1,0 % | 1,6 % | 2,1 % | 2,0 % | 1,2 % | 1,5 % | 1,8 % |
| Zinserträge | 0,1 % | 0,1 % | 0,1 % | 0,1 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % |
| Zinsaufwendungen | 0,5 % | 0,4 % | 0,3 % | 0,4 % | 0,3 % | 0,2 % | 0,2 % |
| Finanzergebnis | -0,4 % | -0,3 % | -0,3 % | -0,4 % | -0,3 % | -0,2 % | -0,2 % |
| Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit | 0,6 % | 1,3 % | 1,9 % | 1,7 % | 1,0 % | 1,2 % | 1,6 % |
| AO-Beitrag | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % |
| EBT | 0,6 % | 1,3 % | 1,9 % | 1,7 % | 1,0 % | 1,2 % | 1,6 % |
| Steuern gesamt | 0,1 % | 0,2 % | 0,0 % | 0,4 % | 0,3 % | 0,4 % | 0,5 % |
| Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit | 0,5 % | 1,1 % | 1,9 % | 1,3 % | 0,7 % | 0,9 % | 1,1 % |
| Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern) | 0,0 % | -0,1 % | 0,0 % | -0,5 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % |
| Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter | 0,4 % | 1,0 % | 1,9 % | 0,8 % | 0,7 % | 0,9 % | 1,1 % |
| Minority interest | 0,0 % | 0,1 % | 0,2 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % |
| Jahresüberschuss | 0,4 % | 0,9 % | 1,7 % | 0,8 % | 0,7 % | 0,9 % | 1,1 % |

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

Bilanz CANCOM

in EUR Mio.

| | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009e | 2010e | 2011e |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Aktiva | | | | | | | |
| Immaterielle Vermögensgegenstände | 16,8 | 20,2 | 25,7 | 28,3 | 28,9 | 29,3 | 29,9 |
| davon übrige imm. VG | 0,1 | 1,2 | 3,8 | 4,5 | 5,1 | 5,5 | 6,1 |
| davon Geschäfts- oder Firmenwert | 16,7 | 19,0 | 21,9 | 23,8 | 23,8 | 23,8 | 23,8 |
| Sachanlagen | 8,0 | 8,6 | 3,0 | 5,4 | 5,5 | 7,5 | 7,5 |
| Finanzanlagen | 0,2 | 0,1 | 0,6 | 1,1 | 1,1 | 1,1 | 1,1 |
| Anlagevermögen | 25,0 | 28,8 | 29,3 | 34,8 | 35,5 | 37,9 | 38,5 |
| Vorräte | 9,7 | 8,7 | 9,5 | 11,2 | 10,6 | 12,3 | 12,7 |
| Forderungen aus Lieferungen und Leistungen | 19,5 | 36,0 | 39,3 | 44,2 | 46,6 | 55,2 | 58,9 |
| Sonstige Vermögensgegenstände | 4,0 | 5,6 | 10,6 | 12,2 | 12,2 | 12,2 | 12,2 |
| Liquide Mittel | 11,9 | 7,3 | 11,8 | 18,3 | 18,4 | 11,9 | 11,9 |
| Umlaufvermögen | 45,1 | 57,6 | 71,1 | 85,8 | 87,7 | 91,5 | 95,7 |
| Bilanzsumme (Aktiva) | 70,1 | 86,5 | 100 | 121 | 123 | 129 | 134 |
| Passiva | | | | | | | |
| Gezeichnetes Kapital | 9,6 | 10,4 | 10,4 | 10,4 | 10,4 | 10,4 | 10,4 |
| Kapitalrücklage | 13,8 | 15,4 | 15,4 | 15,4 | 15,4 | 15,4 | 15,4 |
| Gewinnrücklagen | 3,6 | 6,0 | 10,7 | 13,4 | 16,2 | 18,7 | 22,5 |
| Sonstige Eigenkapitalkomponenten | -0,2 | -0,1 | -0,3 | -0,3 | -0,9 | -2,4 | -2,4 |
| Buchwert | 26,9 | 31,7 | 36,3 | 38,9 | 41,1 | 42,1 | 45,9 |
| Anteile Dritter | 0,0 | 1,7 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Eigenkapital | 26,9 | 33,4 | 36,3 | 38,9 | 41,1 | 42,1 | 45,9 |
| Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen | 0,3 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 |
| Rückstellungen gesamt | 2,9 | 7,5 | 8,1 | 3,3 | 3,3 | 3,3 | 3,3 |
| Zinstragende Verbindlichkeiten | 11,8 | 13,2 | 19,6 | 22,1 | 21,8 | 20,8 | 19,8 |
| Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen | 22,9 | 26,2 | 30,0 | 40,5 | 39,8 | 46,0 | 48,0 |
| Sonstige Verbindlichkeiten | 5,6 | 6,2 | 6,5 | 15,8 | 17,3 | 17,3 | 17,3 |
| Verbindlichkeiten | 43,2 | 53,1 | 64,2 | 81,8 | 82,2 | 87,3 | 88,3 |
| Bilanzsumme (Passiva) | 70,1 | 86,5 | 100 | 121 | 123 | 129 | 134 |

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

Bilanz CANCOM

in % der Bilanzsumme

| | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009e | 2010e | 2011e |
|--|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Aktiva | | | | | | | |
| Immaterielle Vermögensgegenstände | 24,0 % | 23,3 % | 25,6 % | 23,5 % | 23,5 % | 22,7 % | 22,3 % |
| davon übrige imm. VG | 0,2 % | 1,4 % | 3,8 % | 3,8 % | 4,1 % | 4,3 % | 4,6 % |
| davon Geschäfts- oder Firmenwert | 23,8 % | 22,0 % | 21,8 % | 19,7 % | 19,3 % | 18,4 % | 17,7 % |
| Sachanlagen | 11,5 % | 9,9 % | 3,0 % | 4,5 % | 4,5 % | 5,8 % | 5,6 % |
| Finanzanlagen | 0,2 % | 0,1 % | 0,6 % | 0,9 % | 0,9 % | 0,9 % | 0,8 % |
| Anlagevermögen | 35,7 % | 33,4 % | 29,2 % | 28,9 % | 28,8 % | 29,3 % | 28,7 % |
| Vorräte | 13,9 % | 10,1 % | 9,5 % | 9,3 % | 8,6 % | 9,5 % | 9,5 % |
| Forderungen aus Lieferungen und Leistungen | 27,8 % | 41,7 % | 39,2 % | 36,6 % | 37,8 % | 42,7 % | 43,9 % |
| Sonstige Vermögensgegenstände | 5,7 % | 6,5 % | 10,5 % | 10,1 % | 9,9 % | 9,4 % | 9,1 % |
| Liquide Mittel | 16,9 % | 8,4 % | 11,7 % | 15,2 % | 14,9 % | 9,2 % | 8,9 % |
| Umlaufvermögen | 64,3 % | 66,6 % | 70,9 % | 71,1 % | 71,2 % | 70,7 % | 71,3 % |
| Bilanzsumme (Aktiva) | 100,0 % | 100,0 % | 100,0 % | 100,0 % | 100,0 % | 100,0 % | 100,0 % |
| Passiva | | | | | | | |
| Gezeichnetes Kapital | 13,7 % | 12,0 % | 10,4 % | 8,6 % | 8,4 % | 8,0 % | 7,7 % |
| Kapitalrücklage | 19,7 % | 17,9 % | 15,4 % | 12,8 % | 12,5 % | 11,9 % | 11,5 % |
| Gewinnrücklagen | 5,2 % | 7,0 % | 10,7 % | 11,1 % | 13,1 % | 14,5 % | 16,7 % |
| Sonstige Eigenkapitalkomponenten | -0,2 % | -0,2 % | -0,3 % | -0,3 % | -0,8 % | -1,9 % | -1,8 % |
| Buchwert | 38,4 % | 36,7 % | 36,1 % | 32,3 % | 33,3 % | 32,5 % | 34,2 % |
| Anteile Dritter | 0,0 % | 1,9 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % |
| Eigenkapital | 38,4 % | 38,6 % | 36,1 % | 32,2 % | 33,3 % | 32,5 % | 34,2 % |
| Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen | 0,5 % | 0,2 % | 0,2 % | 0,1 % | 0,1 % | 0,1 % | 0,1 % |
| Rückstellungen gesamt | 4,2 % | 8,7 % | 8,0 % | 2,7 % | 2,7 % | 2,6 % | 2,5 % |
| Zinstragende Verbindlichkeiten | 16,9 % | 15,3 % | 19,5 % | 18,3 % | 17,7 % | 16,0 % | 14,7 % |
| Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen | 32,6 % | 30,3 % | 29,9 % | 33,5 % | 32,3 % | 35,6 % | 35,8 % |
| Sonstige Verbindlichkeiten | 8,0 % | 7,2 % | 6,5 % | 13,1 % | 14,0 % | 13,4 % | 12,9 % |
| Verbindlichkeiten | 61,6 % | 61,4 % | 63,9 % | 67,7 % | 66,7 % | 67,5 % | 65,8 % |
| Bilanzsumme (Passiva) | 100,0 % | 100,0 % | 100,0 % | 100,0 % | 100,0 % | 100,0 % | 100,0 % |

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

Kapitalflussrechnung CANCOM

in EUR Mio.

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

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

Kennzahlen CANCOM

| | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009e | 2010e | 2011e |
|--|---------|----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Operative Effizienz | | | | | | | |
| Betriebliche Aufwendungen / Umsatz | 98,4 % | 97,8 % | 97,6 % | 97,4 % | 98,3 % | 98,1 % | 97,8 % |
| Umsatz je Mitarbeiter | 425.045 | 291.890 | 221.966 | 226.620 | 239.884 | 240.000 | 243.981 |
| EBITDA je Mitarbeiter | 7.162 | 6.370 | 6.084 | 6.049 | 4.362 | 4.828 | 5.626 |
| EBIT-Marge | 1,0 % | 1,6 % | 2,1 % | 2,0 % | 1,2 % | 1,4 % | 1,8 % |
| EBITDA / Operating Assets | 26,6 % | 21,8 % | 36,2 % | 50,2 % | 36,0 % | 35,7 % | 39,6 % |
| ROA | 4,0 % | 8,4 % | 16,0 % | 7,7 % | 7,7 % | 10,8 % | 14,6 % |
| Kapitaleffizienz | | | | | | | |
| Plant Turnover | 28,1 | 30,9 | 91,9 | 64,0 | 75,4 | 64,0 | 66,7 |
| Operating Assets Turnover | 15,8 | 10,0 | 13,2 | 18,8 | 19,8 | 17,7 | 17,2 |
| Capital Employed Turnover | 5,4 | 4,9 | 4,3 | 5,4 | 6,3 | 7,3 | 7,3 |
| Kapitalverzinsung | | | | | | | |
| ROCE | 6,1 % | 8,9 % | 10,0 % | 10,9 % | 7,9 % | 10,5 % | 13,3 % |
| EBITDA / Avg. Capital Employed | 9,8 % | 12,1 % | 12,9 % | 14,4 % | 11,6 % | 14,6 % | 17,1 % |
| ROE | 3,7 % | 7,2 % | 12,9 % | 6,9 % | 6,7 % | 9,7 % | 12,3 % |
| Jahresüberschuss / Avg. EK | 3,9 % | 8,0 % | 13,4 % | 7,2 % | 6,9 % | 9,9 % | 12,8 % |
| Fortgeführter Jahresüberschuss / Avg. EK | 4,3 % | 9,2 % | 15,0 % | 12,1 % | 6,9 % | 9,9 % | 12,8 % |
| ROIC | 2,6 % | 5,1 % | 8,1 % | 6,9 % | 4,0 % | 6,0 % | 7,8 % |
| Solvanz | | | | | | | |
| Nettoverschuldung | -0,0 | 5,9 | 7,8 | 3,9 | 3,4 | 8,9 | 7,8 |
| Net Gearing | -0,1 % | 17,7 % | 21,5 % | 9,9 % | 8,3 % | 21,1 % | 17,1 % |
| Buchwert EK / Buchwert Finanzv. | 227,4 % | 252,9 % | 185,2 % | 175,8 % | 188,6 % | 202,9 % | 232,1 % |
| Current ratio | 1,5 | 1,8 | 1,8 | 1,4 | 1,4 | 1,4 | 1,4 |
| Acid Test Ratio | 1,1 | 1,2 | 1,3 | 1,1 | 1,2 | 1,1 | 1,1 |
| EBITDA / Zinsaufwand | 3,6 | 5,4 | 9,0 | 6,5 | 6,3 | 8,8 | 12,1 |
| Netto Zinsdeckung | 2,5 | 4,5 | 8,4 | 6,3 | 4,3 | 6,3 | 9,5 |
| Kapitalfluss | | | | | | | |
| Free Cash Flow | 1,4 | -2,4 | 1,2 | 10,0 | 1,1 | 0,1 | 2,9 |
| Free Cash Flow / Umsatz | 0,6 % | -0,9 % | 0,5 % | 2,9 % | 0,3 % | 0,0 % | 0,6 % |
| Adj. Free Cash Flow | 2,7 | 4,3 | 5,9 | 6,1 | 5,8 | 7,9 | 9,5 |
| Adj. Free Cash Flow / Umsatz | 0,6 % | 1,1 % | 2,0 % | 1,5 % | 0,8 % | 1,0 % | 1,2 % |
| Free Cash Flow / Jahresüberschuss | 136,0 % | -101,2 % | 26,7 % | 369,3 % | 38,6 % | 1,6 % | 52,0 % |
| Zinserträge / Avg. Cash | 1,1 % | 1,4 % | 1,5 % | 1,9 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % |
| Zinsaufwand / Avg. Debt | 10,4 % | 8,6 % | 5,2 % | 6,8 % | 5,5 % | 5,2 % | 4,7 % |
| Ausschüttungsquote | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 56,7 % | 45,6 % | 37,0 % |
| Mittelverwendung | | | | | | | |
| Investitionsquote | 0,5 % | 0,5 % | 1,4 % | 0,8 % | 0,7 % | 0,7 % | 0,6 % |
| Maint. Capex / Umsatz | 0,4 % | 0,4 % | 0,4 % | 0,4 % | 0,4 % | 0,4 % | 0,4 % |
| CAPEX / Abschreibungen | 76,9 % | 85,5 % | 222,3 % | 127,8 % | 127,0 % | 116,0 % | 123,5 % |
| Avg. Working Capital / Umsatz | 3,1 % | 4,6 % | 6,5 % | 4,5 % | 3,4 % | 3,6 % | 4,1 % |
| Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL | 85,2 % | 137,6 % | 131,1 % | 109,1 % | 117,1 % | 120,0 % | 122,7 % |
| Inventory processing period (Tage) | 15,7 | 12,0 | 12,5 | 11,8 | 9,4 | 9,4 | 9,2 |
| Receivables collection period (Tage) | 31,4 | 49,6 | 51,7 | 46,7 | 41,0 | 42,0 | 43,0 |
| Payables payment period (Tage) | 36,9 | 36,1 | 39,4 | 42,7 | 35,0 | 35,0 | 35,0 |
| Cash conversion cycle (Tage) | 10,1 | 24,7 | 23,7 | 13,7 | 13,6 | 14,9 | 15,8 |
| Bewertung | | | | | | | |
| P/B | 1,5 | 1,2 | 1,1 | 1,0 | 1,0 | 1,0 | 0,9 |
| EV/sales | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 |
| EV/EBITDA | 11,7 | 7,7 | 5,9 | 4,8 | 5,9 | 5,2 | 4,2 |
| EV/EBIT | 18,9 | 10,5 | 7,6 | 6,4 | 8,6 | 7,2 | 5,4 |
| EV/FCF | 32,8 | -18,3 | 35,8 | 4,5 | 41,8 | 740,5 | 16,7 |
| P/E | 35,6 | 16,3 | 8,7 | 15,1 | 15,1 | 10,1 | 7,3 |
| P/CF | 15,6 | 8,8 | 6,7 | 5,9 | 6,2 | 6,0 | 5,0 |

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

Free Cash Flow Yield - CANCOM

| Angaben in Mio. EUR | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009e | 2010e | 2011e |
|--------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Jahresüberschuss | 1,0 | 2,4 | 4,7 | 2,7 | 2,7 | 4,1 | 5,6 |
| + Abschreibung + Amortisation | 1,4 | 1,5 | 1,7 | 2,2 | 2,4 | 2,7 | 2,6 |
| - Zinsergebnis (netto) | -1,0 | -0,9 | -0,7 | -1,2 | -1,2 | -1,1 | -1,0 |
| + Steuern | 0,3 | 0,6 | 0,0 | 1,3 | 1,2 | 1,8 | 2,4 |
| - Erhaltungsinvestitionen | 1,0 | 1,1 | 1,2 | 1,3 | 1,7 | 1,8 | 2,0 |
| + Sonstiges | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| = Adjustierter Free Cash Flow | 2,7 | 4,3 | 5,9 | 6,1 | 5,8 | 7,9 | 9,5 |
| Adjustierter Free Cash Flow Yield | 6,1% | 9,7% | 13,1% | 13,5% | 13,2% | 15,8% | 19,6% |
| Fairer Free Cash Flow Yield | 10,0% | 10,0% | 10,0% | 10,0% | 10,0% | 10,0% | 10,0% |
| = Enterprise Value | 44,7 | 44,7 | 44,7 | 44,7 | 44,3 | 49,8 | 48,7 |
| = Fairer Enterprise Value | 27,2 | 43,2 | 58,8 | 60,6 | 58,5 | 78,6 | 95,3 |
| - Nettoverschuldung (Cash) | 3,9 | 3,9 | 3,9 | 3,9 | 3,4 | 8,9 | 7,8 |
| - Pensionsverbindlichkeiten | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 |
| - Sonstige | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| = Faire Marktkapitalisierung | 23,2 | 39,2 | 54,8 | 56,6 | 54,9 | 69,5 | 87,4 |
| Aktienanzahl (Mio.) | 10,4 | 10,4 | 10,4 | 10,4 | 10,4 | 10,4 | 10,4 |
| = Fairer Wert je Aktie (EUR) | 2,24 | 3,78 | 5,27 | 5,44 | 5,29 | 6,69 | 8,41 |
| Premium (-) / Discount (+) in % | -42,9% | -3,7% | 34,5% | 38,9% | 34,8% | 70,7% | 114,5% |

Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)

| | | | | | | | | |
|----------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | 13,0% | 1,63 | 2,82 | 3,97 | 4,10 | 3,99 | 4,95 | 6,29 |
| | 12,0% | 1,80 | 3,08 | 4,33 | 4,47 | 4,35 | 5,43 | 6,88 |
| Fairer | 11,0% | 2,00 | 3,40 | 4,76 | 4,91 | 4,77 | 6,00 | 7,57 |
| Free Cash Flow | 10,0% | 2,24 | 3,78 | 5,27 | 5,44 | 5,29 | 6,69 | 8,41 |
| Yield | 9,0% | 2,53 | 4,24 | 5,90 | 6,09 | 5,91 | 7,53 | 9,43 |
| | 8,0% | 2,89 | 4,82 | 6,69 | 6,90 | 6,69 | 8,58 | 10,70 |
| | 7,0% | 3,36 | 5,56 | 7,70 | 7,94 | 7,70 | 9,93 | 12,34 |

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

DCF Modell - CANCOM

| Angaben in Mio. EUR | 2009e | 2010e | 2011e | 2012e | 2013e | 2014e | 2015e | 2016e | 2017e | 2018e | 2019e | 2020e | 2021e | 2022e |
|-----------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Umsatz | 415,0 | 480,0 | 500,2 | 510,2 | 519,6 | 528,3 | 536,6 | 544,3 | 551,4 | 558,1 | 564,3 | 570,1 | 575,8 | 581,6 |
| Veränderung | 20,1% | 15,7% | 4,2% | 2,0% | 1,8% | 1,7% | 1,6% | 1,4% | 1,3% | 1,2% | 1,1% | 1,0% | 1,0% | 1,0% |
| EBIT | 5,1 | 7,0 | 9,0 | 9,2 | 9,4 | 9,5 | 9,7 | 9,8 | 9,9 | 10,0 | 10,2 | 10,3 | 10,4 | 10,5 |
| EBIT-Marge | 1,2% | 1,4% | 1,8% | 1,8% | 1,8% | 1,8% | 1,8% | 1,8% | 1,8% | 1,8% | 1,8% | 1,8% | 1,8% | 1,8% |
| Steuerquote | 30,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% |
| NOPAT | 2,1 | 3,4 | 6,3 | 6,4 | 6,5 | 6,7 | 6,8 | 6,9 | 6,9 | 7,0 | 7,1 | 7,2 | 7,3 | 7,3 |
| Abschreibungen in % vom Umsatz | 2,4 | 2,7 | 2,6 | 2,6 | 2,6 | 2,6 | 2,7 | 2,7 | 2,8 | 2,8 | 2,8 | 2,9 | 2,9 | 2,9 |
| | 0,6% | 0,6% | 0,5% | 0,5% | 0,5% | 0,5% | 0,5% | 0,5% | 0,5% | 0,5% | 0,5% | 0,5% | 0,5% | 0,5% |
| Liquiditätsveränderung | | | | | | | | | | | | | | |
| - Working Capital | -2,5 | -4,1 | -2,1 | -1,3 | -0,4 | -0,4 | -0,4 | -0,3 | -0,3 | -0,3 | -0,3 | -0,3 | -0,3 | -0,3 |
| - Investitionen | -3,1 | -3,1 | -3,2 | -2,6 | -2,6 | -2,6 | -2,7 | -2,7 | -2,8 | -2,8 | -2,8 | -2,9 | -2,9 | -2,9 |
| Investitionsquote | 0,7% | 0,7% | 0,6% | 0,5% | 0,5% | 0,5% | 0,5% | 0,5% | 0,5% | 0,5% | 0,5% | 0,5% | 0,5% | 0,5% |
| Übriges | -1,4 | -1,5 | 0,0 | -0,2 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Free Cash Flow (WACC-Modell) | -1,0 | -1,1 | 3,6 | 5,0 | 6,1 | 6,3 | 6,4 | 6,5 | 6,6 | 6,7 | 6,8 | 6,9 | 7,0 | 7,1 |

Modellparameter

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

Wertermittlung (Mio. EUR)

| | | | |
|-------------------------|-------------|----------------------------|-------------|
| Barwerte bis 2022 | 34,6 | | |
| Terminal Value | 23,1 | | |
| Verbindlichkeiten | -22,3 | | |
| Liquide Mittel | 20,1 | Aktienzahl (Mio.) | 10,39 |
| Eigenkapitalwert | 55,5 | Wert je Aktie (EUR) | 5,34 |

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Ewiges Wachstum

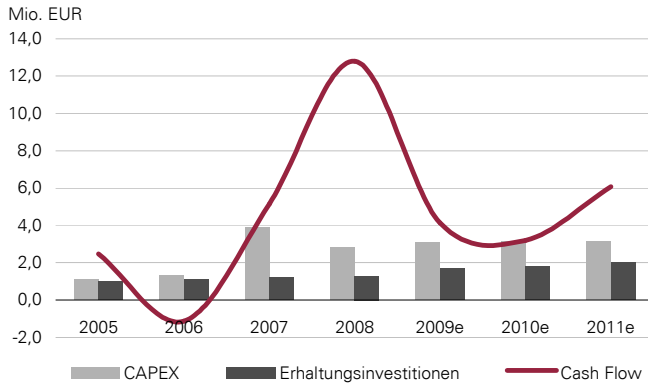
| WACC | 0,25% | 0,50% | 0,75% | 1,00% | 1,25% | 1,50% | 1,75% |
|--------------|-------|-------|-------|-------------|-------|-------|-------|
| 10,82% | 4,54 | 4,58 | 4,62 | 4,67 | 4,71 | 4,76 | 4,81 |
| 10,32% | 4,84 | 4,88 | 4,93 | 4,99 | 5,04 | 5,10 | 5,16 |
| 10,07% | 5,00 | 5,05 | 5,10 | 5,16 | 5,22 | 5,28 | 5,35 |
| 9,82% | 5,17 | 5,22 | 5,28 | 5,34 | 5,40 | 5,47 | 5,55 |
| 9,57% | 5,34 | 5,40 | 5,47 | 5,53 | 5,60 | 5,68 | 5,76 |
| 9,32% | 5,53 | 5,60 | 5,66 | 5,74 | 5,81 | 5,90 | 5,99 |
| 8,82% | 5,94 | 6,02 | 6,10 | 6,19 | 6,28 | 6,38 | 6,49 |

Delta EBIT-Marge

| WACC | -1,5 PP | -1,0 PP | -0,5 PP | 0,0 | +0,5 PP | +1,0 PP | +1,5 PP |
|--------------|---------|---------|---------|-------------|---------|---------|---------|
| 10,82% | n.a. | 1,01 | 2,84 | 4,67 | 6,50 | 8,33 | 10,16 |
| 10,32% | n.a. | 1,14 | 3,06 | 4,99 | 6,91 | 8,83 | 10,75 |
| 10,07% | n.a. | 1,21 | 3,18 | 5,16 | 7,13 | 9,10 | 11,08 |
| 9,82% | n.a. | 1,29 | 3,31 | 5,34 | 7,37 | 9,39 | 11,42 |
| 9,57% | n.a. | 1,36 | 3,45 | 5,53 | 7,62 | 9,70 | 11,78 |
| 9,32% | n.a. | 1,45 | 3,59 | 5,74 | 7,88 | 10,03 | 12,17 |
| 8,82% | n.a. | 1,63 | 3,91 | 6,19 | 8,46 | 10,74 | 13,01 |

Quelle: SES Research

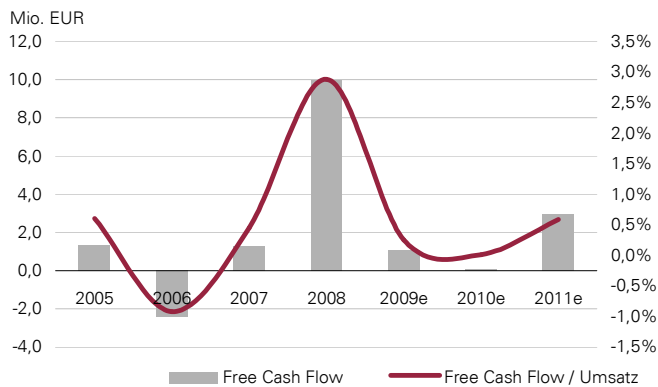
Investitionen und Cash Flow - CANCOM



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

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

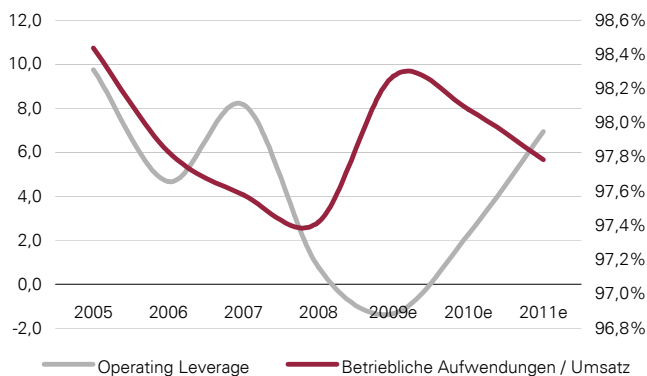
Free Cash Flow Generation - CANCOM



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

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

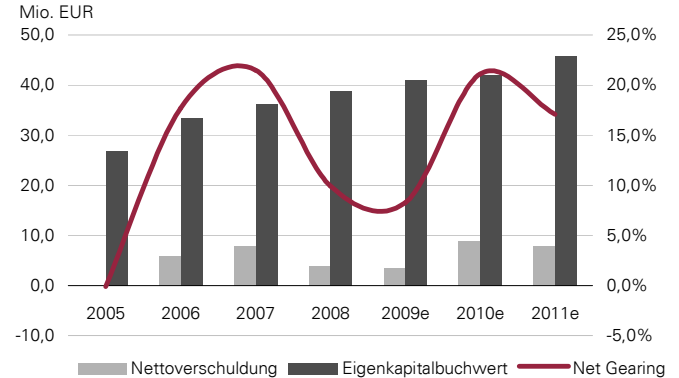
Operating Leverage - CANCOM



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

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

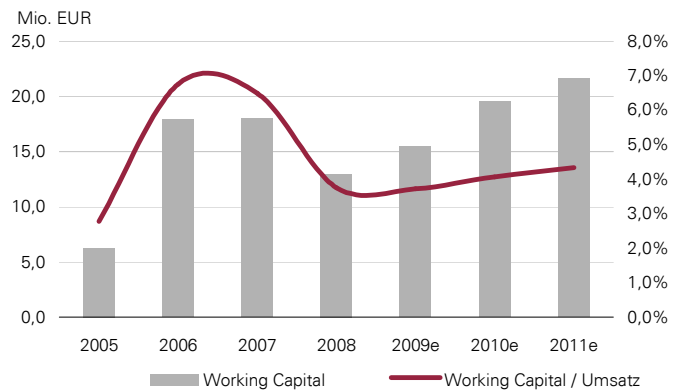
Bilanzqualität - CANCOM



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

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

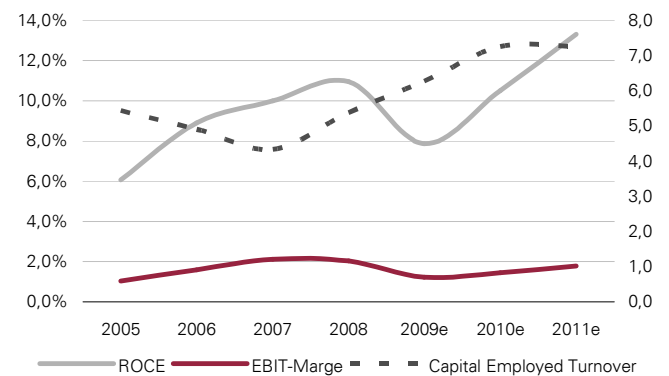
Working Capital - CANCOM



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

- Das Kapital ist hauptsächlich im Working Capital gebunden

ROCE Entwicklung - CANCOM



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

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

Rechtshinweis / Disclaimer

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

Urheberrechte

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

Erklärung gemäß § 34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

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

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

Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht und danach geändert.

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

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

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

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

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

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

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

K Kaufen: Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten steigt.

H Halten: Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten weitestgehend stabil bleibt.

V Verkaufen: Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten fällt.

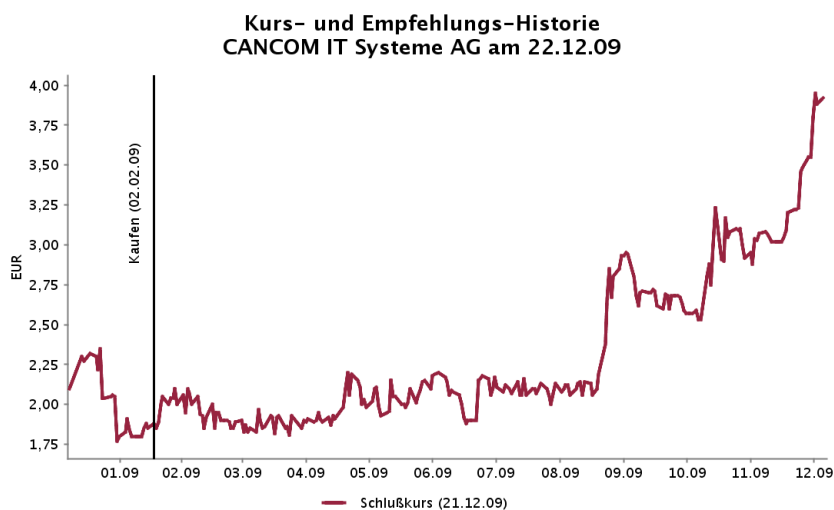
“-“ Empfehlung ausgesetzt: Die Informationslage lässt eine Beurteilung des Unternehmens momentan nicht zu.

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

| Empfehlung | Anzahl Unternehmen | % des Universums |
|------------------|--------------------|------------------|
| Kaufen | 109 | 53% |
| Halten | 62 | 30% |
| Verkaufen | 18 | 9% |
| Empf. ausgesetzt | 15 | 7% |
| Gesamt | 204 | |

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

| Empfehlung | Anzahl Unternehmen | % des Universums |
|------------------|--------------------|------------------|
| Kaufen | 80 | 62% |
| Halten | 35 | 27% |
| Verkaufen | 4 | 3% |
| Empf. ausgesetzt | 10 | 8% |
| Gesamt | 129 | |



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

SES Research GmbH

SES Research GmbH | Hermannstraße 9 | 20095 Hamburg

Tel.: +49 40 309537 - 0 | Fax: +49 40 309537 - 110 | info@ses.de | www.ses.de

SES | RESEARCH
 Ein Unternehmen der Warburg Gruppe

Analyse

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

M.M. Warburg & CO KGaA

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

Tel.: +49 40 3282 - 0 | Fax: +49 40 3618 - 1000 | info@mmwarburg.com | www.mmwarburg.com


M. M. WARBURG & CO
 1798

Institutional Sales

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