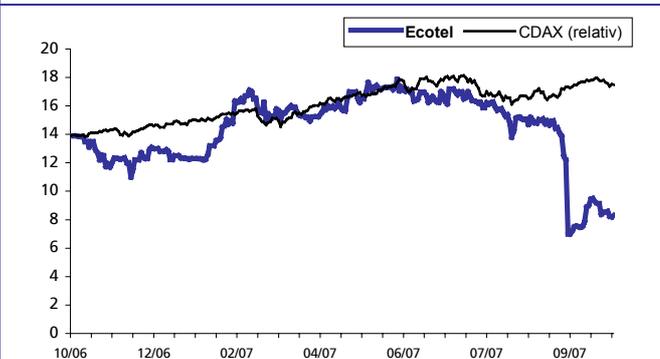


**Halten** Risiko: **Kursziel: EUR 10,00** **nacamar schafft Unsicherheiten**  
(alt: Kaufen) hoch

Bloomberg: E4C GY Kurs: EUR 8,30  
Reuters: E4CG.DE CDAX: 715,18  
ISIN: DE0005854343  
Internet: www.ecotel.de  
Segment: Prime Standard  
Branche: Telekommunikationsdienstleistungen



Kursdaten: Bloomberg 24.10.2007 / Schlusskurs

Kurs Hoch / Tief 52 Wochen: EUR 17,86 / EUR 6,34  
Marktkapitalisierung: EUR 32,37 Mio.  
Aktienzahl: 3,90 Mio.

Aktionäre: Streubesitz 46,38%  
Peter Zils 31,05%  
Information Techn. R&D 12,45%  
AvW Gruppe 10,12%

Termine: Zahlen Q3/07 15.11.2007

#### Analyse: SES Research

Veröffentlichung: 25.10.2007  
Jochen Reichert (Analyst) +49-(0)40 309537-13  
Alexander Braun (Analyst) +49-(0)40 309537-29

#### 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  
Patrick Schepelmann +49-(0)40 3282-2700  
**Sales Assistance**  
Wiebke Möller +49-(0)40 3282-2703

ecotel ist als **Anbieter von integrierten TK- und Datenlösungen** positioniert. Aktuell verfügt das Unternehmen über rund **49.000 Kundenverträge** (Bereich SME, ohne nacamar) mit einem durchschnittlichen Umsatz pro Kundenauftrag von EUR 1.000 Tsd. (ohne nacamar; siehe SES Umsatzmodell Small Business). Der Kern der Strategie von ecotel besteht darin, **sich als Full Service Provider** (Sprache Mobilfunk, VoIP, Daten, Anschluss) zu positionieren. Dafür wurde die Wertschöpfungskette in erheblichem Umfang erweitert.

Die **Erweiterung der Wertschöpfungskette** sollte mit der **Ausweitung des durchschnittlichen Umsatzes pro Kunden** einhergehen und somit die Grundlage für das Umsatzwachstum des in den Geschäftsjahren 2007 bis 2009 bilden. Mit dem Erwerb der Nakamar wurde das Produktportfolio im großen Umfang insbesondere um Daten- und Streaming Produkte erweitert. SES war bisher von einem deutlichen Anstieg der Top- und bottom line ausgegangen. Jedoch verdeutlichen die aktuellen Zahlen, dass die von SES bis 2009 erwartete Wachstum zu ambitionierter erscheint. **Überraschend** für SES war die **am 21.09.2007 veröffentlichte Gewinnwarnung**, die durch Unstimmigkeiten im Rahmen des Kaufs von nacamar für eine hohe Unsicherheit gesorgt hat.

**Positiv zu werten ist**, dass Ecotel in 1H07 insgesamt **12 Tsd. Anschlüsse schalten konnte** und einen **Order backlog** von rund 18 Tsd. aufweist (SES e). Ende des Jahres wird ecotel damit beginnen, Mobilfunkprodukte an die bestehende Kundenbasis zu vermarkten. Damit schafft sich ecotel weiteres Wachstumspotential. Zusätzliches Wachstumspotential erschließt sich ecotel aus der Akquisition des E-Payment Providers Pro Wertkartenverkauf. Die Gesellschaft entwickelt eine Lösung zum Aufladen von Prepaidkarten via Internet. Zudem wird bereits eine Online-Lösung zur Abwicklung von real-time Zahlungen vermarktet.

Auf Basis des DCF-Modells ergibt sich ein fairer Wert von neu EUR 12,20. Vor dem Hintergrund der **unerwarteten Gewinnwarnung**, der **Unsicherheiten bei nacamar** sowie beim Wachstumspotential der neuen Produkte und Lösungen (insbesondere Mobilfunk) nimmt SES einen Risikoabschlag auf den Fair Value vor. Das Kursziel lautet EUR 10. SES senkt das Rating zunächst auf **Halten** (alt: Kaufen).

Geschäftsjahresende	12/05	12/06	12/07e	12/08e	12/09e
Kennzahlen je Aktie in EUR, andere Angaben in Mio. EUR, Kurs: 8,30 EUR					
Umsatz	34,8	56,3	88,4	98,9	106,5
Rohtragsmarge	33,5%	28,4%	32,2%	33,0%	32,5%
EBITDA	2,5	4,5	8,1	10,4	11,7
EBITDA-Marge	7,1%	8,0%	9,2%	10,5%	11,0%
EBIT	2,1	3,8	6,0	8,1	9,2
EBIT-Marge	6,1%	6,7%	6,8%	8,2%	8,7%
Nettoergebnis	1,4	2,4	4,2	5,9	6,8
Ergebnis je Aktie	0,53	0,72	1,07	1,51	1,75
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Umsatz	1,25	0,77	0,49	0,44	0,41
EV/EBITDA	17,65	9,61	5,34	4,19	3,73
EV/EBIT	20,59	11,45	7,20	5,34	4,70
KGV	15,66	11,53	7,76	5,50	4,74
ROCE	102,7%	33,1%	18,3%	17,2%	17,9%
Adj. Free Cash Flow Yield	8,2%	17,9%	10,7%	19,5%	22,2%

### Gewinnwarnung sorgt für Unsicherheit

Die von ecotel veröffentlichten Zahlen des ersten Halbjahres 2007 (Umsatz +65% auf EUR 42,5 Mio.; EBITDA +150% auf EUR 5,7 Mio.) rücken mit der am 21.09.2007 veröffentlichten Gewinnwarnung in den Hintergrund. Das Ausmaß der Unstimmigkeiten im Rahmen des Kaufs von nacamar lässt sich zum jetzigen Zeitpunkt nicht vollständig bewerten. Jedoch steht fest, dass die dem Erwerb zugrunde liegenden Finanzkennzahlen (SESe: Umsatz 2006: EUR 21 Mio.; EBIT 2006: EUR 4 Mio.), welche Grundlage der bisherigen Planung waren, zu korrigieren sind. In diesem Zusammenhang reduzierte ecotel ihre Guidance deutlich auf einen für 2007 erwarteten Umsatz von EUR 90 Mio. (vorher: EUR 100 Mio.) bei einem EBIT von EUR 6 Mio. (vorher: EUR 10 Mio.).

### Organisches Wachstum im Kerngeschäft hinter den Erwartungen

Auch unter Berücksichtigung der Unregelmäßigkeiten bei den Halbjahreszahlen (verlässliche Umsatz- und Ergebniszahlen liegen SES derzeit nicht vor) wird offensichtlich, dass der deutliche Anstieg der Top-Line vor allem auf den Erwerb von Tiscali nacamar zurückzuführen ist (Februar 2007; Umsatz 2006e: ca. EUR 19 Mio.). Gegenüber dem ersten Halbjahr 2006 stieg der Umsatz von EUR 25,8 Mio. um knapp 65% auf EUR 42,5 Mio. nacamar sollte einen Umsatzbeitrag von ca. EUR 10 Mio. geleistet haben. Somit beträgt das organische Wachstum yoy EUR 32,5 Mio. bzw. knapp 26%. Dies ist im Wesentlichen auf die Anschlussübernahme zurückzuführen. Bis Ende Juni hat ecotel nach eigenen Angaben ca. 12 Tsd. Anschlüsse übernommen mit einem ARPU von durchschnittlich ca. EUR 33 pro Anschluss.

Die im Juni 2007 bekannt gegebene Akquisition von ADTG Allgemeine Telefondienstleistungs GmbH wird gemäß ecotel ab 01.07.2007 konsolidiert. SES geht davon aus, dass ADTG über ein Portfolio von ca. 5.500 Verträgen verfügt bei einem ARPU von durchschnittlich EUR 1.000 pro Jahr.

### Aktionärswechsel sorgte für zusätzliche Unsicherheit

Anfang Oktober veräußerte Absolute Capital Management (ACM) ca. 970 Tsd. Aktien, was rund 25% des Grundkapitals entspricht. Diese wurden im wesentlichen von zwei Investoren (Inform. Tech. R&D sowie von AvW) übernommen. Die Krise um den ACM Fonds sorgte neben der Gewinnwarnung für zusätzlichen Druck auf die Aktie.

### Erweiterung der Wertschöpfungskette durch Einstieg als MVNO

Im September 2007 hat ecotel den Einstieg in die Mobilfunkvermarktung für Geschäftskunden vollzogen. Als operative Plattform dient die mvneco GmbH (ecotel hält 45% an der im April 2007 gegründeten Gesellschaft und kann eine Option auf Erwerb einer Mehrheitsbeteiligung ausüben). Über diese Plattform bietet ecotel ihren Geschäftskunden zukünftig Konvergenzprodukte aus Festnetz und Mobilfunk an. Der Vertrieb der Produkte erfolgt über die ecotel AG.

Um bestehende Einkaufs- und Produktkapazitäten zu nutzen werden ab 2008 neben den Sprachprodukten auch Mobilfunkprodukte

## Equity Story

## Bewertung

## Kennzahlen

und Breitbandanschlüsse über die Tochtergesellschaft ecotel private AG an Privatkunden vertrieben (indirekter Vertriebsweg). Die von ecotel in 2007 akquirierten Gesellschaften PPRO Wertkartenverkauf GmbH (Internet-basierte Zahlungs-Abwicklung) und die easybell GmbH (Anbieter von TK-Produkten für preissensitive Privatkunden) liefern zusätzliches Know-how und ermöglichen eine Vertiefung der Wertschöpfungskette.

### Wettbewerbsqualität

ecotel ist ein Anbieter von integrierten TK- und Datendiensten für kleine und mittelständische Unternehmen (Segment Geschäftskunden). Durch den Kauf von nacamar hat ecotel den Einstieg in das Geschäft mit großen mittelständischen Kunden und Großkunden vollzogen. Darüber hinaus bietet ecotel TK-Services für Drittunternehmen an und ist Großhändler von Telefonminuten.

Kern der Equity Story ist es, den Umsatz pro Kundenauftrag (AR-PU) im Bereich SME über die Erweiterung der Wertschöpfungskette und des Produktportfolios sukzessive zu steigern. Die Strategie im Bereich SME beruht im Wesentlichen auf den folgenden drei Säulen:

### Komplettangebot an Sprach- und Datenlösungen für Small Business Kunden

Im Bereich Small Business basiert die Strategie von ecotel auf der Erweiterung der Wertschöpfungskette. Das Produktportfolio des Unternehmens umfasst das komplette Angebot an Sprach- und Datenprodukten (Telefonie, Breitband, VOIP, Mobilfunk, etc.). ecotel erwartet, dass bestehende Kunden einen immer größeren Teil ihres jährlichen TK-Budgets an ecotel vergeben. Dies sollte die Kunden an ecotel binden und die Loyalität deutlich erhöhen.

### Breite Vertriebsbasis

ecotel vermarktet die Produktpalette an größere Unternehmen sowie Verbundgruppen über einen **eigenen, direkten Vertrieb sowie über Telesales**. Darüber hinaus verfügt ecotel über einen **indirekten Vertriebskanal** (mehr als 500 Vertriebspartner). Die indirekten Vertriebskanäle betreuen 84% der ecotel-Kunden und erzielen auf Basis von 2005 ca. 75% des Umsatzes. Über Verbundgruppen (Organisationen, in denen spezifische Berufsgruppen und/oder Unternehmen ähnlicher Geschäftstätigkeiten zusammengefasst sind) erreicht ecotel mehr als 50.000 Unternehmen. ecotel handelt mit den Verbundgruppen Rahmenverträge aus, zu deren Konditionen die jeweiligen Mitgliedsunternehmen ecotel-Produkte beziehen können. Mit dem Kauf von nacamar hat sich ecotel zudem eine Vertriebsbasis für große mittelständische Kunden und Großkunden erschlossen.

### Eigenes Billing

Ecotel versucht sich gegenüber zahlreichen Wettbewerbern durch ein eigenes Billing-System abzugrenzen. TK-Dienstleister, die kein eigenes Zahlungssystem betreiben, haben nicht die Möglichkeit, eigene Rechnungen an die Kunden zu schicken. Stattdessen taucht der Rechnungsbetrag als Posten auf den Abrechnungen eines anderen Dienstleisters auf (z.B. als Posten auf der Rechnung der Dt. Telekom). Die Kundenbindung wird durch die Möglichkeit

## Equity Story

## Bewertung

## Kennzahlen

der eigenen Rechnungsstellung erhöht. Zudem werden die Prozessabläufe optimiert und die Kosten gesenkt.

### Neben KMUs auch Großkunden im Fokus

Im Bereich Small Business ist ecotel weiterhin auf kleine und mittelständische Unternehmen fokussiert, die in der Regel ein jährliches TK-Budget von weniger als EUR 15.000 zu vergeben haben. In 2006 lag der ARPU pro Kundenauftrag bei ca. EUR 934. Damit adressiert ecotel Unternehmenskunden, die nicht zu der Kernzielgruppe der großen TK-Anbieter gehören.

Durch den Kauf der Tiscali nacamar GmbH, die den Geschäftskundenbereich der Tiscali in Deutschland umfasst, erweiterte ecotel Anfang 2007 ihren Kundenstamm. Mit nacamar adressiert ecotel größere mittelständische Unternehmen und Großkunden und befindet sich in Konkurrenz beispielsweise zu QSC, Telefonica, BT, T-Systems. Mit Erwerb der nacamar hat ecotel sich den Markt für größere mittelständische Kunden Großkunden erschlossen und ein eigenes Backbone-Netz hinzubekommen.

### Prognosenanpassung

Zentraler Punkt des erwarteten Umsatzwachstums der nächsten Jahre ist die Erweiterung der Wertschöpfungskette (neben Sprach- auch Datenprodukte, Einstieg als MVNO) und die damit erwartete Ausweitung des ARPU.

Ursprünglich erwartete SES bis 2008 einen Anstieg auf EUR 1.620, die Ergebniskennziffern des ersten Halbjahres deuten jedoch darauf hin, dass diese Zahl zu ambitioniert ist. Zum einen hat ecotel geplant, bereits zu Beginn 2007 in das Mobilfunkgeschäft einzusteigen. Zum anderen erscheint die SES ARPU-Erwartung für 2007 von EUR 1.180 nicht mehr realistisch. Dies veranlasst SES zu einer Anpassung der ARPU-Erwartungen. In 2007 geht SES neu von einem ARPU EUR 1.050 und in 2008 von EUR 1.200 aus. Die ARPU-Steigerungen sollten im Wesentlichen durch weitere Anschlussübernahmen bei Bestandskunden sowie das im September neu gestarteten Mobilfunkgeschäft resultieren. Per Ende 2007 erwartet SES einen Vertragsbestand von 49 Tsd.

Zu berücksichtigen ist hier jedoch, dass gemäß Aussagen des Unternehmens der ecotel-Vertrieb auch Neukunden für Nakamar gewinnt. Würden diese der ecotel zugerechnet werden, würde der ARPU im Bereich Small Business höher ausfallen.

Der deutliche Anstieg der Anzahl der Kundenverträge in 2007 resultiert überwiegend aus dem Kauf der ATDG (+5.500 neue Kundenverträge). Für 2008 erwartet SES nur einen leichten Anstieg auf 49.500 Kundenverträge. Mit Ausweitung des ARPU pro Kundenauftrag sollte die Rohertragsmarge leicht ansteigen. Im Anschlussbereich erzielt ecotel zwar deutlich geringere Rohertragsmargen als mit den bisherigen Aktivitäten. Jedoch liegen die Rohertragsmargen im Mobilfunkbereich deutlich oberhalb der Margen des bisherigen Geschäfts. Der Effekt aus Mobilfunkaktivitäten sollte größer sein als der Effekt aus Anschlussprodukten.

## Equity Story

## Bewertung

## Kennzahlen

Folgende Tabelle verdeutlicht die SES-Erwartungen für den Bereich SME.

Prognosen ecotel Small Business				
	2005	2006	2007e	2008e
Zahl der Kundenverträge	36.800	46.000	49.000	49.500
ARPU pro Kundenvertrag in €	870	934	1.000	1.150
<b>Umsatz in Mio. €</b>	<b>32,0</b>	<b>43,0</b>	<b>49,0</b>	<b>56,9</b>
Veränderung in%	22%	34,2%	14,0%	16,2%
<b>Rohertrag</b>	<b>11,3</b>	<b>16,3</b>	<b>18,8</b>	<b>21,6</b>
Rohertrags-Marge	35,3%	38,0%	38,3%	38,0%
<b>EBIT</b>	<b>2,5</b>	<b>4,4</b>	<b>4,7</b>	<b>5,6</b>
EBIT-Marge	7,8%	10,2%	9,6%	9,8%
Veränderung in%	57,1%	76,0%	6,8%	19,1%

Quelle: SES Research

Für das Segment Wiederverkaufslösungen gestaltet sich die Planung schwieriger. Zwar könnten als Planungsgrundlage Minutenvolumen und durchschnittlicher Preis herangezogen werden, da sich Einkaufsbedingungen im Spot-Markt für Telefonminuten aber permanent ändern und das gehandelte Minutenvolumen stark von der Preissituation der Märkte abhängt, ist aus unserer Sicht eine Planung auf Basis von Minuten und durchschnittlichen Preisen relativ schwer durchzuführen. Der erwartete EBIT-Beitrag des Segments in 07e und 08e sollte bei EUR -0,15 Mio. bzw. EUR 0,3 Mio. liegen. Nachfolgende Tabelle fasst die Prognosen für das Segment Wiederverkaufslösungen zusammen.

Prognosen Segment Wiederverkaufslösungen				
	2005	2006	2007e	2008e
<b>Umsatz</b>	<b>2,7</b>	<b>19,4</b>	<b>20,0</b>	<b>21,8</b>
Veränderung	n.a.	619%	3%	9%
<b>Rohertrag</b>	<b>0,2</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,9</b>
Rohertrags-Marge	7,4%	5,7%	5,5%	8,7%
Veränderung	n.a.	450%	0%	73%
<b>EBIT</b>	<b>-0,60</b>	<b>0</b>	<b>-0,15</b>	<b>0,30</b>
EBIT-Marge	n.a.	n.a.	-0,8%	1,4%
Veränderung	n.a.	n.a.	n.a.	-300%

Quelle: SES Research

Im Gegensatz zum Segment Small Business erfolgt die Ermittlung der Planzahlen für den Bereich Großkunden nicht über die ARPU. Die Kundengröße variiert zu stark. In unseren Planungen wird unterstellt, dass ecotel ausgehend vom geschätzten Umsatz in 2006 (EUR 19 Mio.) im Bereich der Großkunden bis 2008e mit 3% p.a. wächst.

Equity Story

Bewertung

Kennzahlen

Prognosen ecotel Nacamar			
	2006e	2007e	2008e
<b>Umsatz in Mio. €</b>	<b>19,0</b>	<b>19,4</b>	<b>20,2</b>
Veränderung in%		2,0%	4,0%
<b>Rohertrag</b>	<b>8,5</b>	<b>8,6</b>	<b>9,1</b>
Rohertrags-Marge	44,0%	44,5%	45,0%
<b>EBIT</b>	<b>1,0</b>	<b>1,5</b>	<b>2,2</b>
EBIT-Marge	5,3%	7,5%	11,0%
Veränderung in%		45,4%	52,5%

Quelle: SES Research

Die Planungen der drei Bereiche aggregieren sich zu folgendem Umsatzmodell:

Übersicht Prognosen ecotel-Gruppe				
	2006	2007e	2008e	2009e
<b>Umsatz</b>	<b>56,3</b>	<b>88,4</b>	<b>98,9</b>	<b>106,5</b>
Veränderung	32,7%	57%	12%	8%
<b>Rohertrag</b>	<b>16,0</b>	<b>28,5</b>	<b>32,6</b>	<b>34,6</b>
Veränderung	29,0%	78%	14%	6%
in% des Umsatzes	28,4%	32,2%	33,0%	32,5%
<b>Personalkosten</b>	<b>5,0</b>	<b>10,6</b>	<b>11,6</b>	<b>11,8</b>
Veränderung	20,7%	111%	9%	2%
in % des Umsatzes	8,9%	12,0%	11,7%	11,1%
<b>sonstige betriebliche Aufwendungen</b>	<b>6,8</b>	<b>10,0</b>	<b>10,9</b>	<b>11,4</b>
Veränderung	23,4%	48%	9%	4%
in% des Umsatzes	12%	11%	11%	11%
<b>EBIT</b>	<b>3,8</b>	<b>6,0</b>	<b>8,1</b>	<b>9,2</b>
Veränderung	47,9%	59%	35%	14%
in% des Umsatzes	6,7%	6,8%	8,2%	8,7%
<b>Nettogewinn</b>	<b>2,4</b>	<b>4,2</b>	<b>5,9</b>	<b>6,8</b>
Veränderung	365,0%	n.m.	n.m.	16%
in% des Umsatzes	4%	5%	6%	6%

Quelle: SES Research

Aus den obigen Tabellen geht eindeutig hervor, dass die erwartete Umsatzsteigerung in den Jahren 2008e und 2009e schwerpunktmäßig auf eine Ausweitung bzw. Steigerung des ARPU beruht. Dies zeigt die strategische Bedeutung einer erfolgreichen Umsetzung der Erweiterung der Wertschöpfungskette.

Nachfolgende Tabelle gibt eine Übersicht über unsere Prognoseänderungen:

## Equity Story

## Bewertung

## Kennzahlen

Geschäftsjahresende	12/05	12/06	12/07e	12/08e	12/09e
Kennzahlen je Aktie in EUR, andere Angaben in Mio. EUR, Kurs: 8,30 EUR					
<b>Umsatz</b>	34,8	56,3	88,4	98,9	106,5
Umsatz (alt)			108,0	138,7	149,8
Delta			-18,2%	-28,7%	-28,9%
<b>EBITDA</b>	2,5	4,5	8,1	10,4	11,7
Marge	7,07%	8,03%	9,20%	10,50%	10,95%
EBITDA (alt)			12,2	16,2	17,6
Delta			-33,3%	-35,9%	-33,7%
<b>EBIT</b>	2,1	3,8	6,0	8,1	9,2
Marge	6,06%	6,74%	6,83%	8,22%	8,68%
EBIT (alt)			10,4	14,3	15,7
Delta			-42,0%	-43,1%	-41,2%
<b>Nettoergebnis</b>	1,4	2,4	4,2	5,9	6,8
Marge	3,94%	4,25%	4,74%	5,97%	6,42%
Nettoergebnis (alt)			5,9	8,2	9,6
Delta			-29,0%	-28,0%	-28,8%
<b>Ergebnis je Aktie</b>	0,53	0,72	1,07	1,51	1,75
Ergebnis je Aktie (alt)			1,68	2,35	2,74
Delta			-36,3%	-35,7%	-36,1%
<b>Dividende je Aktie</b>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dividendenrendite	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Dividende (alt)				0,00	0,00
Delta			n.a.	n.m.	n.m.
<b>EV/Umsatz</b>	1,25	0,77	0,49	0,44	0,41
<b>EV/EBITDA</b>	17,65	9,61	5,34	4,19	3,73
<b>EV/EBIT</b>	20,59	11,45	7,20	5,34	4,70
<b>KGV</b>	15,66	11,53	7,76	5,50	4,74
<b>ROCE</b>	102,7%	33,1%	18,3%	17,2%	17,9%
<b>Adj. Free Cash Flow Yield</b>	8,2%	17,9%	10,7%	19,5%	22,2%

## Bewertung

Auf Basis unserer Annahmen ergibt sich ein fairer Wert pro Aktie von EUR 12,20. Der Free Cash Flow Yield indiziert ein Upside von deutlich über 100%. Aufgrund der langfristig sinkenden Margen, die von SES unterstellt wurden und die von diesem Modell nicht berücksichtigt werden, ist der FCF-Y aber von geringer Aussagekraft.

## Newsflow

Der zukünftige Newsflow wird vor allem durch die nacamar determiniert sein. Am 15. November 2007 wird ecotel die Zahlen des dritten Quartals vorlegen. Diese sollten Aufschluss über die Entwicklung in den Geschäftsbereichen SBUs und nacamar liefern.

## Zusammenfassung

Im Kerngeschäft ist ecotel ein Anbieter von integrierten TK- und Datendienstleistungen für KMUs. Die Strategie des Unternehmens sieht vor, sich als Full Service Provider zu positionieren. Dafür wurde die Wertschöpfungskette im erheblichen Umfang erweitert: Das Produktportfolio der Gesellschaft umfasst heute das komplette Angebot an Sprach- und Datenprodukten.

Mit dem Kauf von nacamar erweiterte ecotel ihr Kerngeschäft und adressiert fortan auch große mittelständische Kunden und Großkunden.

Die Erweiterung der Wertschöpfungskette sollte mit einem Anstieg des durchschnittlichen Kundenumsatzes im Kerngeschäft einher-

## Equity Story

## Bewertung

## Kennzahlen

gehen. SES war bisher von einem APRU (2008e) in Höhe von EUR 1.620 ausgegangen. Die erwarteten ARPU-Steigerungen sollten über weitere Anschlussübernahmen sowie mit dem Mobilfunkgeschäft realisiert werden. Die ursprünglichen Annahmen erscheinen aus heutiger Sicht als zu ambitioniert, auch unter dem Aspekt, dass der ecotel-Vertrieb Neukunden für Nakamr gewinnt und somit diese Neukunden nicht mehr im Bereich SME auftauchen. Die Umsatzprognosen wurden analog hierzu reduziert.

Für zusätzliche Unsicherheit sorgte die am 21.09.2007 veröffentlichte Gewinnwarnung. Die Unstimmigkeiten im Rahmen des Kaufs von nacamar erfordern, dass die dem Erwerb zugrunde liegenden Finanzkennzahlen (SESe: Umsatz 2006: EUR 21 Mio.; EBIT 2006: EUR 4 Mio.), welche Grundlage der bisherigen Planung waren, korrigiert werden mussten.



## Equity Story

## Bewertung

## Kennzahlen

## Kennzahlen (ecotel)

GuV (in Mio. EUR)	2006	2007e	2008e	2009e
Umsatz	56,3	88,4	98,9	106,5
Gesamtleistung	56,3	88,4	98,9	106,5
Materialaufwand	40,3	59,9	66,3	71,9
Rohrertrag	16,0	28,5	32,6	34,6
Personalkosten	5,0	10,6	11,6	11,8
Sonstiger betrieblicher Aufwand	6,8	10,0	10,9	11,4
EBITDA	4,5	8,1	10,4	11,7
Abschreibungen	0,7	2,1	2,3	2,4
- davon Goodwill-Abschreibungen	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	3,8	6,0	8,1	9,2
Finanzergebnis	0,0	-0,8	-0,8	-0,7
Außerordentliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	3,8	5,2	7,4	8,5
Steuern	1,5	1,0	1,5	1,7
Nettoergebnis vor Minoritäten	2,3	4,2	5,9	6,8
Nettoergebnis	2,4	4,2	5,9	6,8
Ausschüttung	0,0	0,0	0,0	0,0

Cash-Flow	2006	2007e	2008e	2009e
Operativer Cash-Flow	3,1	6,3	8,2	9,3
Free-Cash-Flow	0,8	-13,3	5,0	6,1
Investitionen	10,8	19,2	2,6	2,7

Bilanz (Mio. EUR)	2006	2007e	2008e	2009e
Sachanlagen	1,6	5,4	6,2	7,0
Immat. Vermögen	8,9	22,0	21,5	21,0
Net Working Capital	-0,2	4,8	5,4	5,8
Umlaufvermögen	17,2	29,5	34,3	39,6
Liquide Mittel	9,4	9,4	12,4	16,5
Eigenkapital	19,9	24,1	30,0	36,9
Rückstellungen	0,4	0,9	0,9	0,9
Finanzverbindlichkeiten	0,0	18,0	16,0	14,0
Nettoliquidität	9,3	-8,7	-3,6	2,5
Bilanzsumme	27,8	57,3	62,3	68,0

Rechnungslegung	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
Geschäftsjahresende	31.12.2006	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009

Wachstumsraten	2006	2007e	2008e	2009e
Umsatz	61,8%	56,9%	11,9%	7,7%
EBITDA	83,7%	79,9%	27,6%	12,3%
EBIT	79,9%	58,9%	34,7%	13,7%
EBT	83,3%	36,4%	41,0%	15,7%
Nettoergebnis	74,8%	74,8%	41,0%	15,7%
Dividende	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

Kostenintensitäten	2006	2007e	2008e	2009e
Materialaufwand / Umsatz	71,6%	67,8%	67,0%	67,5%
Personalaufwand / Umsatz	8,9%	12,0%	11,7%	11,1%

Umsatzaufteilung	2006	2007e	2008e	2009e
Geschäftskunden	32	62	68	77
Wiederverkäufer	3	19	20	22

Kursdaten	
Kurs (EUR)	8,30
Marktkap. (Mio. EUR)	32
Enterprise Value (Mio. EUR)	43

Aktienkennzahlen	2006	2007e	2008e	2009e
Ergebnis je Aktie (EUR)	0,72	1,07	1,51	1,75
Umsatz je Aktie (EUR)	17,01	22,66	25,35	27,31
Free-Cash-Flow je Aktie (EUR)	0,23	-3,40	1,29	1,56
Dividende je Aktie (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00

Bewertungskennzahlen	2006	2007e	2008e	2009e
KGV	11,48	7,73	5,48	4,74
KUV	0,49	0,37	0,33	0,30
EV/SALES	0,77	0,49	0,44	0,41
EV/EBITDA	9,61	5,34	4,19	3,73
EV/EBIT	11,45	7,20	5,34	4,70
KBV	1,63	1,34	1,08	0,88
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Aktienanzahl (Mio.)	2006	2007e	2008e	2009e
Stammaktien ausstehend	3,31	3,90	3,90	3,90
Vorzugsaktien ausstehend				

Rentabilität	2006	2007e	2008e	2009e
EBITDA / Umsatz	8,0%	9,2%	10,5%	11,0%
EBIT / Umsatz	6,7%	6,8%	8,2%	8,7%
EBT / Umsatz	6,8%	5,9%	7,5%	8,0%
Nettoergebnis / Umsatz	4,3%	4,7%	6,0%	6,4%
EK-Rendite	12,0%	17,4%	19,7%	18,5%
GK-Rendite	8,6%	9,5%	11,2%	11,5%
ROCE	33,1%	18,3%	17,2%	17,9%

## Unternehmensprofil

ecotel ist ein Anbieter von integrierten TK- und Datenlösungen (Sprachlösungen, Access, Mobilfunk, VOIP, etc.) mit Fokus auf kleine und mittelständische Unternehmen in Deutschland. Kernpunkte der Strategie sind die Positionierung als virtueller Netzbetreiber (Netzunabhängigkeit), eigene Vermittlungstechnik und Billing-System, Großhändler von Telefonminuten zur Erzielung von Einkaufsvorteilen sowie die Erweiterung der Wertschöpfungskette. Diese bildet gleichzeitig die Grundlage der Wachstumsstrategie, die darauf beruht, den Umsatz pro Kundenauftrag von EUR 934 in 2006 auf EUR 1.150 in 2008e zu erhöhen.

## Management

Peter Zils (Vorsitzender), Achim Theis (Marketing und Vertrieb), Bernhard Seidl (Finanzen, IR)

## Aktionäre

Streubesitz	46,38%
P. Zils	31,05%
Inf.Techn.R&D Holding	12,45%
AvW Gruppe	10,12%

Quellen: Unternehmen (berichtete Daten), SES Research (Prognosen und Kennzahlen), Bloomberg (Kursdaten)

Equity Story

Bewertung

Kennzahlen

## Gewinn- und Verlustrechnung ecotel communication

Gewinn- und Verlustrechnung (in Mio. EUR)	2005	2006	2007e	2008e	2009e
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>34,8</b>	<b>56,3</b>	<b>90,8</b>	<b>101,4</b>	<b>108,0</b>
Sonstige betriebliche Erträge	0,2	0,3	0,2	0,3	0,3
<b>Gesamtleistung</b>	<b>35,0</b>	<b>56,6</b>	<b>91,1</b>	<b>101,7</b>	<b>108,3</b>
Materialaufwand	23,1	40,3	62,3	68,5	72,9
Personalaufwand	3,9	5,0	10,6	11,6	11,5
Sonstige betriebliche Aufwendungen	5,5	6,8	9,5	10,6	11,1
<b>EBITDA</b>	<b>2,5</b>	<b>4,5</b>	<b>8,6</b>	<b>11,0</b>	<b>12,8</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,3	0,6	2,1	2,3	2,4
<b>EBITA</b>	<b>2,1</b>	<b>3,8</b>	<b>6,0</b>	<b>8,1</b>	<b>9,8</b>
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,1	0,2	0,5	0,6	0,6
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>2,1</b>	<b>3,8</b>	<b>6,0</b>	<b>8,1</b>	<b>9,8</b>
Zinsertrag	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0
Zinsaufwendungen	0,0	0,1	0,3	0,0	0,0
Finanzergebnis	0,0	0,0	-0,3	-1,0	-1,0
<b>Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit</b>	<b>2,1</b>	<b>3,8</b>	<b>5,7</b>	<b>7,1</b>	<b>8,8</b>
Außerordentliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>2,1</b>	<b>3,8</b>	<b>5,7</b>	<b>7,1</b>	<b>8,8</b>
EE-Steuern	0,7	1,5	1,1	1,4	1,8
Jahresüberschuss aus fortgeführter Geschäftstätigkeit	1,4	2,3	4,6	5,7	7,0
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>1,4</b>	<b>2,3</b>	<b>4,6</b>	<b>5,7</b>	<b>7,0</b>
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter</b>	<b>1,4</b>	<b>2,4</b>	<b>4,6</b>	<b>5,7</b>	<b>7,0</b>

Gewinn- und Verlustrechnung (in % vom Umsatz)	2005	2006	2007e	2008e	2009e
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
Sonstige betriebliche Erträge	0,5%	0,5%	0,3%	0,3%	0,2%
<b>Gesamtleistung</b>	<b>100,5%</b>	<b>100,5%</b>	<b>100,3%</b>	<b>100,3%</b>	<b>100,2%</b>
Materialaufwand	66,5%	71,6%	68,6%	67,6%	67,5%
Personalaufwand	11,2%	8,9%	11,7%	11,4%	10,6%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	15,7%	12,0%	10,5%	10,4%	10,3%
<b>EBITDA</b>	<b>7,1%</b>	<b>8,0%</b>	<b>9,5%</b>	<b>10,8%</b>	<b>11,8%</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,8%	1,0%	2,3%	2,3%	2,2%
<b>EBITA</b>	<b>6,1%</b>	<b>6,7%</b>	<b>6,7%</b>	<b>8,0%</b>	<b>9,0%</b>
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,2%	0,3%	0,6%	0,6%	0,6%
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>EBIT</b>	<b>6,1%</b>	<b>6,7%</b>	<b>6,7%</b>	<b>8,0%</b>	<b>9,0%</b>
Zinsertrag	0,0%	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%
Zinsaufwendungen	0,1%	0,2%	0,4%	0,0%	0,0%
Finanzergebnis	0,0%	0,1%	-0,4%	-1,0%	-0,9%
<b>Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit</b>	<b>6,0%</b>	<b>6,8%</b>	<b>6,3%</b>	<b>7,0%</b>	<b>8,1%</b>
Außerordentliches Ergebnis	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>EBT</b>	<b>6,0%</b>	<b>6,8%</b>	<b>6,3%</b>	<b>7,0%</b>	<b>8,1%</b>
EE-Steuern	2,1%	2,6%	1,3%	1,4%	1,6%
Jahresüberschuss aus fortgeführter Geschäftstätigkeit	3,9%	4,2%	5,0%	5,6%	6,5%
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>3,9%</b>	<b>4,2%</b>	<b>5,0%</b>	<b>5,6%</b>	<b>6,5%</b>
Anteile Dritter	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter</b>	<b>3,9%</b>	<b>4,3%</b>	<b>5,0%</b>	<b>5,6%</b>	<b>6,5%</b>

Quellen: Unternehmen (berichtete Daten), SES Research (Prognosen)

Equity Story	Bewertung		Kennzahlen		
<b>Bilanz ecotel communication</b>					
<b>Bilanz (in Mio. EUR)</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007e</b>	<b>2008e</b>	<b>2009e</b>
<b>AKTIVA</b>					
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,3	8,9	21,9	21,3	20,7
Sachanlagen	1,1	1,6	5,5	5,8	6,1
Finanzanlagen	0,0	0,2	0,4	0,4	0,4
<b>Anlagevermögen</b>	<b>1,4</b>	<b>10,7</b>	<b>27,8</b>	<b>27,4</b>	<b>27,2</b>
Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände	4,9	7,4	19,0	20,8	21,9
Liquide Mittel	1,5	9,4	9,6	13,0	18,0
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>6,6</b>	<b>17,2</b>	<b>30,2</b>	<b>35,3</b>	<b>41,3</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>8,0</b>	<b>27,8</b>	<b>57,9</b>	<b>62,8</b>	<b>68,5</b>
<b>PASSIVA</b>					
Gezeichnetes Kapital	2,6	3,5	3,5	3,5	3,5
Kapitalrücklage	-0,3	13,9	13,9	13,9	13,9
Gewinnrücklagen	0,1	2,5	2,6	7,1	12,8
Bilanzgewinn	0,0	0,0	4,6	5,7	7,0
<b>Eigenkapital</b>	<b>2,3</b>	<b>19,9</b>	<b>24,5</b>	<b>30,2</b>	<b>37,2</b>
<b>Anteile Dritter</b>	<b>0,0</b>	<b>0,2</b>	<b>2,2</b>	<b>2,2</b>	<b>2,2</b>
<b>Rückstellungen</b>	<b>0,0</b>	<b>0,4</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>
Zinstragende Verbindlichkeiten	0,0	0,0	18,0	16,0	14,0
Sonstige Verbindlichkeiten	5,6	7,3	12,3	13,4	14,2
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>5,6</b>	<b>7,3</b>	<b>30,3</b>	<b>29,5</b>	<b>28,2</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>8,0</b>	<b>27,8</b>	<b>57,9</b>	<b>62,8</b>	<b>68,5</b>
<b>Bilanz (in % der Bilanzsumme)</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007e</b>	<b>2008e</b>	<b>2009e</b>
<b>AKTIVA</b>					
Immaterielle Vermögensgegenstände	3,8%	31,9%	37,8%	33,9%	30,2%
Sachanlagen	13,5%	5,7%	9,5%	9,2%	8,9%
Finanzanlagen	0,0%	0,7%	0,7%	0,6%	0,6%
<b>Anlagevermögen</b>	<b>17,3%</b>	<b>38,3%</b>	<b>47,9%</b>	<b>43,7%</b>	<b>39,7%</b>
Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände	61,0%	26,5%	32,9%	33,1%	31,9%
Liquide Mittel	18,2%	33,6%	16,6%	20,8%	26,2%
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>82,7%</b>	<b>61,7%</b>	<b>52,1%</b>	<b>56,3%</b>	<b>60,3%</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
<b>PASSIVA</b>					
Gezeichnetes Kapital	32,1%	12,6%	6,0%	5,6%	5,1%
Kapitalrücklage	-4,1%	49,8%	24,0%	22,1%	20,3%
Gewinnrücklagen	1,2%	9,0%	4,4%	11,4%	18,7%
Bilanzgewinn	0,0%	0,0%	7,9%	9,1%	10,3%
<b>Eigenkapital</b>	<b>29,2%</b>	<b>71,4%</b>	<b>42,3%</b>	<b>48,1%</b>	<b>54,3%</b>
<b>Anteile Dritter</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,8%</b>	<b>3,8%</b>	<b>3,5%</b>	<b>3,2%</b>
<b>Rückstellungen</b>	<b>0,3%</b>	<b>1,5%</b>	<b>1,6%</b>	<b>1,4%</b>	<b>1,3%</b>
Zinstragende Verbindlichkeiten	0,0%	0,1%	31,1%	25,5%	20,5%
Sonstige Verbindlichkeiten	70,5%	26,2%	21,2%	21,4%	20,7%
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>70,5%</b>	<b>26,3%</b>	<b>52,3%</b>	<b>46,9%</b>	<b>41,1%</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

Quellen: Unternehmen (berichtete Daten), SES Research (Prognosen)

**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/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.**

## Rechtshinweis / Disclaimer

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

## Urheberrechte

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

## Erklärung gemäß § 34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	111	53%
Halten	66	32%
Verkaufen	11	5%
Empf. ausgesetzt	20	10%
<b>Gesamt</b>	<b>208</b>	

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

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	88	59%
Halten	45	30%
Verkaufen	5	3%
Empf. ausgesetzt	10	7%
<b>Gesamt</b>	<b>148</b>	

#### Kurs- und Empfehlungs-Historie ecotel (E4CG.DE) am 24.10.07



Quellen: Factset (Kurse) / SES Research (Empfehlungen)

Die Kästchen oben in der Kurs- und Empfehlungs-Historie zeigen an, zu welchem Zeitpunkt welche Empfehlung durch die SES Research GmbH ausgesprochen wurde. Jedes Kästchen zeigt das Datum an, an welchem der Analyst eine geänderte Empfehlung abgegeben hat. Eine Ausnahme bildet das erste Kästchen; es steht entweder für die aktuelle Empfehlung zu Beginn des angezeigten Zeitraums oder für die erste Empfehlung bei Aufnahme der Coverage innerhalb dieses Zeitraums.