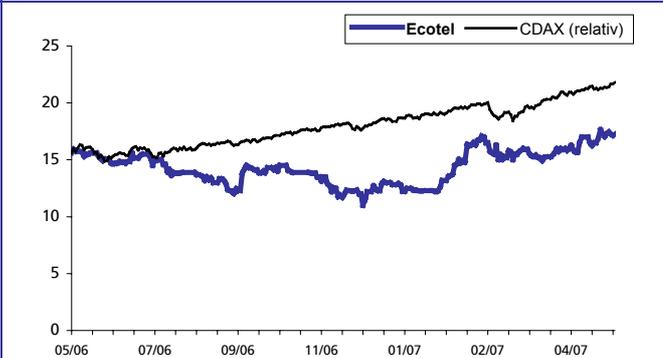


Kaufen Risiko: **Kursziel: EUR 23,80**
(alt: Kaufen) hoch

Nacamar treibt Umsatz und Ergebnis

Bloomberg: E4C GY Kurs: EUR 17,25
Reuters: E4CG.DE CDAX: 698,71
ISIN: DE0005854343
Internet: www.ecotel.de
Segment: Freiverkehr
Branche: Telekommunikationsdienstleistungen



Kursdaten: Bloomberg 22.05.2007 / Schlusskurs

Kurs Hoch / Tief 52 Wochen: EUR 17,80 / EUR 11,00
Marktkapitalisierung: EUR 60,38Mio.
Aktienzahl: 3,50 Mio.

Aktionäre: Streubesitz 54,6%
Peter Zils 34,6%
Tim Schulte Havermann 2,3%
GVA AG 1,8%
Asgard Int. 6,7%

Termine: Quartalsbericht Q2/2007 Mai 2007
Hauptversammlung Juni 2007

Analyse: SES Research

Veröffentlichung: 23.05.2007
Jochen Reichert (Analyst) +49-(0)40 309537-13

Institutionelle Kundenbetreuung: M.M.Warburg & CO

Barbara C. Effler (Head of Equities) +49-(0)40 3282-2636
Institutional Equity Sales
Christian Alisch +49-(0)40 3282-2667
Thomas Dinges +49-(0)40 3282-2635
Matthias Fritsch +49-(0)40 3282-2696
Dr. James F. Jackson +49-(0)40 3282-2664
Oliver Jürgens +49-(0)40 3282-2666
Benjamin Kassen +49-(0)40 3282-2630
Marina Konzog +49-(0)40 3282-2669
Linn Lenné +49-(0)40 3282-2695
Dirk Rosenfelder +49-(0)40 3282-2692
Marco Schumann +49-(0)40 3282-2665
Andreas Wessel +49-(0)40 3282-2663
Sales Trading
Oliver Merckel +49-(0)40 3282-2634
Thekla Struve +49-(0)40 3282-2668
Gudrun Bolsen +49-(0)40 3282-2679
Nils Carstens +49-(0)40 3282-2701
Jörg Treptow +49-(0)40 3282-2658
Sales Assistance
Wiebke Möller +49-(0)40 3282-2703
Kerstin Muthig +49-(0)40 3282-2632

Ecotel veröffentlichte letzte Woche die Zahlen für das erste Quartal 2007. Der Umsatz stieg um 70% auf EUR 20,6 Mio. Dabei ist allerdings zu beachten, dass davon ca. EUR 4 Mio. aus der per 01.02.2007 erstmalig konsolidierten Tiscali Nacamar resultieren. 76% der Umsatzerlöse wurden im Segment Geschäftskunden (EUR 15,7 Mio.; +103%) und 23% im Segment Wiederverkäufer (EUR 4,7 Mio.; +9%) erzielt. Das EBIT konnte deutlich überproportional gesteigert werden. Gegenüber dem Vorjahresquartal stieg das operative Ergebnis um 83% auf EUR 2,4 Mio. (EBIT-Marge: 11,7%). Dabei sollte Nacamar mit knapp 38% (EUR 0,9 Mio.) beigetragen haben.

Ecotel bestätigte den Ausblick für das Gesamtjahr, einen Umsatz von über EUR 100 Mio. sowie ein EBIT von über EUR 10 Mio. zu erzielen.

Kern der Strategie von ecotel ist, das Produktportfolio erheblich auszuweiten und dadurch den durchschnittlichen Umsatz pro Geschäftskundenauftrag von EUR 980 in 2006 auf knapp EUR 1.600 in 2008 auszuweiten (ohne Nacamar). Entsprechend hat ecotel bereits in 2006 das Produktportfolio um Daten- und Accessprodukte erweitert. Darüber hinaus sollen durch Akquisitionen sowohl der Geschäftskundenstamm als auch das Produktportfolio erweitert werden. Mit der Übernahme von Nacamar ist ecotel ein entscheidender strategischer Schritt in dieser Richtung gelungen. Wir gehen davon aus, dass im laufenden Geschäftsjahr 2007 weitere Akquisitionen folgen werden.

In unserem bisherigen Modell gehen wir davon aus, dass ecotel in 2007e den durchschnittlichen Umsatz pro Kundenauftrag (ohne Nacamar) auf EUR 1.250 steigern kann. Dies erscheint aus heutiger Sicht zu ambitioniert. Wir gehen davon aus, dass ecotel per 31.03.2007 ca. 42 Tsd. Kundenverträge (ohne Nacamar) hatte. Bezogen auf einen Umsatz von EUR 11,7 Mio. (Umsatz Geschäftskunden ohne Nacamar) entspricht dies einem ARPU im Quartal von EUR 278. Linear hochgerechnet auf 4 Quartale würde sich ein Jahres-ARPU von EUR 1.112 ergeben. Daher erwarten wir für den „alten“ Kundenstamm von ecotel einen neuen durchschnittlichen Jahresumsatz von EUR 1.180. Dies ist im Wesentlichen darauf zurückzuführen, dass die von uns erwartete Mobilfunklösung zu einem späteren Zeitpunkt eingeführt wird.

(Fortsetzung auf Seite 2)

Geschäftsjahresende	12/04	12/05	12/06e	12/07e	12/08e
Kennzahlen je Aktie in EUR, andere Angaben in Mio. EUR, Kurs: 17,25 EUR					
Umsatz	26,2	34,7	62,1	108,0	138,7
<i>Rohrertragsmarge</i>	34,5%	33,2%	28,3%	32,7%	31,9%
EBITDA	1,6	2,5	5,4	12,2	16,2
<i>EBITDA-Marge</i>	6,2%	7,4%	8,6%	11,3%	11,7%
EBIT	1,4	2,2	4,6	10,4	14,3
<i>EBIT-Marge</i>	5,4%	6,3%	7,4%	9,7%	10,3%
Nettoergebnis	0,3	1,0	2,9	5,9	8,2
Ergebnis je Aktie	0,11	0,40	0,83	1,68	2,35
Cash-Flow je Aktie	-0,24	-0,34	0,14	-4,34	2,11
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>Dividendenrendite</i>	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Umsatz	3,03	2,29	1,28	0,74	0,57
EV/EBITDA	48,83	31,14	14,84	6,49	4,90
EV/EBIT	55,63	36,13	17,26	7,61	5,56
KGV	156,82	43,13	20,78	10,27	7,34
ROCE	-417,2%	878,9%	204,0%	44,7%	58,9%
Adj. Free Cash Flow Yield	-1,1%	-1,5%	0,6%	-19,1%	9,3%



Auch wenn wir unsere ARPU-Erwartung für den Kundenstamm ecotel „alt“ leicht zurücknehmen, bleibt die Wachstumsstory intakt: Unsere Prognosen belassen wir weiter unverändert, da unsere Umsatzschätzung für Nacamar in Höhe von EUR 19,5 Mio. eher zu konservativ erscheint. Für ecotel „alt“ müssten wir unseren Umsatz auf Grund der leicht reduzierten ARPU-Annahme um EUR 3 Mio. reduzieren. Dies sollte durch Nacamar ausgeglichen werden können.

Mit Ausweitung des Produktportfolios wird der Umsatz mit Bestandskunden bis 2008 deutlich ausgeweitet. Darüber hinaus hat sich ecotel mit der Akquisition von Nacamar einen neuen Kundenkreis sowie neue Produkte (Daten- und Streamingprodukte) erschlossen. Mit einem KGV 08e von 7,3 ist die Aktie nach wie vor deutlich unterbewertet. Wir empfehlen die Aktie weiter zum Kauf.

Rechtshinweis: Der Rechtshinweis sowie aktualisierte Veröffentlichungen gemäß § 34b WpHG und FinAnV bezüglich des/der hier analysierten Wertpapiers/Wertpapiere können im Internet unter der Adresse <http://www.mmwarburg.com/research/disclaimer/disclaimer.htm> abgerufen werden. Der Rechtshinweis und die Veröffentlichungen sind Bestandteil dieser Analyse und sollten bei Entscheidungen, die auf dieser Analyse beruhen, berücksichtigt werden.

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 Inhaltes oder von Teilen.