

<b>Buy</b>  <b>EUR 26,50</b> (EUR 26,00)  Kurs <b>EUR 22,78</b> <b>Upside 16,4 %</b>	<b>Wertindikatoren:</b> EUR DCF: 26,80 FCF-Value Potential: 29,00	<b>Aktien Daten:</b> Bloomberg: COK GR Reuters: COKG ISIN: DE0005419105	<b>Beschreibung:</b> Eines der drei größten unabhängigen Systemhäuser in Deutschland
	<b>Markt Snapshot:</b> EUR Mio. Marktkapitalisierung: 260,3 Aktienanzahl (Mio.): 11,4 EV: 227,1 Freefloat MC: 249,9 Ø Trad. Vol. (30T): 1,51 Mio.	<b>Aktionäre:</b> Freefloat 96,0 % Klaus Weinmann (CEO) 2,0 % S. Kober (Aufsichtsrat) 2,0 %	<b>Risikoprofil (WRe):</b> 2013e Beta: 1,3 KBV: 3,1 x EK-Quote: 41 % Net Fin. Debt / EBITDA: -1,0 x Net Debt / EBITDA: -1,0 x

## Wertsteigernde Akquisition stärkt Dienstleistungsgeschäft

CANCOM hat die Akquisition der **on line Datensysteme GmbH** zum 30. September 2013 angekündigt. Das Unternehmen hat seinen Sitz in Berlin und hat verschiedene Servicestandorte in Deutschland. on line Datensysteme GmbH ist ein IT-Systemhaus mit einem **lösungsorientierten Ansatz**. Das Service-Angebot umfasst Beratung, Integration & Implementierung, IT-Sourcing, Services und Unterstützung im Bereich IT-Infrastruktur. Demzufolge sind die Investitionsanforderungen bei diesem Geschäftsmodell gering (ca. 1-1,5% des Umsatzes).

In 2012 erzielte das Unternehmen einen Umsatz von EUR 39,5 Mio. und ein EBITDA von EUR 3,3 Mio. Die Umsätze basieren überwiegend auf mehrjährigen Verträgen mit öffentlichen Auftraggebern, die die wichtigste Kundengruppe darstellen. Wir erwarten von der on line Datensysteme GmbH in naher Zukunft ein zweistelliges Wachstum, hauptsächlich aufgrund der neu gewonnenen Verträge und EBITDA-Margen von 8 bis 10%. Aufgrund der bestehenden Verträge ist die Visibilität für 2014 gut und der Umsatz sollte EUR 55 Mio. überschreiten.

Der Kaufpreis wird durch die Ausgabe von 750.000 neuen CANCOM Aktien als Teil einer Kapitalerhöhung durch eine Sacheinlage bezahlt. In 2011 berichtete das Unternehmen ca. EUR 0,5 Mio. an Finanzverbindlichkeiten. Bei einem EBITDA von ca. EUR 4-5 Mio. für 2013 würde der Kaufpreis einen wertsteigernden Multiplikator von ca. 3-4 ergeben, der deutlich unter CANCOMs 2013e von ca. 7 liegt.

Durch die EPS-steigernde Akquisition stärkt CANCOM seine Präsenz in Norddeutschland und im öffentlichen Sektor, erhöht die Margen und erweitert sein Service-Angebot. Die Schätzungen wurden angehoben.

Da CANCOM über eine Nettoliquiditätsposition von über EUR 30 Mio. verfügt, erwarten wir weitere Akquisitionen.

**Die Kaufempfehlung wird bestätigt. Das Kursziel wird auf EUR 26,50 leicht angehoben.**

Schätzungsänderungen:				Kommentar zu den Änderungen:			
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	2013e (alt)	+ / -	2014e (alt)	+ / -	2015e (alt)	+ / -	
<b>Umsatz</b>	580,0	2,2 %	600,3	9,9 %	621,3	11,2 %	■ Die Schätzungen werden angepasst, um die Effekte der Akquisition zu reflektieren ■ Wir erwarten, dass on line Datensysteme Umsätze von über EUR 55 Mio. in 2014e und ein EBITDA von ca. EUR 5,5 Mio. generiert
<b>EBITDA</b>	31,1	3,3 %	34,4	16,8 %	39,4	14,0 %	
<b>EBIT</b>	23,0	4,4 %	26,1	21,3 %	30,9	17,2 %	
<b>EPS</b>	1,35	4,4 %	1,57	14,0 %	1,86	10,2 %	

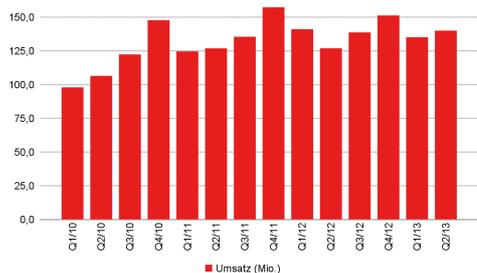


Rel. Performance vs TecDAX:	
1 Monat:	1,3 %
6 Monate:	35,2 %
Jahresverlauf:	38,0 %
Letzte 12 Monate:	54,4 %

Unternehmenstermine:	
08.10.13	RS CGN/DUS
08.11.13	Q3

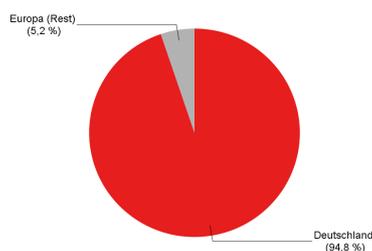
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (12-15e)	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
<b>Umsatz</b>	7,4 %	422,5	474,6	544,4	558,1	593,0	660,0	691,0
Veränd. Umsatz yoy		16,0 %	12,3 %	14,7 %	2,5 %	6,3 %	11,3 %	4,7 %
<b>Rohertragsmarge</b>		27,6 %	29,4 %	29,1 %	29,7 %	31,7 %	31,1 %	31,2 %
<b>EBITDA</b>	16,9 %	10,4	19,0	25,0	28,1	32,2	40,1	44,9
Marge		2,5 %	4,0 %	4,6 %	5,0 %	5,4 %	6,1 %	6,5 %
<b>EBIT</b>	20,5 %	7,0	15,2	18,5	20,7	24,1	31,6	36,2
Marge		1,6 %	3,2 %	3,4 %	3,7 %	4,1 %	4,8 %	5,2 %
<b>Nettoergebnis</b>	29,6 %	5,1	7,8	11,5	11,5	16,1	21,8	25,0
<b>EPS</b>	23,4 %	0,49	0,76	1,11	1,09	1,41	1,79	2,05
<b>EPS adj.</b>	23,4 %	0,49	0,77	1,11	1,09	1,41	1,79	2,05
<b>DPS</b>	0,0 %	0,15	0,15	0,30	0,35	0,35	0,35	0,35
Dividendenrendite		6,4 %	2,2 %	3,4 %	2,9 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %
<b>FCFPS</b>		0,58	0,86	1,67	0,34	0,63	1,44	1,79
<b>EV / Umsatz</b>		0,0 x	0,1 x	0,1 x	0,2 x	0,4 x	0,3 x	0,3 x
<b>EV / EBITDA</b>		2,0 x	3,7 x	2,9 x	3,5 x	7,1 x	5,7 x	4,7 x
<b>EV / EBIT</b>		3,0 x	4,6 x	3,9 x	4,7 x	9,4 x	7,3 x	5,9 x
<b>KGV</b>		4,8 x	9,0 x	8,0 x	11,0 x	16,2 x	12,7 x	11,1 x
<b>KGV ber.</b>		4,8 x	8,9 x	8,0 x	11,0 x	16,2 x	12,7 x	11,1 x
<b>FCF Yield Potential</b>		27,0 %	9,1 %	15,7 %	9,8 %	7,2 %	9,6 %	11,6 %
<b>Nettoverschuldung</b>		-3,5	-0,8	-20,5	-29,1	-33,2	-47,2	-65,2
<b>ROE</b>		12,2 %	16,5 %	20,6 %	16,2 %	19,6 %	23,4 %	22,1 %
<b>ROCE (NOPAT)</b>		15,1 %	24,1 %	29,0 %	29,1 %	32,4 %	41,8 %	44,6 %
<b>Guidance:</b>	Bisher hat das Unternehmen keine Guidance für 2013 veröffentlicht.							

**Entwicklung Umsatz**  
in Mio. EUR



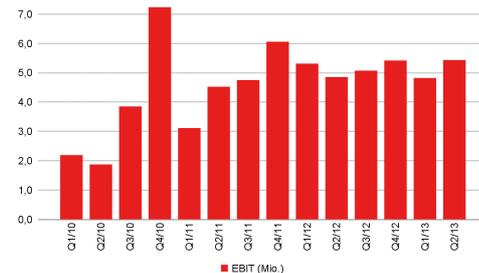
Quelle: Warburg Research

**Umsatz nach Regionen**  
2012; in %



Quelle: Warburg Research

**Entwicklung EBIT**  
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

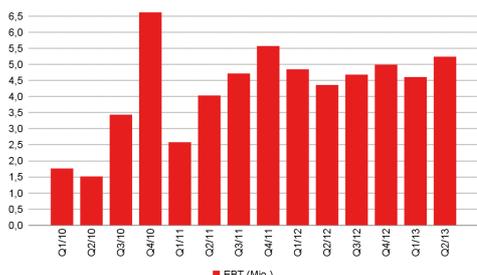
## Unternehmenshintergrund

- 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 und Österreich. Mehr als die Hälfte der Mitarbeiter sind im Dienstleistungsbereich tätig.

## Wettbewerbsqualität

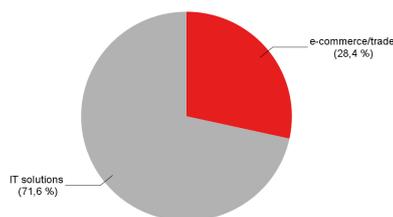
- Der deutsche Systemhausmarkt ist wettbewerbsintensiv und stark fragmentiert. Als eines der größten Systemhäuser Deutschlands erreicht CANCOM Wettbewerbsvorteile gegenüber den meist kleineren Marktteilnehmern durch...
- ...günstige Einkaufskonditionen.
- ...das breite Produkt- und Dienstleistungsspektrum 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 Angebotsspektrum auszubauen.

**Entwicklung EBT**  
in Mio. EUR



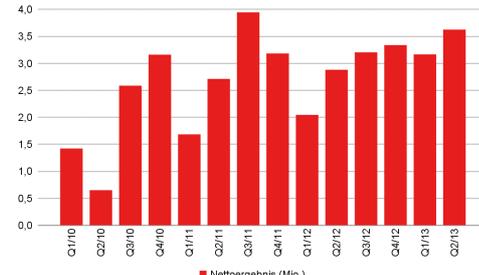
Quelle: Warburg Research

**Umsatz nach Segmenten**  
2012; in %



Quelle: Warburg Research

**Entwicklung Jahresüberschuss**  
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

## DCF Modell

Kennzahlen in EUR Mio.	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	
Umsatz	593,0	660,0	691,0	711,7	732,0	751,8	771,2	790,0	808,4	826,2	843,5	860,3	877,5	
Umsatzwachstum	6,3 %	11,3 %	4,7 %	3,0 %	2,9 %	2,7 %	2,6 %	2,4 %	2,3 %	2,2 %	2,1 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
EBIT	24,1	31,6	36,2	35,6	36,6	37,6	38,6	39,5	40,4	41,3	42,2	43,0	43,9	
EBIT-Marge	4,1 %	4,8 %	5,2 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	
Steuerquote (EBT)	31,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	31,0 %	
NOPAT	16,6	22,1	25,3	24,9	25,6	26,3	27,0	27,7	28,3	28,9	29,5	30,1	30,3	
Abschreibungen	8,1	8,5	8,7	10,7	11,0	11,3	11,6	11,9	12,1	12,4	12,7	12,9	13,2	
Abschreibungsquote	1,4 %	1,3 %	1,3 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	
Veränd. Rückstellungen	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	7,4	3,1	1,4	-3,4	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	
- Investitionen	9,5	9,7	10,5	11,7	12,1	12,4	12,7	13,0	13,3	13,6	13,9	14,2	14,5	
Investitionsquote	1,6 %	1,5 %	1,5 %	1,7 %	1,7 %	1,7 %	1,7 %	1,7 %	1,7 %	1,7 %	1,7 %	1,7 %	1,7 %	
Sonstiges	0,0	0,0	0,0	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)	7,7	17,8	22,1	27,2	23,8	24,5	25,1	25,8	26,4	27,0	27,6	28,2	28,3	29
Barwert FCF	7,6	16,2	18,3	20,6	16,5	15,5	14,5	13,6	12,8	11,9	11,1	10,4	9,5	131
Anteil der Barwerte	13,61 %			44,09 %										42,30 %

## Modell-Parameter

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	0,00 %	Finanzielle Stabilität	1,30
Fremdkapitalzins	2,8 %	Liquidität	1,00
Marktrendite	8,00 %	Zyklizität	1,30
Risikofreie Rendite	2,50 %	Transparenz	1,30
		Sonstiges	1,40
<b>WACC</b>	<b>9,43 %</b>	<b>Beta</b>	<b>1,26</b>

## Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2025e	179		
Terminal Value	131		
Zinstr. Verbindlichkeiten	5		
Pensionsrückstellungen	0		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	0		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	22	Aktienzahl (Mio.)	12,2
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>326</b>	<b>Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>26,78</b>

## Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Beta	WACC	Ewiges Wachstum							Beta	WACC	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 pp	+0,5 pp	+1,0 pp	+1,5 pp
1,44	10,4 %	23,10	23,32	23,55	23,79	24,05	24,33	24,62	1,44	10,4 %	16,27	18,78	21,28	23,79	26,30	28,81	31,31
1,35	9,9 %	24,37	24,62	24,90	25,19	25,50	25,83	26,19	1,35	9,9 %	17,22	19,88	22,53	25,19	27,85	30,50	33,16
1,31	9,7 %	25,06	25,34	25,64	25,96	26,30	26,66	27,05	1,31	9,7 %	17,74	20,48	23,22	25,96	28,70	31,44	34,17
1,26	9,4 %	25,79	26,10	26,43	26,78	27,15	27,55	27,98	1,26	9,4 %	18,30	21,12	23,95	26,78	29,60	32,43	35,26
1,21	9,2 %	26,57	26,91	27,27	27,65	28,07	28,51	28,99	1,21	9,2 %	18,89	21,81	24,73	27,65	30,57	33,49	36,41
1,17	8,9 %	27,40	27,77	28,17	28,59	29,05	29,54	30,07	1,17	8,9 %	19,53	22,55	25,57	28,59	31,61	34,63	37,65
1,08	8,4 %	29,24	29,69	30,17	30,69	31,25	31,86	32,52	1,08	8,4 %	20,96	24,20	27,45	30,69	33,94	37,18	40,42

- 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.	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e	
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	5,1	7,9	11,7	11,6	16,1	21,8	25,0	
+ Abschreibung + Amortisation	3,4	3,8	6,6	7,4	8,1	8,5	8,7	
- Zinsergebnis (netto)	-1,3	-1,8	-1,6	-1,8	-0,7	-0,5	-0,5	
- Erhaltungsinvestitionen	4,2	7,2	8,5	11,3	8,6	8,7	9,5	
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
<b>= Free Cash Flow Potential</b>	<b>5,6</b>	<b>6,4</b>	<b>11,3</b>	<b>9,5</b>	<b>16,4</b>	<b>22,1</b>	<b>24,7</b>	
Free Cash Flow Yield Potential	27,0 %	9,1 %	15,7 %	9,8 %	7,2 %	9,6 %	11,6 %	
WACC	9,43 %	9,43 %	9,43 %	9,43 %	9,43 %	9,43 %	9,43 %	
<b>= Enterprise Value (EV)</b>	<b>20,8</b>	<b>69,8</b>	<b>72,2</b>	<b>97,3</b>	<b>227,1</b>	<b>230,2</b>	<b>212,2</b>	
<b>= Fair Enterprise Value</b>	<b>59,5</b>	<b>67,4</b>	<b>120,1</b>	<b>100,8</b>	<b>173,6</b>	<b>234,0</b>	<b>262,1</b>	
- Nettoverschuldung (Liquidität)	-29,2	-29,2	-29,2	-29,2	-33,2	-47,2	-65,2	
- Pensionsverbindlichkeiten	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	
- Sonstige	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Marktwert Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ Marktwert wichtiger Beteiligungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
<b>= Faire Marktkapitalisierung</b>	<b>88,6</b>	<b>96,5</b>	<b>149,2</b>	<b>129,9</b>	<b>206,8</b>	<b>281,2</b>	<b>327,2</b>	
Anzahl Aktien (gesamt) (Mio.)	11,4	11,4	11,4	11,4	11,4	11,4	11,4	
<b>= Fairer Wert je Aktie (EUR) (EUR)</b>	<b>7,75</b>	<b>8,44</b>	<b>13,06</b>	<b>11,36</b>	<b>18,09</b>	<b>24,60</b>	<b>28,63</b>	
Premium (-) / Discount (+) in %					-20,6 %	8,0 %	25,7 %	
<b>Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)</b>								
	12,43 %	6,49	7,02	10,52	9,24	14,43	19,66	23,10
	11,43 %	6,84	7,41	11,22	9,82	15,43	21,02	24,62
	10,43 %	7,25	7,88	12,05	10,52	16,63	22,64	26,43
WACC	<b>9,43 %</b>	<b>7,75</b>	<b>8,44</b>	<b>13,06</b>	<b>11,36</b>	<b>18,09</b>	<b>24,60</b>	<b>28,63</b>
	8,43 %	8,36	9,14	14,30	12,41	19,89	27,03	31,35
	7,43 %	9,15	10,03	15,89	13,74	22,18	30,11	34,80
	6,43 %	10,17	11,20	17,96	15,48	25,18	34,15	39,33

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

**Wertermittlung**

	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
KBV	0,6 x	1,4 x	1,5 x	1,6 x	3,1 x	2,7 x	2,2 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	1,19	0,81	2,03	3,72	4,63	5,93	7,75
EV / Umsatz	0,0 x	0,1 x	0,1 x	0,2 x	0,4 x	0,3 x	0,3 x
EV / EBITDA	2,0 x	3,7 x	2,9 x	3,5 x	7,1 x	5,7 x	4,7 x
EV / EBIT	3,0 x	4,6 x	3,9 x	4,7 x	9,4 x	7,3 x	5,9 x
EV / EBIT adj.*	3,0 x	4,6 x	3,9 x	4,7 x	9,4 x	7,3 x	5,9 x
Kurs / FCF	4,0 x	8,0 x	5,3 x	35,1 x	36,8 x	15,9 x	12,7 x
KGV	4,8 x	9,0 x	8,0 x	11,0 x	16,2 x	12,7 x	11,1 x
KGV ber.*	4,8 x	8,9 x	8,0 x	11,0 x	16,2 x	12,7 x	11,1 x
Dividendenrendite	6,4 %	2,2 %	3,4 %	2,9 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %
Free Cash Flow Yield Potential	27,0 %	9,1 %	15,7 %	9,8 %	7,2 %	9,6 %	11,6 %
*Adjustiert um:	-						

## GuV

In EUR Mio.	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
<b>Umsatz</b>	<b>422,5</b>	<b>474,6</b>	<b>544,4</b>	<b>558,1</b>	<b>593,0</b>	<b>660,0</b>	<b>691,0</b>
Veränd. Umsatz yoy	16,0 %	12,3 %	14,7 %	2,5 %	6,3 %	11,3 %	4,7 %
Bestandsveränderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktivierete Eigenleistungen	1,0	1,3	0,9	2,5	1,5	1,2	1,2
<b>Gesamterlöse</b>	<b>423,4</b>	<b>475,8</b>	<b>545,3</b>	<b>560,6</b>	<b>594,5</b>	<b>661,2</b>	<b>692,2</b>
Materialaufwand	306,8	336,3	386,6	395,1	406,5	456,1	476,8
<b>Rohertrag</b>	<b>116,6</b>	<b>139,5</b>	<b>158,7</b>	<b>165,5</b>	<b>188,0</b>	<b>205,1</b>	<b>215,4</b>
<i>Rohertragsmarge</i>	27,6 %	29,4 %	29,1 %	29,7 %	31,7 %	31,1 %	31,2 %
Personalaufwendungen	82,8	97,0	108,0	112,4	130,0	132,0	136,0
Sonstige betriebliche Erträge	2,7	3,4	0,7	0,6	3,0	3,3	3,5
Sonstige betriebliche Aufwendungen	26,1	26,9	26,4	25,8	28,8	36,3	38,0
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>10,4</b>	<b>19,0</b>	<b>25,0</b>	<b>28,1</b>	<b>32,2</b>	<b>40,1</b>	<b>44,9</b>
<i>Marge</i>	2,5 %	4,0 %	4,6 %	5,0 %	5,4 %	6,1 %	6,5 %
Abschreibungen auf Sachanlagen	2,4	2,1	2,8	4,0	4,5	4,7	4,8
<b>EBITA</b>	<b>7,9</b>	<b>16,9</b>	<b>22,2</b>	<b>24,0</b>	<b>27,7</b>	<b>35,4</b>	<b>40,1</b>
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,9	1,7	3,7	3,4	3,6	3,8	3,9
Goodwill-Abschreibung	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>7,0</b>	<b>15,2</b>	<b>18,5</b>	<b>20,7</b>	<b>24,1</b>	<b>31,6</b>	<b>36,2</b>
<i>Marge</i>	1,6 %	3,2 %	3,4 %	3,7 %	4,1 %	4,8 %	5,2 %
<b>EBIT adj.</b>	<b>7,0</b>	<b>15,2</b>	<b>18,5</b>	<b>20,7</b>	<b>24,1</b>	<b>31,6</b>	<b>36,2</b>
Zinserträge	0,2	0,1	0,3	0,4	0,3	0,3	0,3
Zinsaufwendungen	1,5	2,0	2,2	2,1	1,0	0,8	0,8
Sonstiges Finanzergebnis	0,0	0,0	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>5,7</b>	<b>13,3</b>	<b>16,9</b>	<b>18,9</b>	<b>23,4</b>	<b>31,1</b>	<b>35,7</b>
<i>Marge</i>	1,3 %	2,8 %	3,1 %	3,4 %	3,9 %	4,7 %	5,2 %
Steuern gesamt	0,6	3,7	4,9	6,6	7,2	9,3	10,7
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>5,1</b>	<b>9,6</b>	<b>12,0</b>	<b>12,3</b>	<b>16,1</b>	<b>21,8</b>	<b>25,0</b>
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0,0	-1,7	-0,3	-0,7	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>5,1</b>	<b>7,9</b>	<b>11,7</b>	<b>11,6</b>	<b>16,1</b>	<b>21,8</b>	<b>25,0</b>
Minderheitenanteile	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0
<b>Nettoergebnis</b>	<b>5,1</b>	<b>7,8</b>	<b>11,5</b>	<b>11,5</b>	<b>16,1</b>	<b>21,8</b>	<b>25,0</b>
<i>Marge</i>	1,2 %	1,6 %	2,1 %	2,1 %	2,7 %	3,3 %	3,6 %
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	10,4	10,3	10,4	10,6	11,4	12,2	12,2
<b>EPS</b>	<b>0,49</b>	<b>0,76</b>	<b>1,11</b>	<b>1,09</b>	<b>1,41</b>	<b>1,79</b>	<b>2,05</b>
EPS adj.	0,49	0,77	1,11	1,09	1,41	1,79	2,05

\*Adjustiert um:

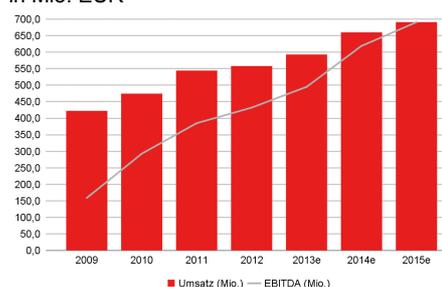
**Guidance: Bisher hat das Unternehmen keine Guidance für 2013 veröffentlicht.**

## Kennzahlen

	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	97,8 %	96,3 %	95,6 %	95,4 %	94,8 %	94,1 %	93,7 %
Operating Leverage	1,9 x	9,6 x	1,5 x	4,8 x	2,6 x	2,8 x	3,0 x
EBITDA / Interest expenses	7,1 x	9,7 x	11,2 x	13,1 x	32,2 x	50,2 x	56,1 x
Steuerquote (EBT)	9,8 %	28,1 %	28,8 %	35,0 %	31,0 %	30,0 %	30,0 %
Ausschüttungsquote	30,5 %	16,1 %	25,9 %	30,2 %	24,8 %	19,6 %	17,1 %
Umsatz je Mitarbeiter	237.748	248.075	267.377	273.569	269.545	286.957	287.917

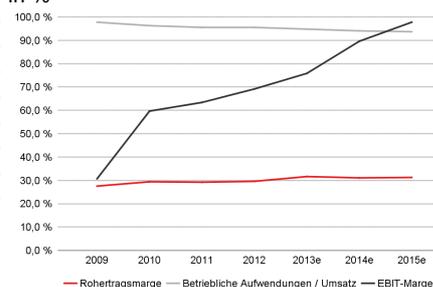
## Umsatz, EBITDA

in Mio. EUR

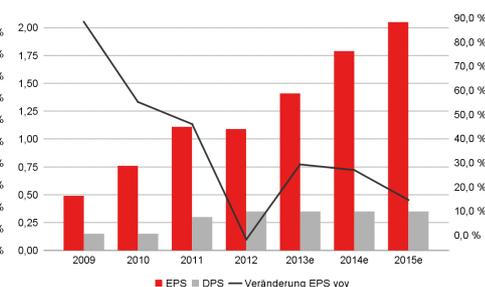


## Operative Performance

in %



## Ergebnis je Aktie



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

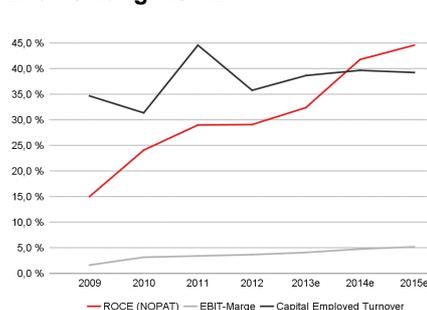
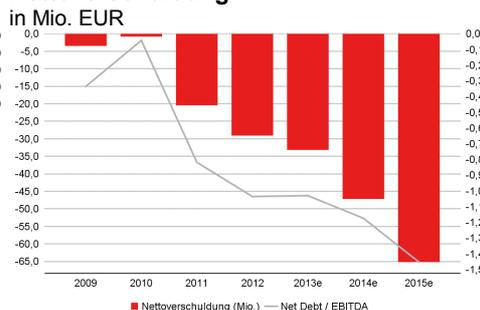
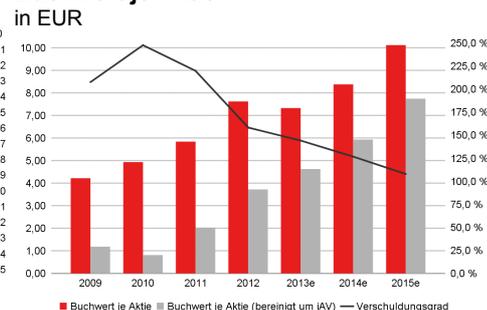
Quelle: Warburg Research

**Bilanz**

In EUR Mio.	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	31,5	42,5	39,6	41,2	30,9	29,8	28,9
davon übrige imm. VG	0,7	1,8	3,8	6,1	5,5	4,4	3,5
davon Geschäfts- oder Firmenwert	24,8	23,7	23,7	24,3	24,3	24,3	24,3
Sachanlagen	6,5	9,7	12,9	17,6	19,6	21,9	24,6
Finanzanlagen	1,0	3,3	1,4	1,8	1,8	1,8	1,8
Sonstiges langfristiges Vermögen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Anlagevermögen</b>	<b>39,1</b>	<b>55,5</b>	<b>53,8</b>	<b>60,6</b>	<b>52,3</b>	<b>53,5</b>	<b>55,3</b>
Vorräte	13,6	14,1	15,6	9,4	11,9	13,2	13,8
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	47,2	68,0	72,2	88,3	89,4	99,5	104,1
Liquide Mittel	25,8	31,5	46,4	44,6	45,9	59,9	77,9
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	9,2	8,4	6,8	5,7	5,7	5,7	5,7
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>95,9</b>	<b>122,0</b>	<b>141,0</b>	<b>148,1</b>	<b>152,9</b>	<b>178,3</b>	<b>201,5</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>134,9</b>	<b>177,4</b>	<b>194,9</b>	<b>208,6</b>	<b>205,2</b>	<b>231,8</b>	<b>256,8</b>
<b>Passiva</b>							
Gezeichnetes Kapital	10,4	10,4	10,4	11,4	11,4	11,4	11,4
Kapitalrücklage	15,4	15,9	15,9	26,1	26,1	26,1	26,1
Gewinnrücklagen	18,5	24,8	34,7	43,1	55,5	73,3	94,0
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	-0,4	-0,1	-0,3	0,0	-9,2	-8,7	-8,2
Buchwert	43,9	50,9	60,7	80,6	83,8	102,1	123,3
Anteile Dritter	0,0	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
<b>Eigenkapital</b>	<b>43,9</b>	<b>51,0</b>	<b>60,9</b>	<b>80,8</b>	<b>84,0</b>	<b>102,3</b>	<b>123,5</b>
Rückstellungen gesamt	4,4	3,3	7,7	5,2	5,1	5,1	5,1
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	22,3	30,6	25,9	15,4	12,7	12,7	12,7
davon kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	0,7	1,2	10,6	3,4	3,4	3,4	3,4
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	47,9	64,4	72,9	76,9	73,1	81,4	85,2
Sonstige Verbindlichkeiten	16,5	28,1	27,6	30,3	30,3	30,3	30,3
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>91,0</b>	<b>126,4</b>	<b>134,0</b>	<b>127,9</b>	<b>121,2</b>	<b>129,5</b>	<b>133,3</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>134,9</b>	<b>177,4</b>	<b>194,9</b>	<b>208,6</b>	<b>205,2</b>	<b>231,8</b>	<b>256,8</b>

**Kennzahlen**

	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
<b>Kapitaleffizienz</b>							
Operating Assets Turnover	23,1 x	18,4 x	21,0 x	16,1 x	13,4 x	13,3 x	12,9 x
Capital Employed Turnover	10,5 x	9,5 x	13,5 x	10,8 x	11,7 x	12,0 x	11,8 x
ROA	13,0 %	14,1 %	21,4 %	18,9 %	30,8 %	40,8 %	45,1 %
<b>Kapitalverzinsung</b>							
ROCE (NOPAT)	15,1 %	24,1 %	29,0 %	29,1 %	32,4 %	41,8 %	44,6 %
ROE	12,2 %	16,5 %	20,6 %	16,2 %	19,6 %	23,4 %	22,1 %
Adj. ROE	12,2 %	16,7 %	20,6 %	16,2 %	19,6 %	23,4 %	22,1 %
<b>Bilanzqualität</b>							
Nettoverschuldung	-3,5	-0,8	-20,5	-29,1	-33,2	-47,2	-65,2
Nettofinanzverschuldung	-3,5	-0,9	-20,5	-29,2	-33,2	-47,2	-65,2
Net Gearing	-7,9 %	-1,6 %	-33,6 %	-36,0 %	-39,5 %	-46,1 %	-52,8 %
Net Fin. Debt / EBITDA	-33,8 %	-4,8 %	-82,2 %	-104,1 %	-103,2 %	-117,6 %	-145,4 %
Buchwert je Aktie	4,2	4,9	5,8	7,6	7,3	8,4	10,1
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	1,2	0,8	2,0	3,7	4,6	5,9	7,7

**Entwicklung ROCE****Nettoverschuldung****Buchwert je Aktie**

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

**Cash flow**

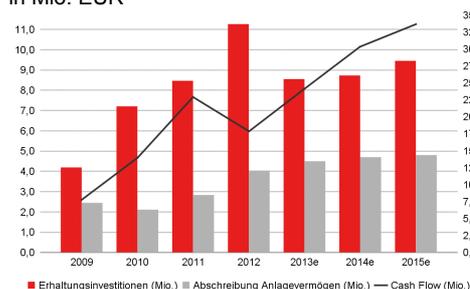
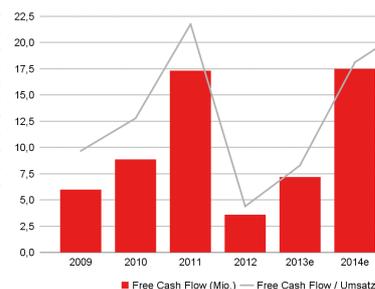
In EUR Mio.	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	5,6	7,9	11,7	11,6	16,1	21,8	25,0
Abschreibung Anlagevermögen	2,4	2,1	2,8	4,0	4,5	4,7	4,8
Amortisation Goodwill	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,9	1,7	3,7	3,4	3,6	3,8	3,9
Veränderung langfristige Rückstellungen	-0,2	0,3	0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-0,9	2,0	4,6	-1,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow</b>	<b>7,8</b>	<b>14,0</b>	<b>22,9</b>	<b>17,9</b>	<b>24,1</b>	<b>30,3</b>	<b>33,7</b>
Veränderung Vorräte	-0,9	0,5	-6,3	6,3	-2,5	-1,3	-0,6
Veränderung Forderungen aus L+L	0,8	-14,7	-5,2	-16,4	-1,1	-10,1	-4,6
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	2,7	17,2	15,3	8,4	-3,8	8,3	3,8
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital (gesamt)	2,9	2,9	3,8	-1,8	-7,4	-3,1	-1,4
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit</b>	<b>10,7</b>	<b>16,9</b>	<b>26,7</b>	<b>16,1</b>	<b>16,7</b>	<b>27,2</b>	<b>32,3</b>
Investitionen in iAV	-1,4	-3,0	-2,8	-1,1	-3,0	-2,7	-3,0
Investitionen in Sachanlagen	-3,3	-5,0	-6,6	-11,4	-6,5	-7,0	-7,5
Zugänge aus Akquisitionen	1,4	-9,7	-3,6	-0,6	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	0,7	0,5	5,1	2,5	0,5	0,5	0,5
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-2,6</b>	<b>-17,3</b>	<b>-7,9</b>	<b>-10,6</b>	<b>-9,0</b>	<b>-9,2</b>	<b>-10,0</b>
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	0,3	8,3	-4,3	-13,2	-2,7	0,0	0,0
Dividende Vorjahr	0,0	-1,5	-1,6	-3,3	-3,7	-4,0	-4,3
Erwerb eigener Aktien	-0,2	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	0,0	0,0	11,4	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	-1,2	-1,5	0,1	-0,3	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>-1,1</b>	<b>5,9</b>	<b>-5,8</b>	<b>-5,3</b>	<b>-6,4</b>	<b>-4,0</b>	<b>-4,3</b>
Veränderung liquide Mittel	6,9	5,5	13,0	0,2	1,3	14,0	18,0
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Endbestand liquide Mittel</b>	<b>25,8</b>	<b>31,5</b>	<b>44,5</b>	<b>44,6</b>	<b>45,9</b>	<b>59,9</b>	<b>77,9</b>

**Kennzahlen**

	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
<b>Kapitalfluss</b>							
Free Cash Flow	6,0	8,9	17,3	3,6	7,2	17,5	21,8
Free Cash Flow / Umsatz	1,4 %	1,9 %	3,2 %	0,6 %	1,2 %	2,7 %	3,1 %
Free Cash Flow Potential	5,6	6,4	11,3	9,5	16,4	22,1	24,7
Free Cash Flow / Umsatz	1,4 %	1,9 %	3,2 %	0,6 %	1,2 %	2,7 %	3,1 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	118,4 %	113,4 %	150,3 %	31,4 %	44,6 %	80,3 %	87,2 %
Zinserträge / Avg. Cash	0,7 %	0,5 %	0,8 %	0,8 %	0,7 %	0,6 %	0,4 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	6,6 %	7,4 %	7,9 %	10,4 %	7,1 %	6,3 %	6,3 %
<b>Verwaltung von Finanzmitteln</b>							
Investitionsquote	1,1 %	1,7 %	1,7 %	2,2 %	1,6 %	1,5 %	1,5 %
Maint. Capex / Umsatz	1,0 %	1,5 %	1,6 %	2,0 %	1,4 %	1,3 %	1,4 %
CAPEX / Abschreibungen	136,9 %	208,3 %	143,6 %	169,0 %	117,3 %	114,1 %	120,7 %
Avg. Working Capital / Umsatz	3,1 %	2,9 %	2,7 %	2,7 %	3,5 %	4,0 %	4,1 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	98,6 %	105,6 %	99,0 %	114,8 %	122,3 %	122,2 %	122,2 %
Vorratumschlag	22,6 x	23,9 x	24,8 x	42,0 x	34,2 x	34,6 x	34,6 x
Receivables collection period (Tage)	41	52	48	58	55	55	55
Payables payment period (Tage)	57	70	69	71	66	65	65
Cash conversion cycle (Tage)	-40	-54	-54	-64	-57	-56	-56

**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 dem jeweiligen ausgewiesenen Veröffentlichungsdatums vorangegangenen Börsenhandelstages, 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%** halten
- 2- ... oder mit diesem verbundene Unternehmen innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines **Konsortiums** für eine Emission im Wege eines öffentlichen Angebots von solchen Finanzinstrumenten beteiligt waren, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Finanzanalyse sind
- 3- ... oder mit diesem verbundene Unternehmen die **Wertpapiere** des analysierten Unternehmens aufgrund eines bestehenden Vertrages **betreuen**
- 4- ... oder mit diesem verbundene Unternehmen in den letzten zwölf Monaten aufgrund eines bestehenden Vertrages **Investmentbanking-Dienstleistungen** für das analysierten Unternehmen ausgeführt haben, 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, 6	<a href="http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE0005419105.htm">http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE0005419105.htm</a>

**ANLAGEEMPFEHLUNG**

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

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

**WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG**

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	101	51
Halten	83	42
Verkaufen	9	5
Empf. ausgesetzt	4	2
<b>Gesamt</b>	<b>197</b>	<b>100</b>

**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	81	56
Halten	55	38
Verkaufen	5	3
Empf. ausgesetzt	3	2
<b>Gesamt</b>	<b>144</b>	<b>100</b>

**KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [CANCOM] AM [01.10.2013]**


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

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

## SALES

<b>Holger Nass</b> Head of Equity Sales, USA	+49 40 3282-2669 hnass@mmwarburg.com
<b>Klaus Schilling</b> Dep. Head of Equity Sales, GER	+49 40 3282-2664 kschilling@mmwarburg.com
<b>Christian Alisch</b> Scandinavia, Spain	+49 40 3282-2667 calisch@mmwarburg.com
<b>Tim Beckmann</b> United Kingdom	+49 40 3282-2665 tbeckmann@mmwarburg.com
<b>Matthias Fritsch</b> United Kingdom	+49 40 3282-2696 mfritsch@mmwarburg.com
<b>Marie-Therese Grubner</b> France	+49 40 3282-2630 mgruebner@mmwarburg.com
<b>Michael Kriszun</b> United Kingdom	+49 40 3282-2695 mkriszun@mmwarburg.com
<b>Marc Niemann</b> Germany	+49 40 3282-2660 mniemann@mmwarburg.com
<b>Dirk Rosenfelder</b> Austria, Switzerland	+49 40 3282-2692 drosenfelder@mmwarburg.com
<b>Philipp Stumpfegger</b> Australia, United Kingdom	+49 40 3282-2635 pstumpfegger@mmwarburg.com

## SALES TRADING

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

## MACRO RESEARCH

<b>Carsten Klude</b> Macro Research	+49 40 3282-2572 cklude@mmwarburg.com
<b>Matthias Thiel</b> Macro Research	+49 40 3282-2401 mthiel@mmwarburg.com
<b>Dr. Christian Jasperneite</b> 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:

<b>Andrea Schaper</b> Sales Assistance	+49 40 3282-2632 aschaper@mmwarburg.com	<b>Kerstin Muthig</b> Sales Assistance	+49 40 3282-2703 kmuthig@mmwarburg.com
---	--	---	---