

## Cancom IT Systeme AG

### Stärken und Chancen

- *Mitwirkung an der Branchenkonsolidierung:* Der zersplitterte IT-Markt bietet noch ein erhebliches Potential für das avisierte externe Wachstum. Durch Skalenerträge und Synergieeffekte können allein nicht überlebensfähige Konkurrenten nach deren Akquisition in die Profitabilität geführt werden und somit einen Beitrag zum Umsatz- und Gewinnwachstum von Cancom leisten.
- *Branchenkonjunktur mit Hebeleffekt:* Dank einer schlanken, zentralisierten Unternehmensstruktur und Kapazitätsreserven bei Lager und Logistik führen Umsatzzuwächse bei einer positiven Branchenkonjunktur zu überproportionalem Ertragswachstum.
- *Apple im Aufschwung:* Die jüngsten Erfolge des amerikanischen Konzerns (iPod, Mac Mini) erhöhen die Aufmerksamkeit für Produkte von Apple und könnten mittelfristig auch zu einer Belebung im Systemhausgeschäft von Cancom führen.

### Schwächen und Risiken

- *Margenarmes Geschäft:* Der Markt für Systemdienstleistungen ist hart umkämpft und lässt keinen Raum für hohe Margen, insbesondere bei Unternehmen mit einem hohen Anteil an Resell-Aktivitäten (Cancom: 90 Prozent).
- *Gefahr von Fehleinkäufen:* Akquisitionen, insbesondere von existenzbedrohten Konkurrenten, bergen immer das Risiko von Fehleinschätzungen. Ein Fehlgriff könnte die Gewinne des Unternehmens stark belasten, wie bereits am gescheiterten Frankreich-Engagement der Gesellschaft zu beobachten war.

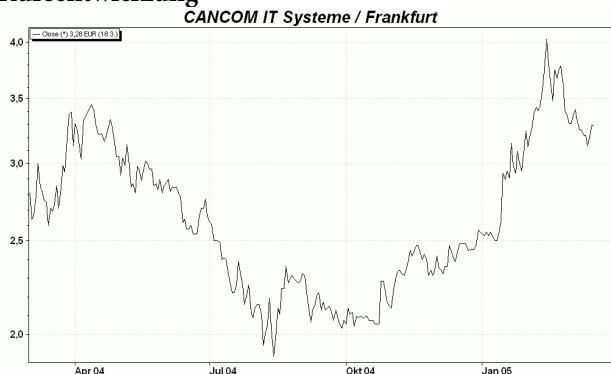
## Spekulativ kaufen (Ersteinschätzung)

**Aktueller Kurs** 3,28 Euro

### Stammdaten

ISIN	DE0005419105
Branche	IT-Dienstleistungen
Sitz der Gesellschaft	Jettingen-Scheppach
Internet	www.cancom.de
Ausstehende Aktien	9.590.751 Stück
Datum der Erstnotiz	1999
Marktsegment	Prime Standard
Marktkapitalisierung	31,46 Mio. Euro
Free Float	83,34 %

### Kursentwicklung



Quelle: Market Maker

Hoch / Tief (52 Wochen)	3,95 Euro / 1,98 Euro
Performance (52 Wochen)	+10 %
Ø-Umsatz (30 Tage)	ca. 320 Tsd. Euro / Tag

### Kennzahlen

Geschäftsjahr	05(e)	06(e)	07(e)
Umsatz (Mio. EUR)	245	265	293
EpS (EUR)	0,20	0,32	0,39
Dividende / Aktie (EUR)	-	-	-
KUV	0,13	0,12	0,11
KGV	16,4	10,3	8,4
Dividendenrendite	-	-	-

## Unternehmensprofil

### *Gründer leiten das Unternehmen*

Das 1992 in Augsburg gegründete Unternehmen mit Sitz in Jettingen-Scheppach zählt mit rd. 600 Mitarbeitern und 23 Niederlassungen in Deutschland, Großbritannien, Österreich und der Schweiz hierzulande zu den größten herstellerunabhängigen Systemhäusern. Die Gründer Klaus Weinmann (Vorstandsvorsitzender) und Stefan Kober haben Cancom 1999 an die Börse geführt und leiten zusammen mit dem dritten Vorstand Raymond Kober immer noch die Geschicke des Konzerns. Im Jahr 2003 hat Cancom die Zulassung zum Prime Standard der Deutschen Börse erhalten.

### *Business: Full-Service-Systemhaus*

Als Systemhaus verbindet Cancom ein breites Produkt- und Dienstleistungsspektrum mit ausgeprägter lokaler Präsenz und Kundennähe. Das Angebot umfasst sämtliche Aufgaben, die bei der Erstellung und dem Betrieb einer IT-Infrastruktur anfallen, angefangen vom Consulting, über die Systemintegration, den IT Service & Support, bis hin zu Einkauf und Logistik. Als wichtiger Wettbewerbsfaktor gilt dabei die Herstellerunabhängigkeit, welche Cancom in die Lage versetzt, seinen Kunden individuell optimierte Pakete aus der Produktpalette verschiedener führender Komponenten- und Softwarehersteller wie HP, Cisco, Adobe, Microsoft oder Apple zusammenschnüren zu können.

### *Spezialisierung: Media Solutions und Desktop Services*

Der langjährige Schwerpunkt der Geschäftstätigkeit liegt im Bereich Desktop Publishing und Media. Hier liefert Cancom hochleistungsfähige Komplettsysteme an Verlagshäuser, Druckereien oder Werbeagenturen und ist damit für Apple und Adobe der größte europäische Geschäftspartner im Systemhaussegment. Wesentlich dynamischer – wenn auch zum Teil akquisitionsbedingt – hat sich jedoch das zweite Standbein Desktop Services entwickelt, in welchem im laufenden Geschäftsjahr voraussichtlich bereits mehr als die Hälfte des Gesamtumsatzes generiert wird. Kernbestandteil dieses Bereiches ist die sog. OPEN-Lizenzierung, das heißt der Vertrieb von Microsoft-Lizenzen an mittelständische Kunden. In diesem Geschäft ist Cancom deutscher Marktführer.

### *Kritischer Erfolgsfaktor: Vertrieb und Logistik*

Aufgrund hoher Cross-Selling-Effekte und margenträchtiger After-Sales-Services ist ein breiter, aktiv betreuter Kundenstamm von essentieller Bedeutung für einen anhaltenden Geschäftserfolg. Cancom verfügt heute über Geschäftsbeziehungen zu über 50.000 Kunden, die größtenteils aus dem deutschen Mittelstand stammen, zu denen aber auch so bekannte Namen wie DaimlerChrysler, Siemens oder Schering zählen. Für den Vertrieb, der aktuell über die Einstellung neuer Mitarbeiter weiter verstärkt wird, benutzt das Unternehmen vielfältige Kanäle wie Systemhausniederlassungen, Katalog, Hotline und einen Onlineshop. Die Logistik ist demgegenüber auf ein einziges, hochmodernes Lager zentralisiert, aus dem der gesamte deutschsprachige Raum beliefert wird und welches zudem noch ausreichend Kapazitätsreserven für die weitere Expansion aufweist.

## Markt und Wettbewerb

### *Krise überstanden*

Der deutsche Markt für Informations- und Telekommunikationstechnik (ITK) ist nach einigen konjunkturbedingt schwachen Jahren, die der Branche im Jahr 2002 einen Umsatzrückgang und 2003 Stagnation beschert haben, zuletzt wieder auf Wachstumskurs eingeschwenkt. So wird für das laufende Jahr ein Umsatzwachstum von 3,4 Prozent prognostiziert, nach 2,5 Prozent in 2004 (Quelle: European Information Technology Observatory). Das Volumen des deutschen Marktes dürfte dann bei rund 136 Mrd. Euro liegen. Trotz dieser Erholung liegt die Bundesrepublik jedoch hinter dem Branchenwachstum in Westeuropa zurück, das 2004 bei 3,0 Prozent und 2005 bei 4,0 Prozent liegen soll.

### *Wachsende Dynamik*

Die jüngste Entwicklung scheint diese Wachstumserwartung zu bestätigen. So hat die Branchenentwicklung im vergangenen Jahr kontinuierlich an Tempo gewonnen. Im vierten Quartal 2004 dürften die Umsätze bei rund 60 Prozent der ITK-Anbieter gestiegen sein. In dem Ende 2004 erhobenen Branchenbarometer des Bundesverbandes Informationswirtschaft, Telekommunikation und neue Medien (BITKOM) rechneten nun sogar 74 Prozent der befragten Unternehmen mit steigenden Umsätzen im Jahr 2005.

### *Fragmentierter Markt*

Der Markt für IT-Dienstleistungen zeichnet sich durch hohen Konkurrenzdruck und eine ausgeprägte Fragmentierung aus. Nach einer Erhebung von Gartner kommen die drei größten Anbieter IBM, EDS und Fujitsu zusammen nur auf einen Weltmarktanteil von 13,8 Prozent. Auch auf dem deutschen Markt agieren sehr viele Anbieter mit geringen Marktanteilen. Nach einer Studie der Fachzeitschrift Computerpartner rangiert Cancom unter den herstellerunabhängigen IT-Systemhäusern in Deutschland auf Platz 5. Um die Spitzenposition auf dem deutschen Markt ringen der europaweit agierende Konzern Computacenter und die Bechtle-Gruppe, die beide mit einem Deutschland-Umsatz von rund einer Milliarde Euro deutlich größer sind als Cancom.

### *Konkurrenz drückt auf Margen*

Angesichts des intensiven Wettbewerbs und verstärkt durch den kontinuierlichen Preisverfall bei Hardwarekomponenten sind die Margen im Systemhausgeschäft relativ gering. So erzielte Bechtle 2004 bei einem Konzernumsatz von 1,088 Mrd. Euro und einem Überschuss von 18,4 Mio. Euro eine Umsatzrendite von lediglich 1,7 Prozent. Nach unseren Schätzungen korrespondiert das mit einer erwirtschafteten operativen Marge von 3,5 Prozent. Auch der ebenfalls börsennotierte Konkurrent PC-Ware, die Nummer drei im Systemhausmarkt, erzielte in den ersten neun Monaten des Geschäftsjahres 2004/05 nur eine mageren Marge von 1,3 Prozent auf EBIT-Basis und eine Nettoendite von 0,7 Prozent.

## Strategie

### *Kernpunkt: Umsatz hinzugewinnen*

In dem schwierigen Umfeld arbeitet Cancom intensiv daran, seinen Marktanteil auszubauen. Diese Strategie macht insbesondere im Reselling Sinn, da zusätzlicher Umsatz bei bestehenden Strukturen und freien Kapazitäten direkt auf das Ergebnis durchschlägt. Dank einer im Branchenvergleich soliden Liquiditätsausstattung profitiert die Gesellschaft dabei von der Schwäche vieler kleiner und mittlerer Konkurrenten, die trotz des einsetzenden Aufschwungs wegen knapper Kapitalausstattung und ineffizienter Kostenstrukturen nicht mehr mithalten können. Insbesondere die Gewinnung qualifizierter Mitarbeiter fällt angesichts der Freisetzungen bei insolventen Firmen derzeit leicht. Darüber hinaus nutzt das Management die sich immer wieder bietende Gelegenheit, Umsatzvolumina in Höhe niedriger zweistelliger Mio. Euro-Beträge hinzuzukaufen. Zuletzt konnte über eine Sachkapitalerhöhung von 263.330 Aktien zu einem Ausgabebetrag von 3,038 Euro pro Stück die Münchener ECS Computer Partner GmbH übernommen werden, die mit IT-Dienstleistungen und IT-Lösungen im laufenden Jahr rund 23 Mio. Euro Umsatz Erlösen dürfte.

### *Vorsichtige Expansion in Europa*

Neben dem Geschäftsausbau in Deutschland expandiert Cancom auch in angrenzenden europäischen Staaten. Im Focus steht insbesondere der britische Markt. Durch Übertragung des deutschen Geschäftsmodells - zentrale Logistik und lokale Niederlassungen – wird die Präsenz hier sukzessive erweitert. Nach fünf Niederlassungen in England könnten in naher Zukunft auch Schottland oder Irland auf der Agenda stehen. Die Auslandsquote am Konzernumsatz beträgt mittlerweile rund 20 Prozent.

## Geschäftsentwicklung

### *Tiefpunkt in 2003*

Die schwache Binnenkonjunktur in Deutschland in den Geschäftsjahren 2002 und 2003 bekam auch Cancom zu spüren und rutschte operativ in die Verlustzone. Während 2002 bei einem Konzernumsatz von 235,7 Mio. Euro noch ein positives EBIT von 0,7 Mio. Euro erwirtschaftet werden konnte, brachte das Folgejahr nicht zuletzt aufgrund von Bereinigungen und Sonderabschreibungen im Beteiligungsportfolio einen Umsatzrückgang von fast 19 Prozent auf 192,1 Mio. Euro und ein Konzern-EBIT von -18,1 Mio. Euro.

### *Restrukturierung*

Als Reaktion auf die schwache Geschäftsentwicklung leitete das Management 2003 eine umfassende Restrukturierung ein. Erste Schritte waren ein Gehaltsverzicht der Mitarbeiter und die Veräußerung der unrentablen Tochter eBizcuss.com S.A. in Frankreich, gleichbedeutend mit dem Ausstieg aus dem französischen Markt. Ferner wurden die Organisationsstrukturen erheblich verschlankt

und zentralisiert. Die wichtigsten Unternehmenssparten Cancom Business Solutions und Cancom Media Solutions wurden mit der Tochter Tendi Deutschland GmbH & Co KG verschmolzen, um die Kosten zu reduzieren und Synergieeffekte zu heben.

### *Turnaround Ende 2003*

Die eingeleiteten Maßnahmen und eine moderate wirtschaftliche Belebung in Deutschland verhalfen der Gesellschaft im vierten Quartal 2003 zum Turnaround. Während in den ersten drei Quartalen 2003 kumuliert ein operativer Verlust von 18,9 Mio. Euro angelaufen war, drehte das EBIT im Schlussquartal mit 0,7 Mio. Euro in positives Terrain. Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2004 hat sich dieser Trend fortgesetzt. Nach vorläufigen Zahlen blieb Cancom mit einem organischen Umsatzwachstum von 8 Prozent auf 206,8 Mio. Euro zwar unter der kommunizierten Prognose von 10-15 Prozent. Der Ertrag entwickelte sich dabei aber positiv: Das EBITDA stieg sprunghaft von 0,1 auf 2,8 Mio. Euro und auch das EBIT drehte mit 1,3 Mio. Euro auf Jahresbasis wieder ins Plus.

### *Schlussquartal bestätigt positiven Trend*

Trotz dieser positiven Entwicklung fällt beim Vorjahresvergleich des vierten Quartals auf, dass die Ergebnisse aus dem Jahr 2003 nicht ganz erreicht werden konnten. So lag der Umsatz mit 56,5 Mio. Euro rund 4 Prozent unterhalb des Vorjahreswertes, während das EBIT von 0,7 auf 0,6 Mio. Euro und der Überschuß von 0,61 auf 0,2 Mio. Euro nachgaben. Dabei bleibt allerdings zu beachten, dass das Vorjahresquartal durch einmalige Nachholeffekte geprägt war, die seinerzeit durch vorangegangene Lieferschwierigkeiten bei Apple für den Power Mac G5 sowie durch Irritationen bei der Lizenzierung von Microsoft-Produkten nach einem BGH-Urteil verursacht wurden und erhebliche Umsatzvolumina in das vierte Vierteljahr verschoben hatten.

## **Bewertung**

### *Einfaches Ertragswertmodell*

Das faire Bewertungsniveau von Cancom ermitteln wir anhand eines einfachen Modells der Ertragsdiskontierung, das auf der Schätzung der wesentlichen Werttreiber Umsatz, Nettorendite und Kapitalkosten beruht. Wir verzichten auf die typischen zusätzlichen Parameter und Annahmen des Discounted-Free-Cashflow-Modells, da diese im vorliegenden Fall insbesondere aufgrund der bilanziellen Prognoseunsicherheiten bei kontinuierlich akquirierenden Gesellschaften die Aussagekraft und Genauigkeit unserer Bewertungstaxe nicht verbessern würden.

### *Diskontierungszins nach CAPM 7,9 %*

Den Diskontierungszins als Maß für die Eigenkapitalkosten bestimmen wir nach dem CAPM-Verfahren (Capital Asset Pricing Model). Dazu legen wir einen risikolosen Zinssatz von 3,7 Prozent (Umlaufrendite festverzinslicher deutscher Wertpapiere), eine Risikoprämie für Aktieninvestitionen von 5,3 Prozent sowie

einen Beta-Faktor von 1,6 zugrunde. Der Beta-Faktor ergibt sich als gewichteter Mittelwert aus dem kurzfristigen Beta der Gesellschaft von 1,8 und dem aktuellen Jahreswert von 0,8. Auf Basis dieser Annahmen erhalten wir einen Eigenkapitalkostensatz von 12,2 Prozent. Das „ewige Wachstum“ am Ende des Detailprognosezeitraums taxieren wir auf 2 Prozent. Die Aktienanzahl heben wir aufgrund der unterstellten, anteilmäßig eigenkapitalfinanzierten Akquisitionen schrittweise an.

**Ertragsprung für 2005**

Die Unternehmensführung geht für das laufende Geschäftsjahr unter Berücksichtigung der Akquisition von ECS von einem Umsatzwachstum von 18,5 % auf 245 Mio. Euro aus. Angesichts der mittlerweile stabilen Branchenkonjunktur halten wir diesen Wert für realistisch. Dank der nunmehr verschlankten Unternehmensstruktur dürfte das Umsatzwachstum zu einem überproportionalen Ergebnisanstieg führen. In den Folgejahren sollte Cancom dann zu den Gewinnern der andauernden Branchenkonsolidierung zählen. Die folgende Tabelle zeigt einen unter diesen Annahmen plausibel erscheinenden Geschäftsverlauf von Cancom, wobei ab 2013 eine konstante Ertragsentwicklung auf dem Niveau von 2012 unterstellt wurde.

Geschäftsjahr	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<b>Umsatz (Mio. EUR)</b>	245	265	293	320	335	349	359	366
Umsatzwachstum		+ 12%	+ 11%	+ 9%	+ 5%	+ 4%	+ 3%	+ 2%
Nettorendite	0,78%	1,17%	1,35%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
<b>Gewinn (Mio. EUR)</b>	1,9	3,1	4,0	4,8	5,0	5,2	5,4	5,5

**Fairer Wert: 4,15 Euro je Aktie**

Auf Basis dieser Annahmen ergibt sich ein Unternehmenswert von 39,8 Mio. Euro, bzw. 4,15 Euro je Aktie. Dem steht ein aktueller Börsenwert von 31,5 Mio. Euro bzw. 3,28 Euro je Aktie gegenüber – eine spürbare Unterbewertung, wenn sich das Geschäft von Cancom entsprechend dem oben angenommenen Wachstumspfad entwickelt.

**Unser Anlageurteil: „Spekulativ kaufen“**

Der Gewinn von Cancom dürfte bei weiterhin guter Branchenkonjunktur und steigenden Umsätzen überproportional profitieren. So lange dem Management bei Zukäufen kein gravierender Fehler unterläuft, verfügt das Unternehmen über einen positiven Hebeleffekt. Für diese Perspektiven weist das Unternehmen derzeit angesichts einer Umsatzbewertung 2005 von etwa 0,13 ein attraktives Chance-Risiko-Verhältnis auf. Im Zentrum der weiteren Beobachtung stehen die Fragen, ob es Cancom gelingt, die vorhandenen Renditepotentiale tatsächlich zu heben, und ob die gesamtwirtschaftliche Entwicklung den IT-Sektor durch zumindest moderate Wachstumszahlen weiter stützt. In Abwägung dieser Faktoren lautet unser aktuelles Anlageurteil „Spekulativ kaufen“.

## Disclaimer

Die in diesem Dokument publizierten Angaben begründen weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Anlageinstrumenten oder zum Tätigen sonstiger Transaktionen. Weder die Autoren noch die Performaxx Research GmbH haften für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art, die im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Studie stehen. Jedes Investment in Aktien, Anleihen oder Optionen ist mit Risiken behaftet. Lassen Sie sich bei Ihren Anlageentscheidungen von einer qualifizierten Fachperson beraten. Alle ausländischen Kapitalmarktregelungen, die die Erstellung, den Inhalt und Vertrieb von Research betreffen, sind anzuwenden und müssen vom Lieferanten wie vom Empfänger in jeder Hinsicht beachtet werden. Die Performaxx Research GmbH und/oder ihre unmittelbaren oder mittelbaren Tochter- oder Beteiligungsunternehmen, Aktionäre, Führungskräfte und/oder ihre festen oder freien Mitarbeiter können eine Long- oder Shortposition in dem beschriebenen Wertpapier und/oder Optionen, Futures und andere Derivate, die auf diesem Wertpapier basieren oder andere Investments, die sich auf in diesem Bericht veröffentlichte Ergebnisse beziehen, halten oder künftig erwerben.

## Über Performaxx

Die Performaxx Research GmbH betreibt unabhängige Wertpapier- und Finanzmarktanalyse. Unsere Leistungen umfassen das gesamte Spektrum unternehmens- und kapitalmarktbezogener Analyseprodukte, von maßgeschneiderten Research-Projekten für institutionelle Kunden bis zur regelmäßigen Coverage börsennotierter Unternehmen. Wir betreuen ausschließlich professionelle Marktteilnehmer. Unser Leistungskatalog umfasst Pre-IPO-Research, IPO-Research, Follow-up-Research sowie Markt-Research.

Weiterführende Informationen geben wir Ihnen gerne in einem persönlichen Gespräch. Sie erreichen uns unter:

Performaxx Research GmbH  
Balanstr. 16  
81669 München

Tel.: + 49 (0) 89 / 44 77 16-0  
Fax: + 49 (0) 89 / 44 77 16-20

Internet: <http://www.performaxx.de>  
E-Mail: [kontakt@performaxx.de](mailto:kontakt@performaxx.de)