

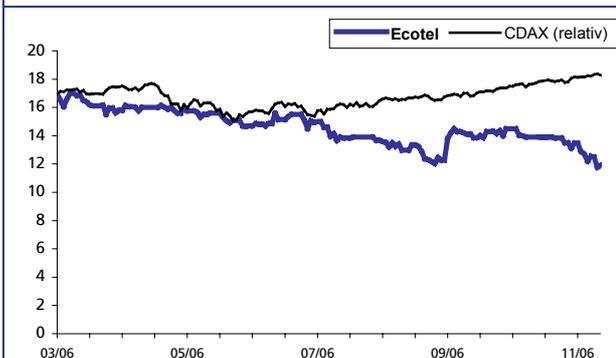
**Kaufen**

Risiko: hoch

**Kursziel: 20,50 €****Transformation schafft Basis für Wachstum**

(Erstschätzung)

Bloomberg:	E4C GR	Kurs:	11,91 €
Reuters:	E4CG.DE	CDAX:	577,97
ISIN:	DE0005854343		
Internet:	www.ecotel.de		
Segment:	Entry Standard/Freiverkehr		
Branche:	Telekommunikationsdienstleistungen		



Kursdaten: Bloomberg 20.11.2006 / Schlusskurs

Kurs Hoch / Tief 52 Wochen:	17,45 € / 11,48 €
Marktkapitalisierung:	41,69 Mio. €
Enterprise Value (EV):	32,69 Mio. €
Aktienzahl:	3,50 Mio.

Aktionäre:	Streubesitz	29,4%
	Peter Zils	34,6%
	Tim Schulte Havermann	18,0%
	GVA AG	7,2%
	Asgard Int.	10,8%

Termine: Geschäftsbericht 2006 Feb./März. 2007

**Analyse: SES Research**

Veröffentlichung: 21.11.2006  
 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**

Matthias Fritsch +49-(0)40 3282-2696  
 Ann-Katrin Gross +49-(0)40 3282-2635  
 Dr. James F. Jackson +49-(0)40 3282-2664  
 Oliver Jürgens +49-(0)40 3282-2666  
 Marina Konzog +49-(0)40 3282-2669  
 Dirk Rosenfelder +49-(0)40 3282-2692  
 Marco Schumann +49-(0)40 3282-2665  
 Andreas Wessel +49-(0)40 3282-2663

**Sales Trading**

Gudrun Bolsen +49-(0)40 3282-2679  
 Oliver Merkel +49-(0)40 3282-2634  
 Tobias Rötthaler +49-(0)40 3282-2701  
 Thekla Struve +49-(0)40 3282-2668

**Sales Assistance**

Wiebke Müller +49-(0)40 3282-2703  
 Kerstin Muthig +49-(0)40 3282-2632

Der **virtuelle Netzbetreiber** ecotel ist als Anbieter von **integrierten TK- und Datenlösungen** für **kleine und mittelständische Unternehmen** positioniert. Derzeit verfügt das Unternehmen über knapp **45.000 Kundenverträge** mit einem durchschnittlichen Umsatz pro Kundenauftrag von 980 €. Kern der Strategie von ecotel besteht darin, sich **als Full Service Provider** (Sprache Mobilfunk, VOIP, Daten, Anschluss) **zu positionieren**. Dafür wird die **Wertschöpfungskette** im laufenden Geschäftsjahr sowie in den Geschäftsjahren 2007e und 2008e **im erheblichen Umfang erweitert**. Die **Erweiterung der Wertschöpfungskette bildet gleichzeitig die Grundlage für das Umsatzwachstum** in den Geschäftsjahren 2007e und 2008e, da sie einhergeht mit einer signifikanten erwarteten **Ausweitung des durchschnittlichen Umsatzes pro Kundenauftrag von 980 € in 2006e auf erwartete 1.600 € in 2008e**.

Gegenüber der Vielzahl von Konkurrenten hat ecotel **wesentliche Abgrenzungsmerkmale** geschaffen: (1) ecotel ist als virtueller Netzbetreiber (**keine Kapitalbindung in Netzinfrastruktur**) mit **eigener Vermittlungstechnik** positioniert. Durch die eigene Vermittlungstechnik kann ecotel die Anrufe über den jeweils in punkto Preis und Qualität besten Netzprovider routen. Gegenüber reinen Resellern schafft dies **Kostenvorteile**. (2) Neben dem Fokus auf Geschäftskunden ist ecotel **Großhändler von Telefonieinheiten**. Dadurch wird das **Einkaufsvolumen für Telefonieinheiten deutlich erhöht**, was Einkaufsvorteile schafft. (3) Mit dem Fokus auf **kleine Kunden-Accounts** ist ecotel in einer Nische positioniert. Eine Vielzahl von Konkurrenten vernachlässigt das von ecotel adressierte Kundenklientel. Darüber hinaus verfügt ecotel über eine starke Position bei Verbundgruppen. Allein über diese betreut ecotel mehr als 6.000 Kunden.

Relevanten Newsflow erwarten wir bereits zu Beginn des Geschäftsjahres 2007. Ecotel hat angekündigt, Anfang 2007 die Rechnungslegung von HGB auf IFRS umzustellen, um in den Prime Standard aufgenommen zu werden. Darüber hinaus gehen wir davon aus, dass bereits im ersten Halbjahr 2007 erste Erfolge in der ARPU-Ausweitung in Ergebnissen niederschlagen werden. **Im März 2007 endet die Lock-up** der Altaktionäre (**70,6% der Aktien**). Der Lock-up schließt eine Veräußerung über die Börse aus. Jedoch können die Aktien vor Lock-up-Ende jederzeit außerbörslich verkauft werden.

Auf Basis unseres DCF-Modells ergibt sich ein Kursziel von 20,50 €. Dies entspricht einem **Potenzial von 72%**. Die Aktie wird derzeit mit einem **KGV 07e von 9,8 und 08e von 7,3** gehandelt. Die Multiplikatoren spiegeln in keiner Weise das Umsatz- und Ertragswachstumspotenzial der Gesellschaft wider. Wir gehen davon aus, dass ecotel in 2007e beweisen kann, mit der Erweiterung der Wertschöpfungskette den Umsatz pro Kunden deutlich ausweiten zu können. Wir empfehlen die Aktie zum Kauf.

Geschäftsjahresende	12/04	12/05	12/06e	12/07e	12/08e
Kennzahlen je Aktie in €, andere Angaben in Mio. €, Kurs: 11,91 €					
Umsatz	26,2	34,7	63,5	84,9	113,3
Rohermargine	34,5%	33,2%	27,6%	27,9%	27,9%
EBITDA	1,6	2,5	5,3	7,6	10,1
EBITDA-Marge	6,2%	7,4%	8,3%	9,0%	8,9%
EBIT	1,4	2,2	4,5	6,8	9,2
EBIT-Marge	5,4%	6,3%	7,1%	8,0%	8,1%
Nettoergebnis	0,3	1,0	-5,4	4,2	5,7
Ergebnis je Aktie	0,11	0,40	-1,53	1,21	1,63
Cash-Flow je Aktie	-0,24	-0,34	-2,23	0,83	1,66
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	0,95	0,52	0,39	0,29
EV/EBITDA	20,20	12,88	6,25	4,32	3,25
EV/EBIT	23,01	14,94	7,30	4,83	3,57
KGV	108,27	29,78	n.m.	9,84	7,31
ROCE	-417,2%	878,9%	199,6%	189,2%	259,1%
Adj. Free Cash Flow Yield	-2,6%	-3,6%	-23,8%	8,8%	17,7%

Equity Story

Wettbewerbsqualität

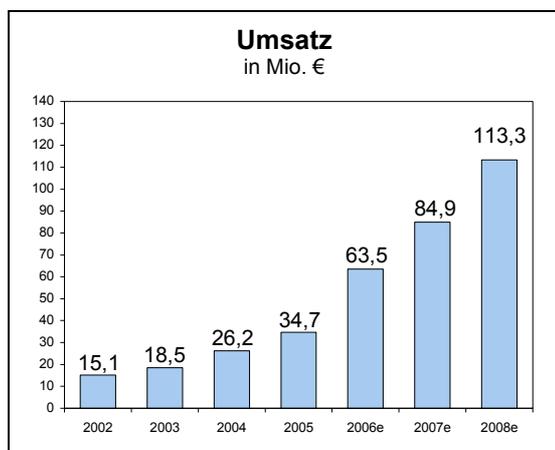
Finanzen

Bewertung

Newsflow

Unternehmen &  
Produkte

Kennzahlen



Grafik 1; Quelle: Ecotel (bis 2005); SES Research

## Company Background

Ecotel ist ein Anbieter von integrierten TK- und Datendiensten für kleine und mittelständische Unternehmen (Segment Geschäftskunden). Darüber hinaus bietet Ecotel TK-Services für Drittunternehmen an und ist Großhändler von Telefonminuten. **Kern der Equity Story** ist, dass ecotel zwischen 2006e und 2008e den **Umsatz pro Kundenauftrag von 980 € auf 1.600 € erhöhen** sollte. Die Strategie von ecotel hat zum Ziel, die **Wertschöpfungskette deutlich zu erweitern** (um die Basis für die ARPU-Ausweitung zu legen) und beruht im Wesentlichen auf den folgenden 5 Säulen:

1. **Positionierung als virtueller Netzbetreiber mit eigener zentraler Vermittlungstechnik:** Ecotel ist als virtueller Netzbetreiber positioniert, d.h. dass ecotel über kein eigenes TK-Netz verfügt und so immer flexibel bei dem Netzprovider Vorleistungen und Kapazitäten einkaufen kann, der in punkto Preis und Qualität den Erfordernissen von ecotel entspricht. Die Netzunabhängigkeit bietet für ecotel mehrere Vorteile: (1) Im Verhältnis zu Netzbetreibern einen geringen Fixkostenanteil, (2) keine Kapitalbindung durch Infrastruktur, (3) flexible Reaktionsfähigkeit auf sich ändernde Märkte. Um die Vorteile der Netzunabhängigkeit ausschöpfen zu können, betreibt ecotel eine eigene zentrale Vermittlungstechnik. Damit hat ecotel die Kontrolle darüber, über welches Netz Gespräche geleitet werden.
2. **Positionierung als Lösungsanbieter für kleine und mittelständische Unternehmen:** Zum einen ist die Fokussierung auf kleine Unternehmen historisch begründet (75% des Umsatzes werden über indirekte Vertriebskanäle erzielt). Zum anderen bietet die Konzentration den Vorteil, sich in einer Nische zu positionieren. Durchschnittlich haben ecotel's Kunden ein jährliches Kommunikationsbudget von weniger als 15.000 €. Diese Größe ist für viele auf Unternehmenskunden spezialisierte Anbieter ein eher unbedeutendes Volumen.
3. **Deutliche Ausweitung des durchschnittlichen Umsatzes pro Kunde:** Ecotel befindet sich im Prozess der Erweiterung der Wertschöpfungskette. Historisch bedingt hat ecotel auf Basis von Preselection-Produkten Unternehmenskunden Telefonminuten verkauft. Seit 2004 baut ecotel das Produktportfolio Zug um Zug aus. So gehen wir davon aus, dass durch die Einführung von Access- und Mobilfunkprodukten die oben beschriebene erwartete ARPU-Steigerung auch tatsächlich erreicht werden kann.
4. **Großhandel mit Telefonminuten:** Ecotel ist seit dem Geschäftsjahr 2005 im Handel mit Telefonminuten tätig. Die Aufnahme des Handels mit Telefonminuten diene allein dem Zweck, für das Kerngeschäft Geschäftskunden bessere Einkaufskonditionen zu erzielen.
5. **Akquisitionen:** Zentraler Wachstumsfaktor des Unternehmens ist die Ausweitung des Umsatzes bei einer konstanten Vertragskundenbasis. Die eingeschlagene Wachstumsstrategie soll mit Akquisitionen von Kundenportfolios flankiert werden.

Gegenwärtig verfügt ecotel über **45 Tsd. Kundenaufträge** bzw. rund **35.000 Tsd. Kunden**. Im **Geschäftsjahr 2005** erwirtschaftete die Gesellschaft einen **Umsatz von 34,7 Mio. €**. Davon wurden **ca. 32 Mio. € im Segment Geschäftskunden** und **2,7 Mio. € im Segment Wiederverkäufer** erzielt. Im **Geschäftsjahr 2006e** rechnen wir insgesamt mit einem **Umsatzanstieg von 83%** auf 63,5 Mio. €. Davon sollten ca. 44 Mio. € im Segment Geschäftskunden (+37,5%) und 19 Mio. € (gegenüber 2,7 Mio. € im Vorjahr) erzielt werden. Dabei sind allerdings zwei Effekte zu beachten. Das Segment Wiederverkäuferlösungen sollte ein EBIT auf Break-even-Niveau erzielen. Im Geschäftsjahr 2006 wurde die DSLCOMP akquiriert, die einen Umsatzbeitrag von knapp 12 Mio. € im Segment Geschäftskunden leisten sollte.

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
<p>Ecotel fährt ein <b>zweigleisiges Vertriebskonzept</b>. Unternehmen mit einem TK-Jahresumsatz von mehr als 6.000 € sowie Verbundgruppen werden über einen <b>Direktvertrieb</b> sowie Telesales betreut. Darüber hinaus bedient sich ecotel einem <b>indirekten Vertriebsnetz</b> bestehend aus mehr als 500 aktiven Vertriebspartnern. Über den indirekten Vertrieb werden knapp 75% des Umsatzes generiert.</p> <h3>Wettbewerbsqualität</h3> <p>Der Gesamtmarkt für TK-Dienstleistungen (Mobilfunk, Festnetz, Daten) in Deutschland weist von 2005 auf 2006 ein geringes Wachstum auf. So lag das Marktvolumen in 2005 bei knapp 67,6 Mrd. €. Für 2006e wird mit einem leichten Wachstum um 2,2% auf 69,1 Mrd. € gerechnet.</p> <p>Gleichzeitig können sich <b>Unternehmen im Wettbewerb kaum differenzieren</b>. Daten- und TK-Dienste können von einer Vielzahl von Unternehmen in gleicher Qualität zu einem ähnlichen oder fast gleichen Preisniveau angeboten werden. Daher werden sich langfristig nur solche Unternehmen behaupten können, die eine <b>hohe Kundenloyalität</b> aufweisen, eine <b>effiziente Kostenstruktur</b> haben und, wenn es sich um kleinere Anbieter handelt, eine <b>Nische besetzen</b> können. Aus unserer <b>Sicht ist ecotel's Strategie genau darauf ausgerichtet, die drei wesentlichen Erfolgsfaktoren erfüllen zu können</b>.</p> <p>Mit der Strategie der Erweiterung der Wertschöpfungskette bietet ecotel ihren Kunden mehr und mehr Sprach- und Datenprodukte (Telefonie, Breitband, VOIP, Mobilfunk, etc.) an. Dadurch sollten <b>bestehende Kunden</b> einen immer größeren Teil ihres jährlichen <b>TK-Budgets an ecotel vergeben</b>. Dies sollte die Kunden an ecotel binden und die Loyalität deutlich erhöhen.</p> <p>Darüber hinaus hat ecotel mit der strategischen Positionierung als virtueller Netzbetreiber gegenüber Netz Providern den Vorteil, <b>flexibel auf Marktveränderungen reagieren zu können</b>, eine im Vergleich deutlich geringere Fixkostenbasis sowie <b>keine Kapitalbindung</b> durch eine Netzinfrastruktur. Gleichzeitig grenzt sich ecotel gegenüber reinen Wiederverkäufern durch die <b>eigene zentrale Vermittlungstechnik</b> sowie durch das <b>eigene Billing-System</b> ab. Gerade die eigene Vermittlungstechnik führt gegenüber reinen Resellern zu einer <b>effizienteren Kostenstruktur</b>, da ecotel dadurch die Anrufe jeweils über den Netzprovider routen kann, der in punkto Qualität und Preis den Erfordernissen von ecotel entspricht.</p> <p>Schließlich ist ecotel auf <b>kleine und mittelständische Unternehmen fokussiert</b>, die ein jährliches TK-Budget von weniger als 15.000 € vergeben zu haben. Der durchschnittliche Kundenauftrag bei ecotel hat ein erwartetes jährliches Umsatzvolumen in 2006e von ca. 980 €. Damit adressiert ecotel Unternehmenskunden, die nicht im Fokus der großen TK-Anbieter liegen. Gleichzeitig hat ecotel eine <b>starke Position bei Verbundgruppen</b>. Mit Verbundgruppen schließt ecotel Rahmenverträge ab. Mitglieder der Verbundgruppen können so zu vergünstigten Konditionen ecotel-Produkte beziehen. Über Verbundgruppen betreut ecotel mehr als 6.000 Unternehmenskunden. Darüber hinaus kann ecotel über 50.000 Unternehmen über Verbundgruppen adressieren.</p>						

Equity Story

Wettbewerbsqualität

Finanzen

Bewertung

Newsflow

Unternehmen &amp; Produkte

Kennzahlen

## Finanzen

Zentraler Punkt des erwarteten Umsatzwachstums in Höhe von durchschnittlich 33% (2006e bis 2008e) ist die **Erweiterung der Wertschöpfungskette und die damit erwartete Ausweitung des ARPU von 980 € in 2006e auf 1.600 € in 2008e.**

Folgende Tabelle zeigt unsere Prognosen bis 2008e:

Übersicht Prognosen ecotel-Gruppe				
	2005	2006e	2007e	2008e
<b>Umsatz</b>	<b>34,7</b>	<b>63,5</b>	<b>84,9</b>	<b>113,3</b>
<i>Veränderung</i>	32,1%	83%	34%	34%
<b>Rohrertrag</b>	<b>11,5</b>	<b>17,5</b>	<b>23,7</b>	<b>31,6</b>
<i>Veränderung</i>	27,3%	52%	35%	33%
<i>In% des Umsatzes</i>	33,2%	27,6%	27,9%	27,9%
<b>Personalkosten</b>	<b>3,9</b>	<b>5,2</b>	<b>7,1</b>	<b>8,0</b>
<i>Veränderung</i>	20,7%	34%	36%	13%
<i>In % des Umsatzes</i>	11,2%	8,2%	8,3%	7,1%
<b>sonstige betriebliche Aufwendungen</b>	<b>5,2</b>	<b>7,1</b>	<b>9,7</b>	<b>13,3</b>
<i>Veränderung</i>	18,0%	36%	37%	37%
<i>In% des Umsatzes</i>	15%	11%	11%	12%
<b>EBIT</b>	<b>2,2</b>	<b>4,5</b>	<b>6,8</b>	<b>9,2</b>
<i>Veränderung</i>	54,0%	105%	51%	35%
<i>In% des Umsatzes</i>	6,3%	7,1%	8,0%	8,1%
<b>Nettogewinn</b>	<b>1,0</b>	<b>-5,4</b>	<b>4,2</b>	<b>5,7</b>
<i>Veränderung</i>	251,3%	n.m.	n.m.	35%
<i>In% des Umsatzes</i>	3%	-8%	5%	5%

Tabelle 1 ; Quelle: SES Research

(\*) Anzumerken gilt, dass der erwartete Nettoverlust im Geschäftsjahr 2006 aus einem Sondereffekt resultiert. Im laufenden Geschäftsjahr wurde das Unternehmen DSLCOMP akquiriert und rückwirkend zum 01.01.2006 auf ecotel verschmolzen. Daraus ist ein G+V wirksamer Verschmelzungsverlust in Höhe von 7,5 Mio. € entstanden.

## Bewertung

Für ecotel lässt sich aus unserer Sicht nur eine heterogene Peer Group zusammenstellen. Aus diesem Grund legen wir den Schwerpunkt bei der Bewertung auf das DCF-Modell. Auf Basis unserer Annahmen (siehe Abschnitt Bewertung) ergibt sich ein **DCF-Wert für das Eigenkapital** in Höhe von **71,8 Mio. € bzw. 20,50 € pro Aktie**. Auf Basis des gegenwärtigen Kursniveaus ergibt sich somit ein Potenzial von 72%. Die attraktive Bewertung wird durch KGV-Multiplikatoren untermauert. Derzeit wird die Aktie mit einem KGV 07e von 9,8 sowie einem KGV 08e von 7,3 gehandelt.

## Newsflow

In 2007e erwarten wir umfangreichen Newsflow auf verschiedenen Ebenen. Für Anfang 2007 hat ecotel angekündigt, die **Rechnungslegung von HGB auf IFRS umzustellen**, um damit die Grundlage für einen Wechsel in den Prime Standard der Deutschen Börse zu legen. Im März endet die Lock-up für 71,6% des Grundkapitals der Gesellschaft.

Darüber hinaus erwarten wir, dass ecotel bis Ende 2007e **mindestens eine Akquisition eines Kundenportfolios** verkünden wird (Akquisitionen

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	-----------	----------	------------------------	------------

sind in unseren Prognosen nicht berücksichtigt). Durch Erhöhung der Zahl der Kundenverträge entsteht für ecotel zusätzliches Umsatzpotential.

Im zentralen Punkt der ecotel-Strategie, den ARPU in den nächsten Jahren deutlich auszubauen, erwarten wir bereits im ersten Halbjahr 2007 positiven Newsflow. Wir gehen davon aus, dass ecotel in der Lage ist, bereits in den ersten sechs Monaten des Geschäftsjahres 2007 den ARPU deutlich auszubauen.

### Schlussfolgerung

Ecotel verfolgt eine **klare Wachstumsstrategie**, die darauf ausgerichtet ist, die **Wertschöpfungskette im erheblichen Umfang durch Access-Lösungen, Mobilfunkprodukte sowie VOIP-Produkte** zu erweitern. Die Ausweitung der Wertschöpfungskette dient **allein dem Zweck**, den durchschnittlichen Umsatz pro Kunde in den kommenden Geschäftsjahren deutlich auszuweiten. Wir gehen davon aus, dass **der ARPU von 890 € in 2006e auf 1.600 € in 2008e** ausgeweitet werden kann. Die **Ausweitung des ARPU stellt gleichzeitig den zentralen Wachstumsfaktor** in der Strategie von ecotel dar (In unserem Modell bleiben die Kundenverträge zwischen 2006e und 2008e nahezu unverändert bei 45.000). **Gegenüber Konkurrenten** grenzt sich ecotel mit der **Positionierung in einer Nische**, der **Kombination von Geschäftskundenprodukten mit Minutenhandel** (zur Erzielung von Einkaufsvorteilen) sowie durch die eigene **zentrale Vermittlungstechnik** (Kostenvorteile) ab.

Equity Story	<b>Wettbewerbsqualität</b>	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	----------------------------	----------	-----------	----------	------------------------	------------

### Abgrenzung durch strategische Positionierung

Ecotel zeichnet sich insbesondere durch die Positionierung des Unternehmens sowie die eingeschlagene strategische Ausrichtung aus. Dabei sind die wesentlichen Punkte:

- **Netzunabhängigkeit** sowie eine eigene zentrale Vermittlungstechnik: Mit der Netzunabhängigkeit bewahrt sich ecotel die notwendige Flexibilität (die Netzbetreiber in der Art und Weise aufgrund der Kapitalbindung nicht haben), um auf Marktänderungen schnell reagieren zu können. Mit der eigenen zentralen Vermittlungstechnik versetzt sich ecotel in die Lage, Anrufe über das jeweils geeignetste Netzwerk zu routen. Dadurch erzielt ecotel Kostenvorteile gegenüber Resellern.
- **Kombination aus dem Kerngeschäftsfeld Geschäftskunden mit dem Handel von Telefoniminuten** schafft Einkaufsvorteile gegenüber Wettbewerbern: Mit dem Handel von Telefoniminuten schafft ecotel zusätzliches Einkaufsvolumen bei Netzbetreibern. Dadurch kann ecotel gegenüber Wettbewerbern Einkaufsvorteile erzielen.
- **Erweiterung der Wertschöpfungskette erhöht Loyalität der Kunden:** Ecotel ist dabei, das Produkt- und Dienstleistungsportfolio im erheblichen Umfang zu erweitern. Dadurch sollte ecotel in der Lage sein, mehr und mehr Anteile des Kommunikationsbudgets der Kunden zu erhalten und damit die Kunden langfristig an ecotel zu binden.

Im folgenden werden wir auf die oben beschriebenen Punkte ausführlich eingehen.

#### Strategische Ausrichtung beruht im wesentlichen auf fünf Säulen:

- Positionierung als virtueller Netzbetreiber (Netzunabhängigkeit und zentrale eigene Vermittlungstechnik)
- Positionierung als Nischenanbieter von Daten- und Sprachlösungen für kleine und mittelständische Unternehmen
- Erweiterung der Wertschöpfungskette mit dem Ziel, bis 2008 als integrierter Anbieter von Mobilfunk-, Daten- und Sprachlösungen positioniert zu sein
- Händler von Telefonminuten zur Generierung von Minutenvolumen, um Einkaufsvorteile für das Kerngeschäft zu erzielen
- Gezielte Akquisition von Kundenportfolios zur Stärkung der Kundenvertragsbasis

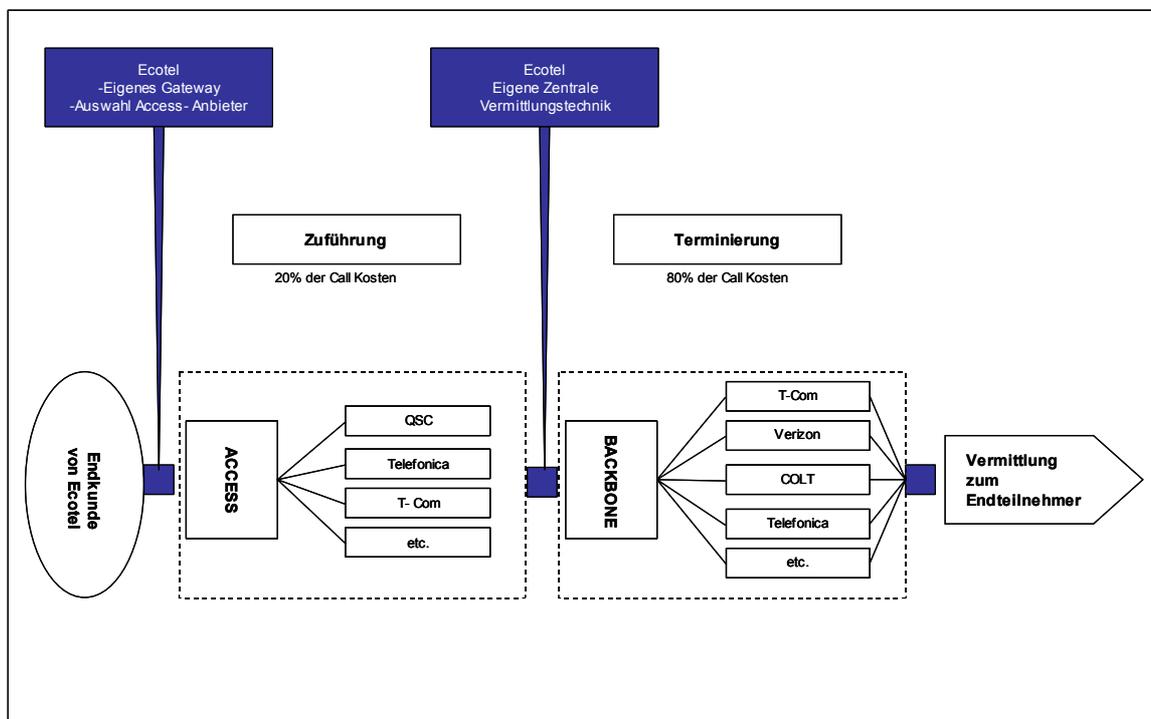
Kern der Strategie von ecotel ist, **sich als Anbieter von integrierten TK- und Datenlösungen (Sprachlösungen, Anschluss, Mobilfunk, Voice Over IP, etc.) für kleine und mittelständische Unternehmen zu positionieren.** Nebenstehende Textbox listet die fünf wesentlichen Säulen der ecotel-Strategie auf.

#### 1. Säule der Strategie: Positionierung als virtueller Netzbetreiber

**Zentrale Rolle** in ecotel's Strategie **bildet der Standpunkt der Netzunabhängigkeit**, der Betrieb **einer zentralen eigenen Vermittlungstechnik** sowie einem **eigenen Ordermanagement- und Billing-System**. Der Vorteil einer eigenen Vermittlungstechnik besteht im wesentlichen darin, dass ecotel damit die **Kontrolle darüber hat, über welchen Provider das Gespräch transportiert** wird. Ecotel kann durch die zentrale eigene Vermittlungstechnik das Gespräch jeweils über den Anbieter routen, der in punkto Preis und Qualität den Anforderungen von ecotel entspricht und hat damit wesentlichen Einfluss auf Produktqualität und Minutenpreise.

Nachfolgende Graphik zeigt schematisch eine Gesprächsverbindung zwischen zwei Teilnehmern und welche Funktion ecotel dabei hat.

Equity Story	<b>Wettbewerbsqualität</b>	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	----------------------------	----------	-----------	----------	------------------------	------------



Grafik 2 ; Quelle: SES Research

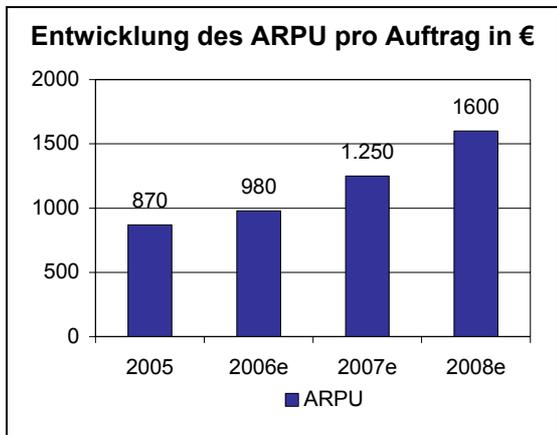
Wie aus der Graphik ersichtlich wird, hat ecotel im wesentlichen drei Funktionen innerhalb einer Telefonverbindung zwischen zwei Teilnehmern.

- **Auswahl des Access-Anbieters:** Nach dem ecotel vom Endkunden den Anschluss übernommen hat, wählt ecotel den Anschlussanbieter aus (T-Com, Telefonica, QSC, etc.)
- **Zuführung zum Backbone-Netz:** Ecotel hat die Kontrolle darüber, über welchen Backbone-Netzanbieter (Verizon, Colt Telecom, etc.) das Gespräch aufgebaut wird.
- **Zuführung zum Endkunden/Teilnehmer:** Auf Grund der eigenen zentralen Vermittlungstechnik kann ecotel den Partner auswählen, über den die durch das Gespräch entstehenden Telefonminuten terminiert werden.
- **Auswahl des Netzbetreibers für die Terminierung entscheidend:** 80% der Kosten eines Anrufs fallen bei der Terminierung an. Auf Grund der eigenen Vermittlungstechnik kann ecotel hier jeweils den günstigsten Provider auswählen, was Wettbewerbsvorteile gegenüber reinen Resellern schafft.

## 2. Säule der Strategie: Positionierung als Lösungsanbieter für kleine und mittelständische Unternehmen

Ecotel's Strategie ist darauf ausgerichtet, Produkte und Dienste ausschließlich an **kleine und mittelständische Unternehmen** zu vermarkten. Dies verdeutlicht der durchschnittliche Umsatz, den ecotel pro Jahr mit einem Kundenauftrag generiert. **In 2005 lag der jährliche ARPU bei 870 €.** Die Konzentration auf kleine Unternehmen ist vorwiegend historisch begründet. Ecotel hat mit einer Reihe von **Verbundgruppen** Rahmenverträge abgeschlossen. Verbundgruppen sind Organisationen, in denen spezifische Berufsgruppen und/oder Unternehmen ähnlicher Geschäftstätigkeiten (z.B. kleine Handwerksunternehmen, etc.) sich zusammengeschlossen haben. Die Rahmenverträge räumen den Mitgliedsunternehmen Preisvorteile für ecotel-Produkte ein. **Über die Verbundgruppen betreut ecotel mehr als 6.000 Unternehmen und kann mehr als 50.000 Unternehmen adressieren.** Darüber hinaus erzielt ecotel ca. **75% des Umsatz-**

Equity Story	<b>Wettbewerbsqualität</b>	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	----------------------------	----------	-----------	----------	------------------------	------------



Grafik 3; Quelle: ecotel; SES Research (ab 2006e)

zes über mehr als 500 indirekte Vertriebspartner. Sowohl der Direktvertrieb als auch der indirekte Vertrieb legen den Fokus auf Unternehmen mit einem Kommunikationsbudget von in der Regel weniger als 15.000 € pro Jahr.

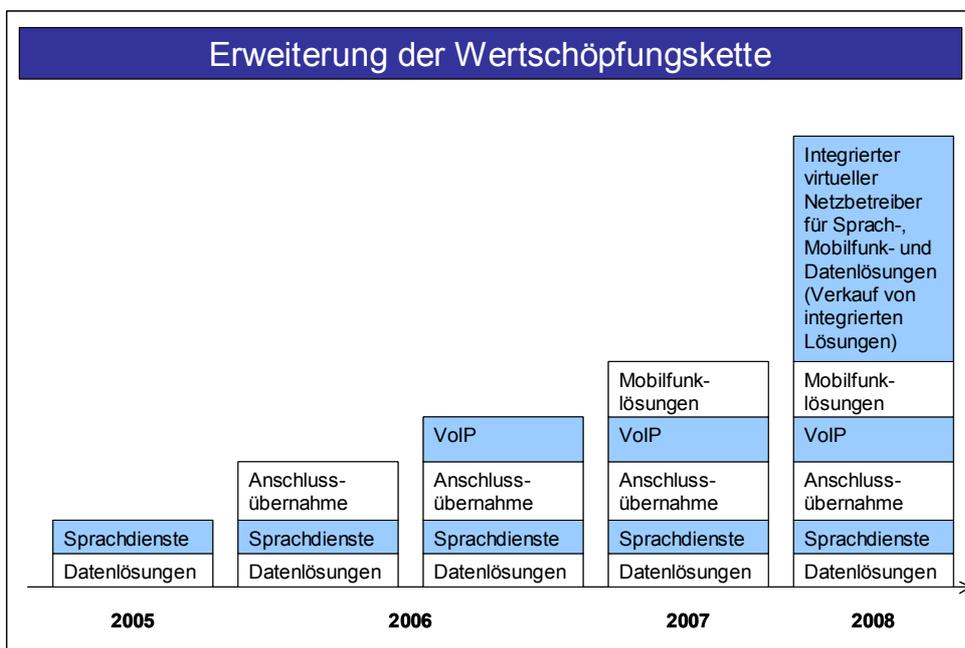
### 3. Säule der Strategie: Erweiterung der Wertschöpfungskette

Die Erweiterung der Wertschöpfungskette ist für ecotel von zentraler Bedeutung, um:

- die **Loyalität der Bestandskunden zu stärken** (mit einem reinen Preselection-Produkt würde ecotel wahrscheinlich mehr und mehr Bestandskunden verlieren).
- den **Umsatz pro Auftrag deutlich auszubauen** (zwischen 2005 und 2008e um ca. 20% p.a. auf 1.600 €); Die Steigerung des ARPU ist wesentlicher Treiber des erwarteten Umsatzwachstums

In 2004 hat ecotel damit begonnen, neben Sprachprodukten auch Datenprodukte verstärkt zu vertreiben. Anfang 2006 implementierte ecotel die Strategie, den Anschluss der Kunden Zug um Zug zu übernehmen sowie VOIP-Lösungen einzuführen. In 2007 rechnen wir mit der Vermarktung von Mobilfunklösungen für Unternehmenskunden auf Basis eines MVNO-Modells. In 2008 sollte ecotel schließlich als integrierter Tk-Dienstleister für Sprache, Daten sowie als Anbieter von integrierten Mobilfunk- und Festnetzlösungen positioniert sein.

Die Strategie der Erweiterung der Wertschöpfungskette zeigt folgende Graphik.



Grafik 4: Quelle: SES Research

**Erster Schritt der ARPU-Ausweitung: Übernahme der Anschlüsse der Kunden:** Derzeit ist ecotel dabei, Zug um Zug - sowohl bei Bestands- als auch bei Neukunden - neben dem Verkauf des reinen Telefonieprodukts - die Kontrolle über den Anschluss (Access) zu gewinnen. Dies bedeutet, dass ecotel in einem ersten Schritt Kunden davon überzeugt, ihre bestehenden Vertragsverhältnisse mit einem Anschlussanbieter (in der Regel Deutsche Telekom) an ecotel zu übertragen. Damit wird ecotel Vertragspartner des Anschlussanbieters, die vertraglichen Verpflichtungen und Rechte des Endkunden gegenüber dem Anschlussanbieter gehen auf ecotel über. Dies hat zur Folge, dass der Kunde die Anschlussgebühren

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	-----------	----------	------------------------	------------

an ecotel bezahlt und ecotel die monatlichen Gebühren an den entsprechenden Netzbetreiber weiterleitet. Für ecotel resultieren daraus drei wesentliche Vorteile: (1) Der monatliche Umsatz mit dem Kunden steigt, (2) die Kundenbindung wird dadurch gestärkt, (3) ecotel kann den Netzbetreiber für den Anschluss frei wählen. Letzter Punkt verschafft ecotel die Möglichkeit, in einem zweiten Schritt bei einer kritischen Masse von gewonnenen Anschlüssen die Verhandlungsposition gegenüber dem Access-Anbieter zu stärken. Das heißt, mit der Übernahme der Anschlüsse schafft ecotel die Grundlagen, um zukünftig nicht nur den Umsatz pro Kundenauftrag sondern auch die Profitabilität pro Kundenauftrag auszuweiten. Per 01.11.2006 hatte ecotel bereits mehr 10.000 als Auftragsanschlüsse vorliegen. Wir gehen davon aus, dass bis 30.06.2007 bereits 25.000 Auftragsanschlüsse vorliegen werden.

#### 4. Säule der Strategie: Wiederverkaufslösungen und Händler von Telefonieminuten

Das Segment Wiederverkäuferlösungen bildet die vierte Säule der strategischen Positionierung. Das Segment gliedert sich in die drei Bereiche:

- Carrier Services
- Non-Carrier Services
- Wholesale (Handel mit Telefonminuten)

Im Bereich Carrier Services erbringt ecotel Dienstleistungen wie Billing, Vermittlung von Verbindungen, Direktanschlüsse für Sprach- und Datenverkehr für Dritte. Wir gehen davon aus, dass in diesem Bereich im laufenden Geschäftsjahr 2006 ein Umsatzniveau von 3,5 Mio. € erzielt wird. Der Bereich Non-Carrier-Services stellt White Label Produkte für branchenfremde Vermarkter zu Verfügung.

**Der wichtigste Bereich des Segments Wiederverkäuferlösungen ist das Wholesale-Geschäft.** Wholesale bedeutet **netzübergreifender Handel mit Telefonieminuten**. In 2006e rechnen wir mit einem Umsatzbeitrag von 19,4 Mio. € sowie einer Rohertragsmarge von 5,7%. Den Handel mit Telefonminuten betrachtet ecotel nicht als Kerngeschäft. Jedoch kommt **dem Bereich eine zentrale Bedeutung** zu. Mit dem Handel von Telefonieminuten generiert ecotel **zusätzliches Minutenvolumen**, mit dem sich bei Netzbetreibern die **Einkaufsbedingungen für die Geschäftskundenprodukte verbessern** lassen. Daher gehen wir davon aus, dass das Handelsvolumen weiter ausgebaut wird.

#### 5. Säule der Strategie: Akquisitionen von Kundenportfolios und punktueller Zukauf von Technologie

Um die interne Wachstumsstrategie (Ausweitung der APRU) zu unterstützen, wird ecotel **bei sich am Markt bietenden Opportunitäten** gezielt interessante **Kundenportfolios erwerben**, um die Zahl der bestehenden Kundenaufträge deutlich zu erweitern (Im Kernsegment Geschäftskunden ist der Umsatz nichts anderes als das Produkt aus ARPU und Zahl der Kundenverträge; entsprechend bedeutet die Ausweitung der Kundenportfolios die Ausweitung des Umsatzniveaus). So hat ecotel **im laufenden Geschäftsjahr die DSLCOMP Communications GmbH** erworben. Mit der Akquisition hat ecotel **7.500 Bestandskunden** sowie **200 Vertriebspartner** übernommen. Für 2006e erwartet ecotel für **DSLCOMP einen Umsatz in Höhe von 12 Mio. €** sowie ein EBIT von 1,2 Mio. €. Darüber hinaus hat ecotel im dritten Quartal zwei weitere, kleinere Akquisitionen getätigt:

- **ToBemobile GmbH** (Kaufpreis 0,5 Mio. €): Die Gesellschaft agiert als MVNO (Mobile Virtual Network Operator) für Auslandsgespräche. Mobilfunknutzer können durch den Erwerb einer zweiten (neben ihrer Hauptkarte eine weitere SIM-Karte) erwerben und dadurch im Ausland für ausgehende Gespräche 9 Cent/Minute und für eingehende Gespräche 39 Cent/Minute bezahlen. Das Produkt wird unter der Marke SUNSIM vertrieben. Hauptvertriebskanal bildet die Kooperation mit dem Buchungs-



Equity Story	<b>Wettbewerbsqualität</b>	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	----------------------------	----------	-----------	----------	------------------------	------------

systemanbieter Amadeus, an den in Deutschland mehr als 15.000 Reisebüros angeschlossen sind.

- **Bin/done/digital solutions GmbH** (Kaufpreis: 0,4 Mio. €): Das Unternehmen hat eine Prozessautomatisierungssoftware für TK-Lösungen entwickelt. Ecotel wird die Technologie in die eigenen Systeme integrieren um damit den Bereich Carrier Services zu stärken.

Equity Story	Wettbewerbsqualität	<b>Finanzen</b>	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	-----------------	-----------	----------	------------------------	------------

### Noch HGB Rechnungslegung

Derzeit berichtet ecotel nach dem Rechnungslegungsstandard HGB. Das Unternehmen hat bereits angekündigt, Anfang 2007 auf IFRS umzustellen und in den Prime Standard der Deutschen Börse zu wechseln.

Die nachfolgenden Ausführungen legen den aktuellen Rechnungslegungsstandard von ecotel (HGB) zu Grunde.

### Die ersten neun Monate

Ecotel berichtete am 14.11.2006 die Ergebnisse für die ersten neun Monate 2006. Gegenüber dem Vorjahreszeitraum konnte der Umsatz um 90% auf 46,5 Mio. € gesteigert werden. Davon entfielen ca. 8 Mio. € auf die im laufenden Geschäftsjahr akquirierte DSLCOMP. In den ersten neun Monaten erwirtschaftete ecotel ein EBIT von 3,2 Mio. € (+68%; Marge: 7%). Bemerkenswert hierbei ist, dass bei einem sequentiellen Vergleich die EBIT-Marge zum dritten Mal in Folge gesteigert werden konnte. So lag die EBIT-Marge in Q2/06 bei 5,7% (bei einem EBIT von 0,9 Mio. €). In Q3/06 stieg die EBIT-Marge auf 7,6% (bei einem EBIT von 1,2 Mio. €) an. Zurückzuführen ist dies im wesentlichen auf zwei Effekte. Zum einen wurde im zweiten Quartal die Integration der DSLCOMP abgeschlossen, so dass in Q3 die Effekte aus der Akquisition vollumfänglich zum tragen kamen. Zum anderen konnte die Kostenstruktur weiter optimiert werden.

Im Segment Geschäftskunden konnte der Umsatz in den ersten neun Monaten um 35% auf 32,2 Mio. € (69% des Neunmonatsumsatzes) gesteigert werden. Dementsprechend lagen die Umsatzerlöse des Segmentes Wiederverkäuferlösungen bei 14,2 Mio. € (Vorjahr: 0,6 Mio. €, 31% des Konzernumsatzes).

Der Rohertrag in Höhe von 13,1 Mio. € (Marge: 28,1%) wurde zu 93% im Segment Geschäftskunden (12,2 Mio. €, Marge: 37,8%) und zu 7% im Segment Wiederverkaufslösungen (0,9 Mio. €, Marge: 6,3%) erzielt. Verantwortlich für die relativ niedrige Marge im Segment Wiederverkäuferlösungen ist der Bereich Handel mit Telefoniminuten. Jedoch hat der Bereich eine strategische Bedeutung für das Kernsegment Geschäftskunden. Mit dem Handel von Telefoniminuten erzielt ecotel Einkaufsvorteile im Segment Geschäftskunden.

### G+V-Planung für die Geschäftsjahre 2006e bis 2008e

Für unsere G+V-Prognosen für die Jahre 2006e bis 2008e gehen wir wie folgt vor. Zunächst planen wir Umsatz und EBIT für die beiden Segmente Geschäftskunden und Wiederverkaufslösungen. Die Segmentprognosen bilden die Grundlage für die detaillierte G+V-Planung.

Für das Segment Geschäftskunden wählen wir ein vereinfachendes Planungsmodell. Basis unserer Umsatzprognosen bilden Annahmen über die Entwicklung des durchschnittlichen Umsatzes pro Kunde sowie die Entwicklung der Zahl der Kundenverträge. Wir gehen davon aus, **dass ecotel zwischen 2006e und 2008e den Umsatz pro Kunde pro Jahr durchschnittlich um 20% von 980 € auf 1.600 € steigern kann**. Demgegenüber erwarten wir nur **einen leichten Anstieg der Zahl der Kundenverträge zwischen 2006e und 2008e**. 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.

**Die ARPU-Steigerung in 2007e und 2008e wird im wesentlichen durch die Anschlussübernahme, Voice Over IP sowie die Einführung von Mobilfunkprodukten erreicht.** Nachfolgende Tabelle verdeutlicht den beschriebenen Zusammenhang.

Equity Story	Wettbewerbsqualität	<b>Finanzen</b>	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	-----------------	-----------	----------	------------------------	------------

Planungsgrundlagen Segment Geschäftskunden				
	2005	2006e	2007e	2008e
Zahl der Kundenverträge	36.800	45.000	45.500	46.500
ARPU pro Kundenvertrag in €	870	980	1.250	1.620
<b>Umsatz in Mio. €</b>	<b>32,0</b>	<b>44,1</b>	<b>56,875</b>	<b>75,33</b>
Veränderung in%	22%	37,7%	29,0%	32,4%
<b>Rohertrag</b>	<b>11,3</b>	<b>16,4</b>	<b>21,6</b>	<b>29,0</b>
Rohertrags-Marge	35,3%	37,3%	38,0%	38,5%
<b>EBIT</b>	<b>2,5</b>	<b>4,5</b>	<b>6,2</b>	<b>8,5</b>
EBIT-Marge	7,8%	10,2%	10,9%	11,3%
Veränderung in%	57%	80,0%	37,8%	37,1%

Tabelle 2, Quelle: SES Research

Aus obiger Tabelle geht eindeutig hervor, dass **die erwartete Umsatzsteigerung schwerpunktmäßig auf eine Ausweitung bzw. Steigerung des ARPU beruht**. Dies zeigt die strategische Bedeutung einer erfolgreichen Umsetzung der Erweiterung der Wertschöpfungskette.

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 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 jeweils knapp unter 1 Mio. € liegen. In 2005 startete ecotel den Handel mit Telefonie Minuten. Entsprechend hoch fällt der Basiseffekt von 2005 auf 2006e aus. Nachfolgende Tabelle fasst die Prognosen für das Segment Wiederverkaufslösungen zusammen.

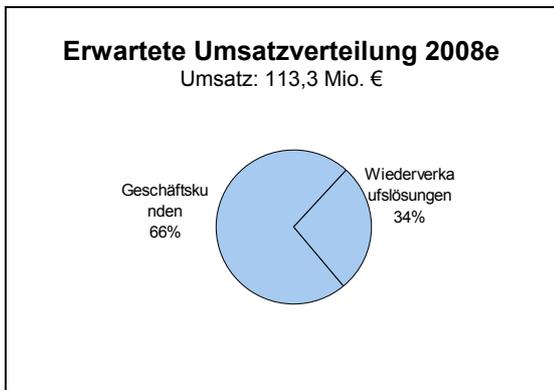
Prognosen Segment Wiederverkaufslösungen				
	2005	2006e	2007e	2008e
<b>Umsatz</b>	<b>2,7</b>	<b>19,4</b>	<b>28</b>	<b>38</b>
Veränderung	n.a.	619%	44%	36%
<b>Rohertrag</b>	<b>0,2</b>	<b>1,1</b>	<b>2,1</b>	<b>2,6</b>
Rohertrags-Marge	7,4%	5,7%	7,5%	6,8%
Veränderung	n.a.	450%	91%	24%
<b>EBIT</b>	<b>-0,60</b>	<b>0</b>	<b>0,6</b>	<b>0,7</b>
EBIT-Marge	n.a.	n.a.	2,1%	1,8%
Veränderung	n.a.	n.a.	n.a.	17%

Tabelle 3, Quelle: SES Research

Für die ecotel-Gruppe erwarten wir einen Umsatzanstieg im laufenden Geschäftsjahr 2006e von 83% auf 63,5 Mio. € (wir gehen davon aus, dass die in 2006e akquirierte DSLCOMP zum Umsatz knapp 12 Mio. € beitragen wird). 69% des Umsatzes sollten aus dem Geschäftskunden-Segment und 31% aus dem Segment Wiederverkaufslösungen kommen.

Für das Geschäftsjahr 2006e erwarten wir eine überproportionale EBIT-Steigerung von 108% auf 4,5 Mio. €. Zurückzuführen ist dies auf eine unterproportionale Steigerung der Personalaufwendungen (8,2% des Umsatzes gegenüber 11,2% in 2005), der sonstigen betrieblichen Aufwendungen (21% des Umsatzes gegenüber 27% des Umsatzes in 2005) sowie des EBIT-Beitrages der DSLCOMP. Die sonstigen betrieblichen Auf-

Equity Story	Wettbewerbsqualität	<b>Finanzen</b>	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	-----------------	-----------	----------	------------------------	------------



Grafik 5; Quelle: SES Research

wendungen beinhalten im wesentlichen Vertriebsprovisionen für den indirekten Vertriebskanal und Verwaltungsaufwendungen.

Auf Grund des im März durchgeführten IPO sowie der Akquisition von DSLCOMP lagen die außerordentlichen Aufwendungen in den ersten neun Monaten des laufenden Geschäftsjahres bei insgesamt 8,9 Mio. €. Entsprechend erwarten wir in 2006e einen Jahresfehlbetrag von -5,4 Mio. €.

Von 2006e bis 2008e erwarten wir einen Umsatzanstieg von 45,8 Mio. € auf 113 Mio. €. Dabei sollte die EBIT-Marge auf Grund der erwarteten unterproportionalen Entwicklung der Personalaufwendungen sowie der sonstigen betrieblichen Aufwendungen auf 8,1% steigen. Daraus resultiert eine EBIT-Erwartung für 2008e von 9,2 Mio. €.

Übersicht Prognosen ecotel-Gruppe				
	2005	2006e	2007e	2008e
<b>Umsatz</b>	<b>34,7</b>	<b>63,5</b>	<b>84,9</b>	<b>113,3</b>
Veränderung	32,1%	83%	34%	34%
<b>Rohhertrag</b>	<b>11,5</b>	<b>17,5</b>	<b>23,7</b>	<b>31,6</b>
Veränderung	27,3%	52%	35%	33%
In % des Umsatzes	33,2%	27,6%	27,9%	27,9%
<b>Personalkosten</b>	<b>3,9</b>	<b>5,2</b>	<b>7,1</b>	<b>8,0</b>
Veränderung	20,7%	34%	36%	13%
in % des Umsatzes	11,2%	8,2%	8,3%	7,1%
<b>sonstige betriebliche Aufwendungen</b>	<b>5,2</b>	<b>7,1</b>	<b>9,7</b>	<b>13,3</b>
Veränderung	18,0%	36%	37%	37%
In % des Umsatzes	15%	11%	11%	12%
<b>EBIT</b>	<b>2,2</b>	<b>4,5</b>	<b>6,8</b>	<b>9,2</b>
Veränderung	54,0%	105%	51%	35%
In % des Umsatzes	6,3%	7,1%	8,0%	8,1%
<b>Nettogewinn</b>	<b>1,0</b>	<b>-5,4</b>	<b>4,2</b>	<b>5,7</b>
Veränderung	251,3%	n.m.	n.m.	35%
In % des Umsatzes	3%	-8%	5%	5%

Tabelle 4 Quelle: SES Research

(\*) In 2006 erwarten wir einen Nettoverlust bedingt durch außerordentliche Aufwendungen von insgesamt 8,9 Mio. €. Im laufenden Geschäftsjahr wurde das Unternehmen DSLCOMP erworben. Dadurch ist ein einmaliger Verschmelzungsverlust in Höhe von knapp 7,5 Mio. € entstanden, der voll G+V-wirksam ist.

**Bilanz**

Per 31.12.2006 erwarten wir eine Bilanzsumme von 22,9 Mio. €. Derzeit verfügt das Unternehmen über keine Finanzschulden. Entsprechend erwarten wir per Jahresende eine Nettoliquidität von knapp 10 Mio. €.

Wesentliche erwartete Vermögenspositionen per Jahresende sind: Sachanlagen und Finanzanlagen von insgesamt 4,2 Mio. € (17% des Vermögens), Forderungen in Höhe von 8 Mio. € (36% des Vermögens) sowie liquide Mittel von 10 Mio. € (47% des Vermögens). Per 31.12.2006 erwarten wir ein Working Capital von -0,8 Mio. €. Ecotel sollte in der Lage sein, dauerhaft ein negatives Working Capital erzielen zu können. Der Grund hierfür ist, dass die Kunden in der Regel ihre Forderungen ca. vier Wochen vor ecotel's Zahlungsfristen begleichen.



Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	-----------	----------	------------------------	------------

### Peer Group

Eine vernünftige mit ecotel vergleichbare und aussagekräftige Peer Group zu finden, gestaltet sich schwierig. Aus diesem Grund haben wir in unserer Peer Group Unternehmen aus den Bereichen Festnetz- und Mobilfunk Serviceprovider (Drillisch, mobilcom), Netzbetreiber (z.B. QSC und Colt Telecom) sowie auf Minutenhandel spezialisierte Unternehmen (Arbinet) zusammengestellt. Auf Grund der heterogenen Vergleichsgruppe sind die Resultate des Peer Group Vergleichs nur eingeschränkt aussagekräftig. Folgende beiden Tabellen (siehe nächste Seite) geben einen Überblick über die Peer Group sowie über die Resultate des Vergleichs.

Auf Basis der gewählten Peer Group zeigen die Bewertungskennziffern KGV, EV/EIBTDA und EV/Umsatz in den Geschäftsjahren 07e und 08e ein Potenzial für die ecotel-Aktie zwischen 93% und 234% (im Vergleich zum Mittelwert der Peer Group).

### Konklusion

Auf Grund der eingeschränkten Aussagekraft der heterogenen Peer Group legen wir das Gewicht auf das DCF-Modell. Auf Basis unserer Annahmen ergibt sich für die ecotel-Aktie ein DCF-Wert von 20,50 € und somit ein Aufholpotenzial von 72%.

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	<b>Bewertung</b>	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	------------------	----------	------------------------	------------

### Basisdaten der Peer-Group-Analyse

Unternehmen	LW	Kurs	MK	EV	EPS			Umsatz			EBITDA		
					06e	07e	08e	06e	07e	08e	06e	07e	08e
		in LW	in Mio. LW	in Mio. LW									
3U	EUR	0,73	34,2	57,8	-0,15	-0,13	-0,04	133,59	134,06	133,21	11,09	10,15	10,45
Arbinet-thexchange	USD	5,35	138,0	71,3	0,10	0,20	0,28	496,50	493,80	504,00	7,00	11,50	13,40
Carphone Warehouse	GBP	3,00	2.677,9	3.089,3	0,09	0,21	0,28	3.927,63	4.658,59	4.983,48	257,70	435,22	520,74
COLT Telecom Group SA	GBP	1,44	977,5	1.045,8	-0,03	0,04	0,08	1.859,04	1.884,83	2.014,22	266,50	295,92	319,08
Drillisch	EUR	5,32	172,9	147,5	0,48	0,47	0,51	285,36	294,72	305,23	28,79	28,69	29,90
Elisa Oyj	EUR	19,70	3.271,5	3.662,9	0,90	1,12	1,21	1.500,43	1.558,63	1.565,37	426,01	473,69	489,66
Fastweb	EUR	37,53	2.983,9	3.684,9	-0,85	0,51	1,41	1.247,37	1.646,15	1.875,09	404,79	566,03	683,96
freenet.de	EUR	21,87	1.288,8	1.115,3	1,03	1,24	1,17	741,05	828,85	929,79	123,58	145,35	134,86
iBasis	USD	8,17	271,0	224,6	0,26	0,47	0,61	511,52	613,27	716,40	16,41	25,03	31,10
IDT Corporation	USD	12,65	1.027,2	697,1	-1,86	-0,68	n.a.	2.226,42	2.151,79	n.a.	-109,72	15,00	n.a.
mobilcom	EUR	19,97	1.312,1	980,0	0,91	1,13	1,28	2.087,01	2.162,40	2.272,09	163,31	187,82	203,07
QSC	EUR	5,24	665,8	647,1	-0,03	0,19	0,32	265,00	352,93	426,26	18,96	56,19	84,23
Thus Group plc	GBP	1,56	282,0	309,0	-5,78	0,72	6,33	499,84	550,20	576,52	39,33	52,59	67,89
United Internet	EUR	12,17	3.041,3	3.100,1	0,43	0,57	0,66	1.267,09	1.555,64	1.859,82	233,92	294,45	332,02
<b>ecotel communication</b>	<b>EUR</b>	<b>11,69</b>	<b>40,9</b>	<b>32,1</b>	<b>-1,53</b>	<b>1,21</b>	<b>1,63</b>	<b>63,50</b>	<b>84,88</b>	<b>113,33</b>	<b>5,25</b>	<b>7,60</b>	<b>10,10</b>

Tabelle 5; Quelle: SES Research, Bloomberg

### Peer-Group ecotel communication

Unternehmen	LW	Kurs	MK	EV	KGV			EV / Umsatz			EV / EBITDA		
					06e	07e	08e	06e	07e	08e	06e	07e	08e
		in LW	in Mio. LW	in Mio. LW									
3U	EUR	0,73	34,2	57,8	neg.	neg.	neg.	0,43	0,43	0,43	5,21	5,69	5,53
Arbinet-thexchange	USD	5,35	138,0	71,3	53,50	27,44	19,11	0,14	0,14	0,14	10,18	6,20	5,32
Carphone Warehouse	GBP	3,00	2.677,9	3.089,3	31,66	14,25	10,74	0,79	0,66	0,62	11,99	7,10	5,93
COLT Telecom Group SA	GBP	1,44	977,5	1.045,8	neg.	41,07	17,75	0,56	0,55	0,52	3,92	3,53	3,28
Drillisch	EUR	5,32	172,9	147,5	11,20	11,42	10,37	0,52	0,50	0,48	5,12	5,14	4,93
Elisa Oyj	EUR	19,70	3.271,5	3.662,9	21,89	17,67	16,32	2,44	2,35	2,34	8,60	7,73	7,48
Fastweb	EUR	37,53	2.983,9	3.684,9	neg.	74,17	26,58	2,95	2,24	1,97	9,10	6,51	5,39
freenet.de	EUR	21,87	1.288,8	1.115,3	21,25	17,62	18,76	1,51	1,35	1,20	9,02	7,67	8,27
iBasis	USD	8,17	271,0	224,6	32,04	17,38	13,39	0,44	0,37	0,31	13,69	8,98	7,22
IDT Corporation	USD	12,65	1.027,2	697,1	neg.	neg.	n.a.	0,31	0,32	n.a.	neg.	46,47	n.a.
mobilcom	EUR	19,97	1.312,1	980,0	21,92	17,67	15,66	0,47	0,45	0,43	6,00	5,22	4,83
QSC	EUR	5,24	665,8	647,1	neg.	28,32	16,48	2,44	1,83	1,52	34,13	11,52	7,68
Thus Group plc	GBP	1,56	282,0	309,0	neg.	2,15	0,25	0,62	0,56	0,54	7,86	5,88	4,55
United Internet	EUR	12,17	3.041,3	3.100,1	28,50	21,54	18,38	2,45	1,99	1,67	13,25	10,53	9,34
<b>Mittelwert</b>					<b>27,75</b>	<b>24,23</b>	<b>15,32</b>	<b>1,15</b>	<b>0,98</b>	<b>0,94</b>	<b>10,62</b>	<b>9,87</b>	<b>6,13</b>
<b>Median</b>					<b>25,21</b>	<b>17,67</b>	<b>16,40</b>	<b>0,59</b>	<b>0,56</b>	<b>0,54</b>	<b>9,02</b>	<b>6,80</b>	<b>5,53</b>
<b>ecotel communication</b>	<b>EUR</b>	<b>11,69</b>	<b>40,9</b>	<b>32,1</b>	<b>neg.</b>	<b>9,66</b>	<b>7,17</b>	<b>0,50</b>	<b>0,38</b>	<b>0,28</b>	<b>6,11</b>	<b>4,22</b>	<b>3,17</b>
<b>Potenzial zum Mittelwert</b>					<b>n.a.</b>	<b>151%</b>	<b>114%</b>	<b>127%</b>	<b>160%</b>	<b>231%</b>	<b>74%</b>	<b>134%</b>	<b>93%</b>

Tabelle 6; Quelle: SES Research, Bloomberg

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	-----------	----------	------------------------	------------

Ecotel's Rechnungslegungsstandard ist derzeit HGB. Die Gesellschaft hat angekündigt, zu Beginn des Geschäftsjahres 2007 auf IFRS umzustellen, um in den Prime Standard der Deutschen Börse wechseln zu können.

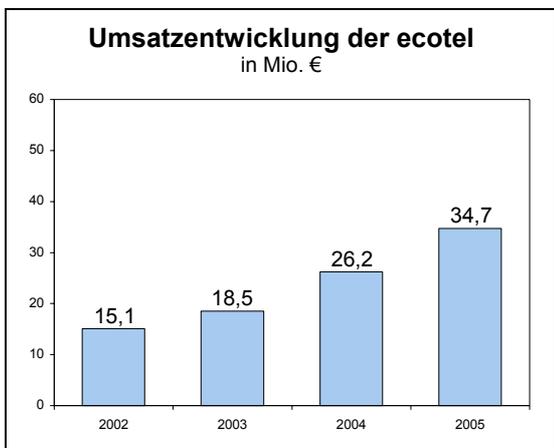
Zudem erwarten wir, dass ecotel in 2007 weitere konkrete Schritte in punkto Mobilfunklösungen ankündigen wird. Hier erwarten wir, dass ecotel ein MVNO-Modell installieren wird.

Ein wichtiger Monat in 2007 wird der März. In diesem Monat endet die Lock-up für die Altaktionäre der ecotel. Betroffen sind 2,47 Mio. Aktien bzw. 71,6% des Grundkapitals. Die Altaktionäre können ihr Aktien außerbörslich handeln. Ein Handel über die Börse ist bis März 2007 ausgeschlossen.

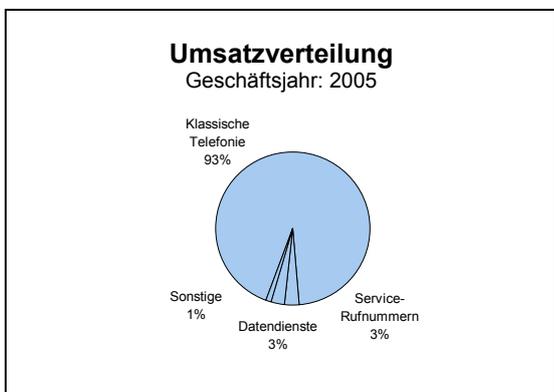
Da eine Säule der ecotel-Strategie Akquisitionen von Kundenportfolios ist, gehen wir davon aus, dass ecotel bis Ende 2007e mindestens eine Akquisition bekannt geben sollte. Als Wahrscheinlich erachten wir eine Akquisition eines Kundenportfolios.

Schließlich sollte auf Grund der Erweiterung der Wertschöpfungskette bereits im ersten Halbjahr 2007 eine deutliche Erhöhung des ARPU zu sehen sein.

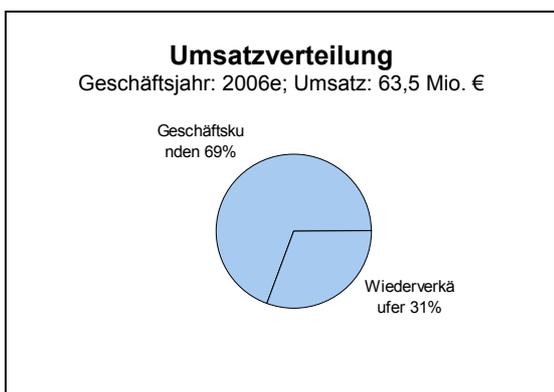
Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	-----------	----------	------------------------	------------



Grafik 6; Quelle: Ecotel



Grafik 7; Quelle: Ecotel



Grafik 8; Quelle: SES Research

### Gewachsen durch den Vertrieb von Preselection-Produkten an kleine und mittelständische Unternehmen in Deutschland

Das in Düsseldorf ansässige Unternehmen ecotel wurde 1998 gegründet. Der Geschäftszweck bei Gründung der Gesellschaft war der Verkauf von Preselection-Produkten ausschließlich an kleine und mittelständische Unternehmen.

Bei Preselection-Produkten behalten Kunden ihren Festnetzanschluss bei ihrem Netzbetreiber bei. Die Telefonate werden ausschließlich über den Preselection-Anbieter geführt. Preselection ist ein reines Sprachprodukt. Mit der damaligen Öffnung und Liberalisierung des TK-Marktes konnten mit Preselection-Produkten gerade kleine und mittelständische Unternehmen leicht von der Deutschen Telekom abgeworben werden. In den ersten Jahren verfügte ecotel über keine eigene Infrastruktur und war somit als reiner Wiederverkäufer von Telefonminuten positioniert.

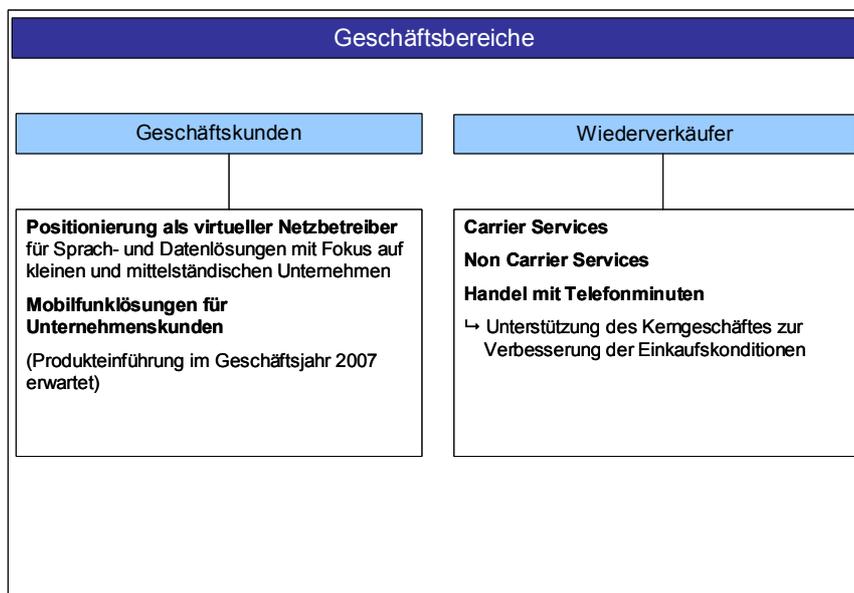
**Zwischen 1998 und 2005 konnte der Umsatz von 0,1 Mio. € auf 34,7 Mio. € gesteigert werden. Davon wurden 32 Mio. im Kerngeschäft Unternehmenskunden erzielt. Auf Grund des in 1998 etablierten Geschäftsmodell (Verkauf von Preselection Produkten) wurden in 2005 im Segment Geschäftskunden noch 93% des Umsatzes mit klassischer Festnetztelefonie erzielt.**

Da auf Grund der technologischen Veränderungen am Markt dieser für reine Preselection-Dienstleistungen mehr und mehr zurück gehen wird, hat ecotel in 2005 damit begonnen, **eine strategische Neupositionierung des Unternehmens vorzunehmen und die Wertschöpfungskette erheblich zu erweitern.** Ecotel befindet sich mitten im Transformationsprozess: **weg vom reinen Anbieter, von auf Preselection basierten Sprachprodukten hin zum integrierten Anbieter von TK- und Datendiensten.** Wichtigstes Ziel dabei ist es, zwischen 2005 und 2008e den durchschnittlichen jährlichen Umsatz pro Kunde (ARPU) von 930 € um 172% (bzw. 20% p.a.) auf 1.600 € zu steigern. Die avisierte ARPU-Steigerung bildet den Kern der eingeschlagenen Wachstumsstrategie.

### Umsatzverteilung nach Segmenten

In der folgenden Graphik sind die Geschäftsbereiche zusammen gefasst. Für das **Segment Geschäftskunden erwarten wir in 2006e einen Umsatzanstieg von 34% auf 44,1 Mio. € sowie ein EBIT in Höhe von 4,6 Mio. € (EBIT-Marge: 10,2%).** Bei den genannten Zahlen ist allerdings zu beachten, dass die im laufenden Geschäftsjahr 2006e getätigte Akquisition von DSLCOMP zum Umsatz mit 12 Mio. € und zum EBIT mit 1,2 Mio. € beitragen dürfte. Im Segment Wiederverkäufer erwarten wir einen Umsatzanstieg von 2,7 Mio. € in 2005 auf 19,4 Mio. € in 2006e bei einem ausgeglichenen Ergebnis.

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	<b>Unternehmen &amp; Produkte</b>	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	-----------	----------	-----------------------------------	------------



Grafik 9; Quelle : SES Research

### Kunden- und Vertriebsstruktur

**Gegenwärtig verfügt ecotel über ca. 45.000 Kundenverträge** bzw. rund 35.000 Kunden. In **2005** lag der **Umsatz pro Auftrag (ARPU)** bei **870 €**. Wir gehen davon aus, dass dieser in 2006 durch den Start der Anschlussübernahme auf 980 € ansteigen wird.

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 Verbundgruppe Rahmenverträge aus, zu deren Konditionen die jeweiligen Mitgliedsunternehmen ecotel-Produkte beziehen können.

Kunden- und Vertriebsstruktur			
In %		Unternehmen mit...	Vertrieb
der Kunden	des Umsatzes		
1 %	10 %	...TK-Budget > 6.000 €	Direkt- u. Partnervertrieb
15 %	15 %	Verbundgruppen	Direktvertrieb u. Telesales
84 %	75 %	...TK Budget < 6.000 €	Partnervertrieb u. Telesales (500 Partner)

Grafik 10; Quelle : SES Research

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	<b>Unternehmen &amp; Produkte</b>	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	-----------	----------	-----------------------------------	------------

### Vorstand und Mitarbeiter

Per 30.09.2006 hatte das Unternehmen insgesamt 140 Mitarbeiter.. Dem Unternehmensvorstand gehören folgende Personen an:

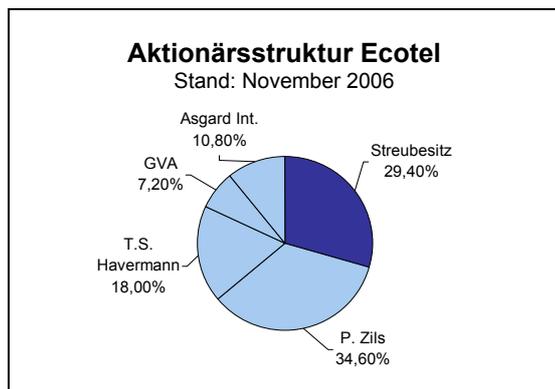
- Peter Zils (Vorsitzender, geb. 1963, Mitgründer der Gesellschaft): Nach dem Studium an der FH Bochum als Diplom-Ingenieur für Nachrichten arbeitete Herr Zils zunächst bei der Talis Communication Technologies GmbH (geschäftsführender Gesellschafter).
- Achim Theis (Marketing und Vertrieb): Herr Theis trat am 01. Januar in die Gesellschaft ein. Zuvor war Herr Theis unter anderem bei der BGW Produkt + Idee GmbH, beim Möbelerverband Trend-Möbel Handels GmbH & Co. Einrichtungs KG sowie bei ThyssenKrupp Steel AG tätig.
- Bernhard Seidl (Finanzen, Investor Relations): Herr Seidl verantwortet seit dem 01. September 2006 den Bereich Finanzen und Investor Relations. Insgesamt kann Herr Seidl auf 12 Jahre Erfahrung in der TK-Branche zurückgreifen. Vor der Aufnahme der Tätigkeit bei ecotel war Herr Seidl bei Arthur D. Little und Telefonica tätig.

### Historie

Das Unternehmen wurde 1998 gegründet und fungierte zunächst als Einkaufsgemeinschaft für Telekommunikation um das Telefonvolumen mittelständischer Unternehmen zu optimieren. In den Folgejahren wurde das Produkt- und Dienstleistungsangebot sukzessive erweitert (1999 Einführung von Dial-In Internetzugangprodukten; 2001 DSL Angebote). Im März 2006 erfolgte das IPO (Ausgabe von 3,5 Mio. Aktien zu 17,0 €). Derzeit wird die Aktie an der Frankfurter Wertpapierbörse gehandelt und gehört dem Entry Standard an.

### Aktionärsstruktur

Der Streubesitz liegt derzeit bei 29,4%. 70,6% der ecotel-Aktien unterliegen bis März 2007 einer Lock-up. Dabei handelt es sich um einen sogenannten Soft-Lock-up. Altaktionäre können ihre Aktie nicht über die Börse veräußern. Ein außerbörslicher Handel ist aber jederzeit möglich.



Grafik 11; Quelle: ecotel

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	-----------	----------	------------------------	------------

## Kennzahlen (ecotel)

GuV (in Mio. €)	2005	2006e	2007e	2008e
Umsatz	34,7	63,5	84,9	113,3
Gesamtleistung	34,7	63,5	84,9	113,3
Materialaufwand	23,1	46,0	61,2	81,7
Rohertrag	11,5	17,5	23,7	31,6
Personalkosten	3,9	5,2	7,1	8,0
Sonstiger betrieblicher Aufwand	5,2	7,1	9,7	13,3
EBITDA	2,5	5,3	7,6	10,1
Abschreibungen	0,4	0,8	0,8	0,9
- davon Goodwill-Abschreibungen	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	2,2	4,5	6,8	9,2
Finanzergebnis	0,0	0,2	0,2	0,2
Außerordentliches Ergebnis	-0,5	-8,9	0,0	0,0
EBT	1,6	-4,3	7,0	9,4
Steuern	0,6	1,1	2,7	3,6
Nettoergebnis vor Minoritäten	1,0	-5,4	4,2	5,7
Nettoergebnis	1,0	-5,4	4,2	5,7
Ausschüttung	0,0	0,0	0,0	0,0

Cash-Flow	2005	2006e	2007e	2008e
Operativer Cash-Flow	1,4	-4,6	5,0	6,6
Free-Cash-Flow	-0,9	-7,8	2,9	5,8
Investitionen	1,4	3,0	1,5	1,5

Bilanz (Mio. €)	2005	2006e	2007e	2008e
Sachanlagen	1,1	2,8	3,6	4,4
Immat. Vermögen	0,3	0,3	0,1	0,0
Net Working Capital	-1,1	-0,8	-0,2	-0,8
Umlaufvermögen	6,4	18,3	22,6	33,1
Liquide Mittel	1,4	9,8	12,7	18,5
Eigenkapital	2,7	11,4	15,7	21,4
Rückstellungen	0,1	0,2	0,2	0,3
Finanzverbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoliquidität	1,4	9,8	12,7	18,5
Bilanzsumme	8,5	22,8	27,9	38,9

Rechnungslegung	HGB	HGB	HGB	HGB
Geschäftsjahresende	31.12.2005	31.12.2006	31.12.2007	31.12.2008

Wachstumsraten	2005	2006e	2007e	2008e
Umsatz	32,1%	83,2%	33,7%	33,5%
EBITDA	56,8%	106,0%	44,8%	32,9%
EBIT	54,0%	104,8%	51,1%	35,3%
EBT	339,2%	n.m.	n.m.	34,5%
Nettoergebnis	251,3%	n.m.	n.m.	34,5%
Dividende	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

Kostenintensitäten	2005	2006e	2007e	2008e
Materialaufwand / Umsatz	66,8%	72,4%	72,1%	72,1%
Personalaufwand / Umsatz	11,2%	8,2%	8,3%	7,1%

Umsatzaufteilung	2005	2006e	2007e	2008e
Geschäftskunden	32	44	57	75
Wiederverkäufer	3	19	28	38

Kursdaten	2005	2006e	2007e	2008e
Kurs (€)				11,91
Marktkap. (Mio. €)				42
Enterprise Value (Mio. €)				33

Aktienkennzahlen	2005	2006e	2007e	2008e
Ergebnis je Aktie (€)	0,40	-1,53	1,21	1,63
Umsatz je Aktie (€)	13,51	18,14	24,25	32,38
Free-Cash-Flow je Aktie (€)	-0,34	-2,23	0,83	1,66
Dividende je Aktie (€)	0,00	0,00	0,00	0,00

Bewertungskennzahlen	2005	2006e	2007e	2008e
KGV	29,51	neg.	9,83	7,31
KUV	0,88	0,66	0,49	0,37
EV/SALES	0,95	0,52	0,39	0,29
EV/EBITDA	12,88	6,25	4,32	3,25
EV/EBIT	14,94	7,30	4,83	3,57
KBV	15,56	3,65	2,66	1,95
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Aktienanzahl (Mio.)	2005	2006e	2007e	2008e
Stammaktien ausstehend	2,57	3,50	3,50	3,50
Vorzugsaktien ausstehend				

Rentabilität	2005	2006e	2007e	2008e
EBITDA / Umsatz	7,4%	8,3%	9,0%	8,9%
EBIT / Umsatz	6,3%	7,1%	8,0%	8,1%
EBT / Umsatz	4,7%	-6,7%	8,2%	8,3%
Nettoergebnis / Umsatz	3,0%	-8,5%	5,0%	5,0%
EK-Rendite	38,6%	-47,0%	27,1%	26,7%
GK-Rendite	12,2%	-23,5%	15,2%	14,6%
ROCE	878,9%	199,6%	189,2%	259,1%

## 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 980 € in 2006e auf 1.600 € in 2008e zu erhöhen.

## Management

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

## Aktionäre

Streubesitz	29,40%
P. Zijs	34,60%
T.S. Havermann	18,00%
GVA	7,20%
Asgard Int.	10,80%

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

**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.**

## 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 erheben 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, offenzulegen.

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.

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

<b>Empfehlung</b>	<b>Anzahl Unternehmen</b>	<b>% des Universums</b>
Kaufen	96	50%
Halten	79	41%
Verkaufen	16	8%
<b>Gesamt</b>	<b>191</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:

<b>Empfehlung</b>	<b>Anzahl Unternehmen</b>	<b>% des Universums</b>
Kaufen	74	55%
Halten	53	40%
Verkaufen	7	5%
<b>Gesamt</b>	<b>134</b>	

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.