

Buy EUR 32,50 (EUR 26,50) Kurs EUR 29,31 Upside 10,9 %	Wertindikatoren: EUR DCF: 32,70 FCF-Value Potential 15e: 28,00	Aktien Daten: Bloomberg: COK GR Reuters: COKG ISIN: DE0005419105	Beschreibung: Eines der drei größten unabhängigen Systemhäuser in Deutschland
	Markt Snapshot: EUR Mio. Marktkapitalisierung: 356,9 Aktienanzahl (Mio.): 12,2 EV: 320,7 Freefloat MC: 342,7 Ø Trad. Vol. (30T): 3,62 Mio.	Aktionäre: Freefloat 96,0 % Klaus Weinmann (CEO) 2,0 % S. Kober (Aufsichtsrat) 2,0 %	Risikoprofil (WRe): 2013e Beta: 1,3 KBV: 4,2 x EK-Quote: 40 % Net Fin. Debt / EBITDA: -1,1 x Net Debt / EBITDA: -1,1 x

Neuer Profitabilitäts-Benchmark in der Industrie festgelegt

Nach der Roadshow mit CEO Klaus Weinmann in der vergangenen Woche ist unsere allgemeine Sicht in Bezug auf die Bemühungen CANCOMs im Bereich Private Cloud optimistischer. Im Bereich Private Cloud richten sich die großen Unternehmen wie HP, IBM oder Accenture normalerweise an große Firmen mit mindestens 5.000 oder sogar 20.000 Seats. Das niedrige Wettbewerbsniveau für CANCOMs eigene Application Hosting Plattform AHP Private Cloud bietet dem Unternehmen einen Early-Mover-Vorteil im Private Cloud-Markt für mittlere Unternehmen mit 500-5.000 Seats. CANCOMs standardisierter Implementierungsansatz und das eigene Coding, das in den letzten 10 Jahren und darüber hinaus entwickelt wurde, beschleunigt die Installationszeiten, niedrigere TCOs für den Kunden und steigert die Profitabilität des Unternehmens. Dementsprechend besitzt CANCOMs AHP Private Cloud deutliche Vorteile gegenüber Private Cloud Lösungen, die einzig auf serienmäßig hergestellten Hardware- und Softwareprodukten beruhen.

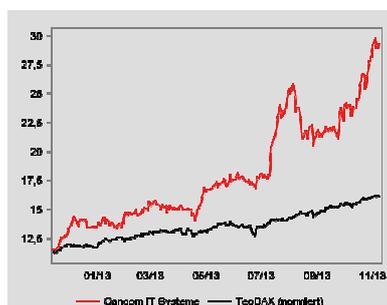
Das jüngste Wachstum und die Kundengewinne im Segment Private Cloud haben die Präsenz in diesem Bereich gestärkt. Die Akquisition von Pironet zielt offensichtlich darauf ab, die kritische Masse weiter zu erhöhen und Anteile in einem schnell wachsenden Markt zu beanspruchen, der nur von wenigen Unternehmen dominiert werden sollte. Die Akquisition von Pironet ist auf Standalone-Basis kein Schnäppchen. Jedoch sollte sie angesichts der Vertriebsstärke des Unternehmens unter dem Dach von CANCOM eine Wertschöpfung erzielen. Beide Unternehmen sind Führer im Private Cloud Markt für mittlere Unternehmen in Deutschland.

Die jüngst veröffentlichten Q3 Zahlen übertrafen unsere Schätzungen. Die EBITDA-Guidance von EUR 33 Mio. für 2013 lag ebenfalls leicht über unserer vorherigen Erwartung von EUR 32,2 Mio. Der am Freitag veröffentlichte 9M-Bericht bestätigte die vorläufigen Zahlen und bekräftigte die Erwartungen für ein neues Rekordjahr. Die Guidance 2013 impliziert eine EBITDA-Marge von 5,6%, die ebenfalls einen neuen Benchmark für die Industrie von CANCOM festlegt.

Während der Wiederverkauf von Hardware, sowie das IT-Services-Geschäft weiterhin wichtige Pfeiler des Geschäfts bleiben, sollte sich der Ergebnisbeitrag des hochmargigen Private Cloud Geschäfts weiter erhöhen. Das Unternehmen antizipiert im kommenden Jahr ein EBITDA von EUR 8 Mio. aus dieser Geschäftsaktivität. Demzufolge werden die überdurchschnittlichen Branchenmargen weiter ansteigen und eine höhere Umsatz- und Ergebnisvisibilität fördern. Das sollte sich positiv auf die zukünftige Kursentwicklung auswirken.

Bewertung: Wir haben unsere Schätzungen angehoben und das DCF-Modell überarbeitet. Die Kaufempfehlung wird erhalten und das Kursziel auf EUR 32,50 erhöht.

Schätzungsänderungen:				Kommentar zu den Änderungen:			
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	2013e (alt)	+ / -	2014e (alt)	+ / -	2015e (alt)	+ / -	
Umsatz	593,0	0,0 %	660,0	1,2 %	691,0	0,2 %	<ul style="list-style-type: none"> Unsere angehobenen EBITDA-Schätzungen für 2013e entsprechen der Unternehmensguidance CANCOM sollte seine Profitabilität weiter steigern und damit die Bewertung unterstützen Die wiederkehrenden Umsätze aus Private Cloud erhöhen die Visibilität
EBITDA	32,2	3,7 %	40,1	3,3 %	44,9	1,9 %	
EBIT	24,1	1,6 %	31,6	2,9 %	36,2	2,3 %	
EPS	1,41	0,0 %	1,79	2,2 %	2,05	2,4 %	

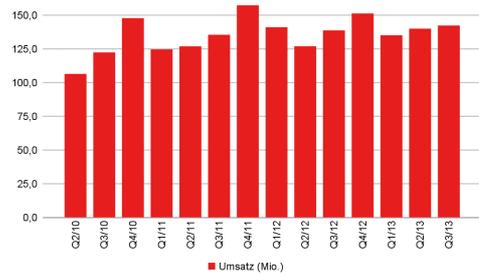


Rel. Performance vs TecDAX:	
1 Monat:	19,4 %
6 Monate:	52,2 %
Jahresverlauf:	80,3 %
Letzte 12 Monate:	111,1 %

Unternehmenstermine:	

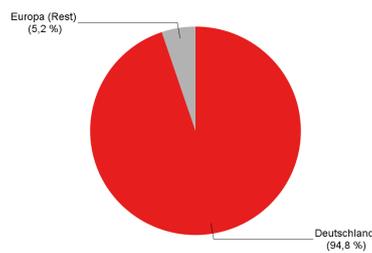
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (12-15e)	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Umsatz	7,4 %	422,5	474,6	544,4	558,1	593,0	667,7	692,3
Veränd. Umsatz yoy		16,0 %	12,3 %	14,7 %	2,5 %	6,3 %	12,6 %	3,7 %
Rohtragsmarge		27,6 %	29,4 %	29,1 %	29,7 %	32,0 %	31,5 %	31,6 %
EBITDA	17,6 %	10,4	19,0	25,0	28,1	33,3	41,5	45,7
Marge		2,5 %	4,0 %	4,6 %	5,0 %	5,6 %	6,2 %	6,6 %
EBIT	21,4 %	7,0	15,2	18,5	20,7	24,4	32,6	37,0
Marge		1,6 %	3,2 %	3,4 %	3,7 %	4,1 %	4,9 %	5,3 %
Nettoergebnis	30,6 %	5,1	7,8	11,5	11,5	16,4	22,3	25,5
EPS	24,4 %	0,49	0,76	1,11	1,09	1,41	1,83	2,10
EPS adj.	24,4 %	0,49	0,77	1,11	1,09	1,41	1,83	2,10
DPS	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 %	1,2 %	1,2 %	1,2 %
FCFPS		0,58	0,86	1,67	0,34	0,88	1,50	1,87
EV / Umsatz		0,0 x	0,1 x	0,1 x	0,2 x	0,5 x	0,5 x	0,4 x
EV / EBITDA		2,0 x	3,7 x	2,9 x	3,5 x	9,6 x	7,4 x	6,3 x
EV / EBIT		3,0 x	4,6 x	3,9 x	4,7 x	13,1 x	9,4 x	7,8 x
KGV		4,8 x	9,0 x	8,0 x	11,0 x	20,8 x	16,0 x	14,0 x
KGV ber.		4,8 x	8,9 x	8,0 x	11,0 x	20,8 x	16,0 x	14,0 x
FCF Yield Potential		27,0 %	9,1 %	15,7 %	9,8 %	5,4 %	7,5 %	8,8 %
Nettoverschuldung		-3,5	-0,8	-20,5	-29,1	-36,2	-51,0	-69,9
ROE		12,2 %	16,5 %	20,6 %	16,2 %	19,9 %	23,8 %	22,4 %
ROCE (NOPAT)		15,1 %	24,1 %	29,0 %	29,1 %	33,8 %	45,2 %	48,4 %
Guidance:		Umsatz: EUR 590 Mio.; EBITDA EUR 33 Mio.						

Entwicklung Umsatz
in Mio. EUR



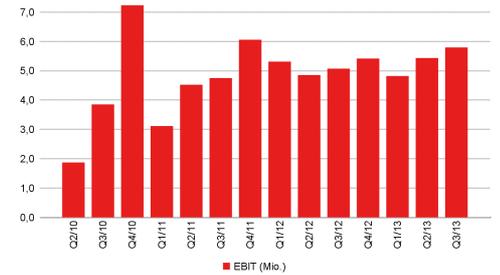
Quelle: Warburg Research

Umsatz nach Regionen
2012; in %



Quelle: Warburg Research

Entwicklung EBIT
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

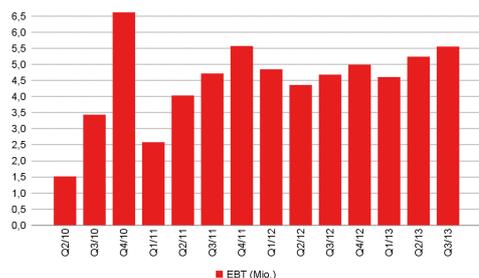
Unternehmenshintergrund

- 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

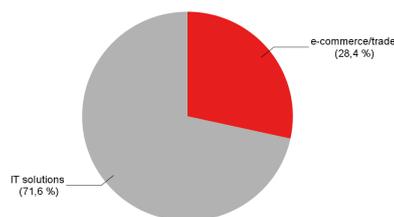
- Der deutsche Systemhausmarkt ist wettbewerbsintensiv und stark fragmentiert. Als eines der größten Systemhäuser Deutschlands erreicht CANCOM Wettbewerbsvorteile gegenüber den meist kleineren Marktteilnehmern durch...
- ...günstige Einkaufskonditionen.
- ...das breite Produkt- und Dienstleistungsspektrum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



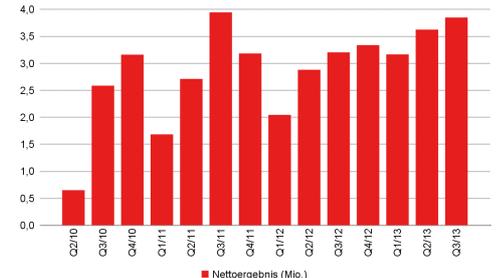
Quelle: Warburg Research

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	667,7	692,3	717,9	743,1	768,0	792,3	816,2	839,6	862,4	884,7	906,4	924,5	
Umsatzwachstum	6,3 %	12,6 %	3,7 %	3,7 %	3,5 %	3,3 %	3,2 %	3,0 %	2,9 %	2,7 %	2,6 %	2,5 %	2,0 %	2,0 %
EBIT	24,4	32,6	37,0	38,0	39,4	40,7	42,0	43,3	44,5	45,7	46,9	48,0	49,0	
EBIT-Marge	4,1 %	4,9 %	5,3 %	5,3 %	5,3 %	5,3 %	5,3 %	5,3 %	5,3 %	5,3 %	5,3 %	5,3 %	5,3 %	
Steuerquote (EBT)	31,0 %	30,5 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	31,0 %	
NOPAT	16,9	22,6	25,9	26,6	27,6	28,5	29,4	30,3	31,1	32,0	32,8	33,6	33,8	
Abschreibungen	8,9	8,9	8,7	10,8	11,1	11,5	11,9	12,2	12,6	12,9	13,3	13,6	13,9	
Abschreibungsquote	1,5 %	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	5,4	3,2	1,0	-1,6	0,9	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,6	
- Investitionen	9,5	9,7	10,5	11,8	12,3	12,7	13,1	13,5	13,9	14,2	14,6	15,0	15,3	
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)	10,7	18,6	23,1	27,2	25,6	26,5	27,4	28,2	29,1	29,9	30,7	31,5	31,8	32
Barwert FCF	11,1	17,7	20,1	21,6	18,7	17,7	16,8	15,8	15,0	14,1	13,3	12,5	11,5	164
Anteil der Barwerte	13,24 %			42,44 %										44,33 %

Modell-Parameter

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	4,00 %	Finanzielle Stabilität	1,20
Fremdkapitalzins	2,8 %	Liquidität	1,20
Marktrendite	8,00 %	Zyklizität	1,20
Risikofreie Rendite	2,50 %	Transparenz	1,30
		Sonstiges	1,40
WACC	9,16 %	Beta	1,26

Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2025e	206		
Terminal Value	164		
Zinstr. Verbindlichkeiten	15		
Pensionsrückstellungen	0		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	0		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	45	Aktienzahl (Mio.)	12,2
Eigenkapitalwert	399	Wert je Aktie (EUR)	32,73

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
1,45	10,2 %	28,23	28,51	28,81	29,13	29,46	29,82	30,20	1,45	10,2 %	20,71	23,52	26,32	29,13	31,93	34,74	37,54
1,35	9,7 %	29,75	30,08	30,43	30,81	31,21	31,64	32,11	1,35	9,7 %	21,89	24,86	27,84	30,81	33,78	36,76	39,73
1,31	9,4 %	30,58	30,94	31,33	31,74	32,18	32,65	33,16	1,31	9,4 %	22,54	25,61	28,67	31,74	34,80	37,87	40,94
1,26	9,2 %	31,46	31,85	32,28	32,73	33,22	33,74	34,30	1,26	9,2 %	23,23	26,40	29,56	32,73	35,90	39,06	42,23
1,21	8,9 %	32,39	32,83	33,30	33,79	34,33	34,91	35,54	1,21	8,9 %	23,98	27,25	30,52	33,79	37,07	40,34	43,61
1,17	8,7 %	33,40	33,87	34,39	34,94	35,53	36,18	36,87	1,17	8,7 %	24,78	28,16	31,55	34,94	38,33	41,71	45,10
1,07	8,2 %	35,62	36,20	36,83	37,51	38,24	39,04	39,92	1,07	8,2 %	26,57	30,22	33,86	37,51	41,15	44,80	48,44

- 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	16,4	22,3	25,5	
+ Abschreibung + Amortisation	3,4	3,8	6,6	7,4	8,9	8,9	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	
= Free Cash Flow Potential	5,6	6,4	11,3	9,5	17,4	23,0	25,3	
Free Cash Flow Yield Potential	27,0 %	9,1 %	15,7 %	9,8 %	5,4 %	7,5 %	8,8 %	
WACC	9,16 %	9,16 %	9,16 %	9,16 %	9,16 %	9,16 %	9,16 %	
= Enterprise Value (EV)	20,8	69,8	72,2	97,3	320,7	306,0	287,0	
= Fair Enterprise Value	61,2	69,4	123,6	103,7	190,2	250,5	276,0	
- Nettoverschuldung (Liquidität)	-29,2	-29,2	-29,2	-29,2	-36,3	-51,0	-70,0	
- 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	
= Faire Marktkapitalisierung	90,3	98,5	152,7	132,8	226,5	301,5	346,0	
Anzahl Aktien (gesamt) (Mio.)	12,2	12,2	12,2	12,2	12,2	12,2	12,2	
= Fairer Wert je Aktie (EUR) (EUR)	7,41	8,08	12,54	10,90	18,59	24,75	28,41	
Premium (-) / Discount (+) in %					-36,6 %	-15,5 %	-3,1 %	
Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)								
	12,16 %	6,17	6,68	10,03	8,80	14,74	19,68	22,82
	11,16 %	6,51	7,06	10,72	9,38	15,80	21,07	24,35
	10,16 %	6,92	7,52	11,54	10,07	17,06	22,73	26,18
WACC	9,16 %	7,41	8,08	12,54	10,90	18,59	24,75	28,41
	8,16 %	8,03	8,78	13,78	11,95	20,51	27,27	31,18
	7,16 %	8,81	9,67	15,37	13,28	22,95	30,50	34,73
	6,16 %	9,86	10,86	17,48	15,05	26,19	34,76	39,43

- 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	4,2 x	3,5 x	2,9 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	1,19	0,81	2,03	3,72	4,65	6,08	7,94
EV / Umsatz	0,0 x	0,1 x	0,1 x	0,2 x	0,5 x	0,5 x	0,4 x
EV / EBITDA	2,0 x	3,7 x	2,9 x	3,5 x	9,6 x	7,4 x	6,3 x
EV / EBIT	3,0 x	4,6 x	3,9 x	4,7 x	13,1 x	9,4 x	7,8 x
EV / EBIT adj.*	3,0 x	4,6 x	3,9 x	4,7 x	13,1 x	9,4 x	7,8 x
Kurs / FCF	4,0 x	8,0 x	5,3 x	35,1 x	34,8 x	19,5 x	15,7 x
KGV	4,8 x	9,0 x	8,0 x	11,0 x	20,8 x	16,0 x	14,0 x
KGV ber.*	4,8 x	8,9 x	8,0 x	11,0 x	20,8 x	16,0 x	14,0 x
Dividendenrendite	6,4 %	2,2 %	3,4 %	2,9 %	1,2 %	1,2 %	1,2 %
Free Cash Flow Yield Potential	27,0 %	9,1 %	15,7 %	9,8 %	5,4 %	7,5 %	8,8 %
*Adjustiert um:	-						

GuV

In EUR Mio.	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Umsatz	422,5	474,6	544,4	558,1	593,0	667,7	692,3
Veränd. Umsatz yoy	16,0 %	12,3 %	14,7 %	2,5 %	6,3 %	12,6 %	3,7 %
Bestandsveränderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktiviere Eigenleistungen	1,0	1,3	0,9	2,5	1,5	1,2	1,2
Gesamterlöse	423,4	475,8	545,3	560,6	594,5	668,9	693,5
Materialaufwand	306,8	336,3	386,6	395,1	405,0	458,7	474,6
Rohertrag	116,6	139,5	158,7	165,5	189,5	210,2	218,9
<i>Rohertragsmarge</i>	<i>27,6 %</i>	<i>29,4 %</i>	<i>29,1 %</i>	<i>29,7 %</i>	<i>32,0 %</i>	<i>31,5 %</i>	<i>31,6 %</i>
Personalaufwendungen	82,8	97,0	108,0	112,4	130,3	136,0	140,0
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	36,1	36,7
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	10,4	19,0	25,0	28,1	33,3	41,5	45,7
<i>Marge</i>	<i>2,5 %</i>	<i>4,0 %</i>	<i>4,6 %</i>	<i>5,0 %</i>	<i>5,6 %</i>	<i>6,2 %</i>	<i>6,6 %</i>
Abschreibungen auf Sachanlagen	2,4	2,1	2,8	4,0	4,5	4,9	4,8
EBITA	7,9	16,9	22,2	24,0	28,8	36,6	40,9
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,9	1,7	3,7	3,4	4,4	4,0	3,9
Goodwill-Abschreibung	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	7,0	15,2	18,5	20,7	24,4	32,6	37,0
<i>Marge</i>	<i>1,6 %</i>	<i>3,2 %</i>	<i>3,4 %</i>	<i>3,7 %</i>	<i>4,1 %</i>	<i>4,9 %</i>	<i>5,3 %</i>
EBIT adj.	7,0	15,2	18,5	20,7	24,4	32,6	37,0
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
EBT	5,7	13,3	16,9	18,9	23,7	32,1	36,5
<i>Marge</i>	<i>1,3 %</i>	<i>2,8 %</i>	<i>3,1 %</i>	<i>3,4 %</i>	<i>4,0 %</i>	<i>4,8 %</i>	<i>5,3 %</i>
Steuern gesamt	0,6	3,7	4,9	6,6	7,4	9,8	10,9
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	5,1	9,6	12,0	12,3	16,4	22,3	25,5
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0,0	-1,7	-0,3	-0,7	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	5,1	7,9	11,7	11,6	16,4	22,3	25,5
Minderheitenanteile	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0
Nettoergebnis	5,1	7,8	11,5	11,5	16,4	22,3	25,5
<i>Marge</i>	<i>1,2 %</i>	<i>1,6 %</i>	<i>2,1 %</i>	<i>2,1 %</i>	<i>2,8 %</i>	<i>3,3 %</i>	<i>3,7 %</i>
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	10,4	10,3	10,4	10,6	11,6	12,2	12,2
EPS	0,49	0,76	1,11	1,09	1,41	1,83	2,10
EPS adj.	0,49	0,77	1,11	1,09	1,41	1,83	2,10

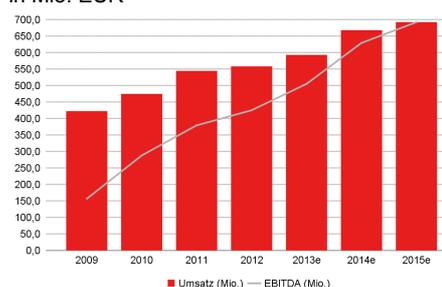
*Adjustiert um:

Guidance: Umsatz: EUR 590 Mio.; EBITDA EUR 33 Mio.

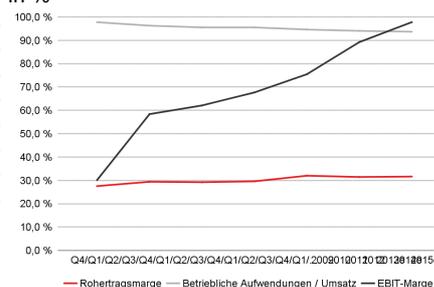
Kennzahlen

	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	97,8 %	96,3 %	95,6 %	95,4 %	94,6 %	94,0 %	93,6 %
Operating Leverage	1,9 x	9,6 x	1,5 x	4,8 x	2,9 x	2,6 x	3,7 x
EBITDA / Interest expenses	7,1 x	9,7 x	11,2 x	13,1 x	33,3 x	51,8 x	57,1 x
Steuerquote (EBT)	9,8 %	28,1 %	28,8 %	35,0 %	31,0 %	30,5 %	30,0 %
Ausschüttungsquote	30,5 %	16,1 %	25,9 %	30,2 %	24,8 %	19,1 %	16,7 %
Umsatz je Mitarbeiter	237.748	248.075	267.377	273.569	269.545	290.304	288.454

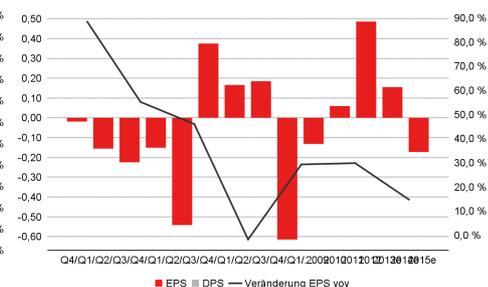
Umsatz, EBITDA
in Mio. EUR



Operative Performance
in %



Ergebnis je Aktie



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

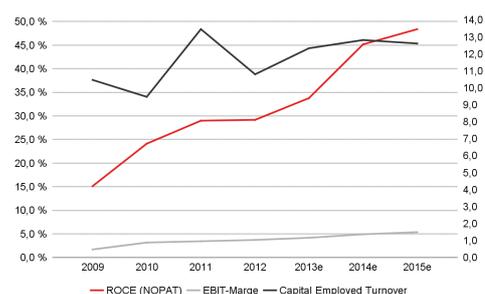
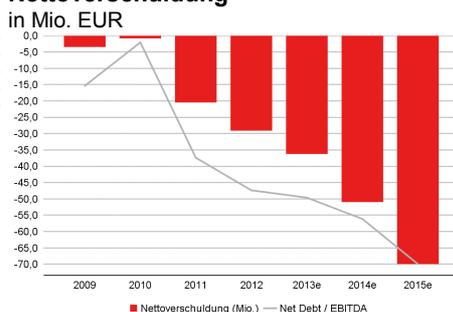
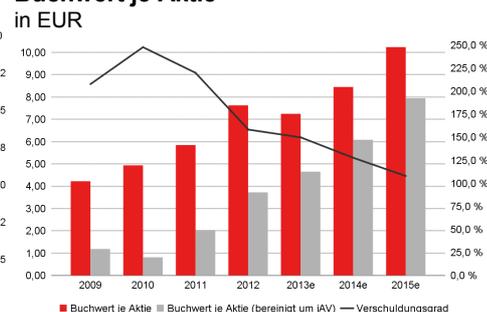
Quelle: Warburg Research

Bilanz

In EUR Mio.	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	31,5	42,5	39,6	41,2	30,1	28,8	27,9
davon übrige imm. VG	0,7	1,8	3,8	6,1	4,7	3,4	2,5
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	21,7	24,4
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
Anlagevermögen	39,1	55,5	53,8	60,6	51,5	52,3	54,1
Vorräte	13,6	14,1	15,6	9,4	9,9	11,1	11,5
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	47,2	68,0	72,2	88,3	89,4	100,6	104,3
Liquide Mittel	25,8	31,5	46,4	44,6	54,2	64,8	83,8
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	9,2	8,4	6,8	5,7	5,7	5,7	5,7
Umlaufvermögen	95,9	122,0	141,0	148,1	159,2	182,2	205,3
Bilanzsumme (Aktiva)	134,9	177,4	194,9	208,6	210,7	234,5	259,4
Passiva							
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	55,8	74,0	95,3
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	-0,4	-0,1	-0,3	0,0	-9,1	-8,6	-8,1
Buchwert	43,9	50,9	60,7	80,6	84,2	102,9	124,7
Anteile Dritter	0,0	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Eigenkapital	43,9	51,0	60,9	80,8	84,4	103,1	124,9
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	17,9	13,8	13,8
davon kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	0,7	1,2	10,6	3,4	4,5	4,5	4,5
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	47,9	64,4	72,9	76,9	73,1	82,3	85,4
Sonstige Verbindlichkeiten	16,5	28,1	27,6	30,3	30,3	30,3	30,3
Verbindlichkeiten	91,0	126,4	134,0	127,9	126,4	131,5	134,6
Bilanzsumme (Passiva)	134,9	177,4	194,9	208,6	210,7	234,5	259,4

Kennzahlen

	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Kapitaleffizienz							
Operating Assets Turnover	23,1 x	18,4 x	21,0 x	16,1 x	14,1 x	14,1 x	13,5 x
Capital Employed Turnover	10,5 x	9,5 x	13,5 x	10,8 x	12,3 x	12,8 x	12,6 x
ROA	13,0 %	14,1 %	21,4 %	18,9 %	31,8 %	42,6 %	47,2 %
Kapitalverzinsung							
ROCE (NOPAT)	15,1 %	24,1 %	29,0 %	29,1 %	33,8 %	45,2 %	48,4 %
ROE	12,2 %	16,5 %	20,6 %	16,2 %	19,9 %	23,8 %	22,4 %
Adj. ROE	12,2 %	16,7 %	20,6 %	16,2 %	19,9 %	23,8 %	22,4 %
Bilanzqualität							
Nettoverschuldung	-3,5	-0,8	-20,5	-29,1	-36,2	-51,0	-69,9
Nettofinanzverschuldung	-3,5	-0,9	-20,5	-29,2	-36,3	-51,0	-70,0
Net Gearing	-7,9 %	-1,6 %	-33,6 %	-36,0 %	-43,0 %	-49,4 %	-56,0 %
Net Fin. Debt / EBITDA	-33,8 %	-4,8 %	-82,2 %	-104,1 %	-108,8 %	-123,0 %	-153,1 %
Buchwert je Aktie	4,2	4,9	5,8	7,6	7,2	8,4	10,2
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	1,2	0,8	2,0	3,7	4,7	6,1	7,9

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

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Cash flow

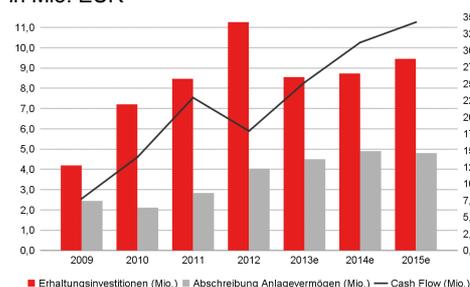
In EUR Mio.	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	5,6	7,9	11,7	11,6	16,4	22,3	25,5
Abschreibung Anlagevermögen	2,4	2,1	2,8	4,0	4,5	4,9	4,8
Amortisation Goodwill	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,9	1,7	3,7	3,4	4,4	4,0	3,9
Veränderung 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
Cash Flow	7,8	14,0	22,9	17,9	25,2	31,2	34,2
Veränderung Vorräte	-0,9	0,5	-6,3	6,3	-0,5	-1,2	-0,4
Veränderung Forderungen aus L+L	0,8	-14,7	-5,2	-16,4	-1,1	-11,2	-3,7
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	2,7	17,2	15,3	8,4	-3,8	9,2	3,1
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	-5,4	-3,2	-1,0
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	10,7	16,9	26,7	16,1	19,8	28,0	33,2
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
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	-2,6	-17,3	-7,9	-10,6	-9,0	-9,2	-10,0
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	0,3	8,3	-4,3	-13,2	2,5	-4,1	0,0
Dividende Vorjahr	0,0	-1,5	-1,6	-3,3	-3,7	-4,1	-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
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	-1,1	5,9	-5,8	-5,3	-1,2	-8,2	-4,3
Veränderung liquide Mittel	6,9	5,5	13,0	0,2	9,5	10,6	19,0
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	25,8	31,5	44,5	44,6	54,2	64,8	83,8

Kennzahlen

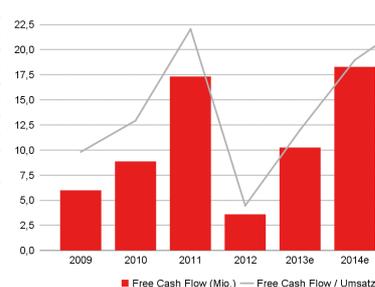
	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Kapitalfluss							
Free Cash Flow	6,0	8,9	17,3	3,6	10,3	18,3	22,7
Free Cash Flow / Umsatz	1,4 %	1,9 %	3,2 %	0,6 %	1,7 %	2,7 %	3,3 %
Free Cash Flow Potential	5,6	6,4	11,3	9,5	17,4	23,0	25,3
Free Cash Flow / Umsatz	1,4 %	1,9 %	3,2 %	0,6 %	1,7 %	2,7 %	3,3 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	118,4 %	113,4 %	150,3 %	31,4 %	62,6 %	82,1 %	89,0 %
Zinserträge / Avg. Cash	0,7 %	0,5 %	0,8 %	0,8 %	0,6 %	0,5 %	0,4 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	6,6 %	7,4 %	7,9 %	10,4 %	6,0 %	5,1 %	5,8 %
Verwaltung von Finanzmitteln							
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 %	106,7 %	109,0 %	120,7 %
Avg. Working Capital / Umsatz	3,1 %	2,9 %	2,7 %	2,7 %	3,3 %	3,6 %	3,8 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	98,6 %	105,6 %	99,0 %	114,8 %	122,3 %	122,2 %	122,1 %
Vorratumschlag	22,6 x	23,9 x	24,8 x	42,0 x	40,9 x	41,3 x	41,3 x
Receivables collection period (Tage)	41	52	48	58	55	55	55
Payables payment period (Tage)	57	70	69	71	66	65	66
Cash conversion cycle (Tage)	-40	-54	-54	-64	-59	-58	-58

Investitionen und Cash Flow

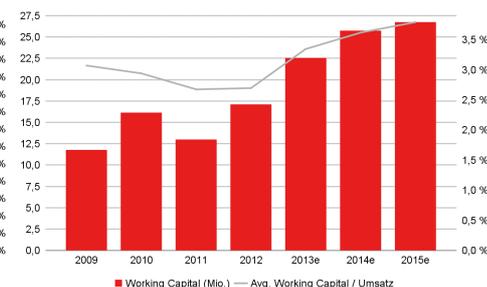
in Mio. EUR



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 z.B. DCF-Modell, Free Cash Flow Value Potential, Peer-Gruppen- Vergleich oder Sum-of-the-parts-Modell. Das Ergebnis dieser fundamentalen Bewertung wird angepasst, um der Einschätzung des Analysten bezüglich der zu erwartenden Entwicklung der Anlegerstimmung und deren Auswirkungen auf den Aktienkurs Rechnung zu tragen.

Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode besteht das Risiko, dass das Kursziel nicht erreicht wird, z.B. aufgrund unvorhergesehener Veränderungen der Nachfrage nach den Produkten des Unternehmens, Änderungen des Managements, der Technologie, der konjunkturellen Entwicklung, der Zinsentwicklung, der operativen und/oder Materialkosten, des Wettbewerbsdrucks, des Aufsichtsrechts, des Wechselkurses, der Besteuerung etc.. Bei Anlagen in ausländischen Märkten und Instrumenten gibt es weitere Risiken, etwa aufgrund von Wechselkursänderungen oder Änderungen der politischen und sozialen Bedingungen.

Diese Ausarbeitung reflektiert die Meinung des jeweiligen Verfassers zum Zeitpunkt ihrer Erstellung. Eine Änderung der der Bewertung zugrundeliegenden fundamentalen Faktoren kann nachträglich dazu führen, dass die Bewertung nicht mehr zutreffend ist. Ob und in welchem zeitlichen Abstand eine Aktualisierung dieser Ausarbeitung erfolgt, ist vorab nicht festgelegt worden.

Die Warburg Research GmbH hat gemäß § 5 Abs. 4 der FinAnV zusätzliche interne und organisatorische Vorkehrungen zur Prävention oder Behandlung von Interessenkonflikten getroffen. Hierzu zählen unter anderem die räumliche Trennung der Warburg Research GmbH von M.M.Warburg & CO KGaA und die Schaffung von Vertraulichkeitsbereichen. Dadurch wird der Austausch von Informationen verhindert, die Interessenkonflikte von Warburg Research in Bezug auf den analysierten Emittenten oder dessen Finanzinstrumenten begründen können.

Die Analysten der Warburg Research GmbH beziehen keine Vergütung - weder direkt noch indirekt - aus Investmentbanking-Geschäften von M.M.Warburg & CO KGaA oder eines Unternehmens des Warburg-Verbunds.

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.

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	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	97	49
Halten	87	44
Verkaufen	12	6
Empf. ausgesetzt	4	2
Gesamt	200	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	85	54
Halten	63	40
Verkaufen	5	3
Empf. ausgesetzt	3	2
Gesamt	156	100

KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [CANCOM] AM [11.11.2013]


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

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

SALES

Holger Nass Head of Equity Sales, USA	+49 40 3282-2669 hnass@mmwarburg.com
Klaus Schilling Dep. Head of Equity Sales, GER	+49 40 3282-2664 kschilling@mmwarburg.com
Christian Alisch Scandinavia, Spain	+49 40 3282-2667 calisch@mmwarburg.com
Tim Beckmann United Kingdom	+49 40 3282-2665 tbeckmann@mmwarburg.com
Matthias Fritsch United Kingdom	+49 40 3282-2696 mfritsch@mmwarburg.com
Marie-Therese Grübner France	+49 40 3282-2630 mgruebner@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
Philipp Stumpfegger Australia, United Kingdom	+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
Thekla Struve Sales Trading	+49 40 3282-2668 tstruve@mmwarburg.com
Jörg Treptow Sales Trading	+49 40 3262-2658 jtreptow@mmwarburg.com

Support

Katharina Merckel Roadshow/Marketing	+49 40 3282-2694 kmerckel@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 Schaper Sales Assistance	+49 40 3282-2632 aschaper@mmwarburg.com	Kerstin Muthig Sales Assistance	+49 40 3282-2703 kmuthig@mmwarburg.com
---	--	---	---