

ecotel communication ag

23. AUGUST 2012

Votum:	Kaufen	
alt:	-	vom -
Kursziel (in Euro)	8,90	
Kurs (Xetra) (in Euro)	4,94	
22.08.2012 15:22 Uhr		
Kurspotenzial	80%	

Unternehmensdaten	
Branche	Telekommunikation
Segment	Prime Standard
ISIN	DE0005854343
Reuters	E4CG.DE
Bloomberg	E4C

Aktiendaten	
Aktienanzahl (in Mio. Stück)	3,753
Streubesitz	21,6%
Marktkapitalisierung (in Mio. Euro)	18,5
Ø Tagesumsatz (Stück)	3.380
52W Hoch 30.04.2012	5,48 Euro
52W Tief 25.01.2012	4,00 Euro

Termine	
Q3-Zahlen	15.11.2012

Reduzierung der Nettoverschuldung

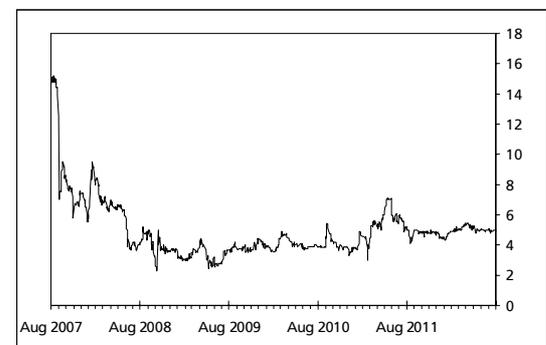
- ecotel hat im ersten Halbjahr 2012 mit 47,6 (40,6) Mio. Euro unsere Umsatzschätzung von 43,2 Mio. Euro klar übertroffen. Wir hatten die Entwicklung im Segment Wiederverkäufer unterschätzt; hier stieg der Umsatz auf 21,3 (13,0) Mio. Euro.
- Die Rohertragsmarge fiel zurück auf 25,8% (30,3%) und erklärt sich durch das starke Wachstum des margenschwachen Segments Wiederverkäufer. Das EBIT erreichte mit 1,9 (1,5) Mio. Euro nahezu unsere Schätzung von 2,0 Mio. Euro.
- ecotel hat die Finanzziele 2012 nicht verändert und erwartet weiterhin einen Konzernumsatz zwischen 80 und 90 Mio. Euro sowie ein EBITDA zwischen 6 und 7 Mio. Euro.
- Ende 2012 rechnen wir mit einer Nettoverschuldung von nur noch 0,3 (3,1) Mio. Euro.
- Wir haben unsere Umsatzschätzung für 2012 auf 86,3 (bisher: 83,0) Mio. Euro erhöht. Unsere EpS-Schätzung steigt leicht auf 0,42 (bisher: 0,41) Euro.
- Die deutlich höhere Peer Group-Bewertung führt zu einem neuen Kursziel von 8,90 (bisher: 8,30) Euro je Aktie. Wir votieren weiterhin mit Kaufen.

Performance		
	Absolut	Relativ ggü. DAX
1 Monat	-1,0%	-9,4%
3 Monate	-4,6%	-14,6%
6 Monate	0,8%	-2,2%
12 Monate	-1,4%	-22,3%

Index-Gewichtung	
Keine Indexzugehörigkeit	

	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e
Gesamtleistung (GL)	106,5	100,3	99,5	86,1	87,1	88,0
Wachstum GL, %	-	-5,8%	-0,8%	-13,5%	1,1%	1,0%
EBIT	-3,7	-2,2	1,4	3,1	3,9	4,5
EBIT-Marge	neg.	neg.	1,4%	3,7%	4,5%	5,1%
Jahresüberschuss	-4,2	-2,2	0,1	1,1	1,6	2,2
Nettomarge	neg.	neg.	0,1%	1,3%	1,8%	2,5%
Gewinn je Aktie	-1,07	-0,57	0,02	0,29	0,42	0,59
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,15	0,20
Nettoverschuldung / EBITDA	2,0	2,2	1,8	0,7	0,3	-0,1
Net Gearing	0,5	0,5	0,4	0,1	0,0	-0,1
Free Cashflow (FCF)	4,0	2,5	3,6	4,6	4,4	3,5
FCF je Aktie (Euro)	1,03	0,67	0,95	1,22	1,18	0,93
EV / Umsatz	0,2	0,3	0,2	0,3	0,2	0,2
EV / EBITDA	4,3	5,4	4,2	3,2	2,8	2,4
EV / EBIT	neg.	neg.	14,1	7,2	5,1	3,9
EV / FCF	6,5	10,5	5,6	5,0	4,4	5,1
KGV	neg.	neg.	182,4	17,4	11,8	8,3
KBV	1,0	0,7	0,8	0,9	0,8	0,8
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	3,0%	4,0%

Zahlen in Mio. Euro; EpS, DpS und FCF je Aktie (in Euro); Quelle: ecotel communication ag, eigene Schätzungen



Quelle: Bloomberg

Kontakt

Abteilung Research
Leitung: Dr. Frank Wohlgemuth, CIAA/CEFA

Equity Sales Team
+49 (0) 211 778-3370

Thomas Aldenrath / thomas.aldenrath@wgzbank.de
Oliver Garbe / oliver.garbe@wgzbank.de
Ansgar Krekeler / ansgar.krekeler@wgzbank.de
Alexander Lachmann / alexander.lachmann@wgzbank.de
Thomas Reher / thomas.reher@wgzbank.de
Peter Richards / peter.richards@wgzbank.de
Udo Zartner / udo.zartner@wgzbank.de

Ersteller: Winfried Becker (Analyst)

- Umsatzanalyse: Besonders hervorzuheben ist die deutliche Umsatzverschiebung zugunsten des Wiederverkäufer-Segments. In H1 2012 stieg dessen Umsatzanteil auf 44,7% (Vorjahr: 32,2%). In der Verlaufs-betrachtung zeigt sich, dass der absolute Konzernumsatz von Q1 und Q2 2012 jeweils höher als in jedem der vier Einzelquartale 2011 lag. Da der H1 2012-Konzernumsatz über unserer Schätzung lag, haben wir die Prognose für 2012 auf jetzt 86,3 Mio. Euro erhöht.
- Margenentwicklung: Da das stark gewachsene Wiederverkäufer-Segment die niedrigste Marge aller drei Segmente aufweist, verbesserte sich die EBIT-Marge im ersten Halbjahr lediglich von 3,7% auf 4,0%. Adjustiert um die im Vorjahreshalb-jahr vorgenommene Sonderab-schreibung von 0,4 Mio. Euro ist die EBIT-Marge in etwa stabil geblie-ben. Durch unsere erhöhte Umsatzschätzung erwarten wir 2012 nun auch ein höheres EBIT von 3,9 (bisher: 3,4) Mio. Euro.
- Finanzverschuldung: Wie angekündigt, hat ecotel die Finanzschulden wei-ter reduziert. Zum Ende des ersten Halbjahres betragen sie 1,5 Mio. Euro gegenüber noch 4,5 Mio. Euro ein Jahr zuvor. Damit halten wir das Ziel, die Nettofinanzverschuldung zum Jahresende auf null zu stellen, für realistisch. Wir erwarten einen Wert von 0,3 (3,1) Mio. Euro. Dadurch wird sich auch das Zinsergebnis weiter verbessern. ecotel wird damit unseres Erachtens auch dividendenfähig und wir erwarten für das Ge-schäftsjahr 2012 eine Anfangsdividende von 0,15 Euro.
- Geschäftskunden-Segment: Die Umstellung des Vertragsbestandes auf den sogenannten Vollanschluss wird weiter vorangetrieben. Im ersten Halbjahr lag der Umsatzanteil dieses Segments bei 42,6% (52,0)%, wäh-rend der Anteil am Konzernrohertrag bei stattlichen 75,6% (75,2)% lag. Die mit der Umstellung für ecotel verbundenen Kostenvorteile spiegeln sich auch in einer Steigerung der Rohertragsmarge auf 45,8% (43,1%) wider.
- Die Aktionärsstruktur zum 30.06.2012 hat sich gegenüber Ende März 2012 nicht wesentlich verändert. Der Streubesitz liegt weiterhin bei 21,6%. Die Zahl der eigenen Aktien hat sich durch das aktuelle Aktienrückkauf-programm leicht erhöht. Derzeit werden noch 147.500 eigene Aktien bzw. 3,78% des gezeichneten Kapitals ausgewiesen. Dem sind gemäss Unternehmensangaben weitere 48.300 Aktien oder 1,24% hinzu-zurechnen, die im Zeitraum vom 11.06.2012 bis 17.08.2012 gekauft wur-den. Damit hält ecotel jetzt 5,02% eigene Aktien und hat damit die Meldeschwelle von 5% überschritten.

Wiederverkäufer-Segment mit dem stärksten Umsatzwachstum H1 2012

Nettofinanzschulden sinken weiter

Anteil eigener Aktien hat die 5%-Gren-ze überschritten

Bewertung

Bewertungsfazit

Unsere Bewertung basiert weiterhin auf einer Kombination aus DCF-Modell und Peer Group. Der sich aus unserem DCF-Modell ergebende faire Wert liegt mit 8,25 Euro jetzt etwas unter dem bisherigen Wert von 8,40 Euro und der Rückgang erklärt sich durch höhere Minderheitenanteile, die in Abzug zu bringen sind.

Kursziel für ecotel steigt auf 8,90 (alt: 8,30) Euro je Aktie

ecotel communication ag		
Bewertung - Zusammenfassung		
Angaben in Euro		
	Fairer Wert	Gewichtung
Discounted Cashflow - Modell	8,25	60,0%
Peer Group - Analyse	9,93	40,0%
Fairer Wert	8,92	
Kursziel		8,90

Quelle: Eigene Schätzungen

ecotel communication ag										
Discounted Cashflow - Modell										
Angaben in Mio. Euro	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Umsatz	86,3	87,1	88,5	90,5	91,9	93,6	95,4	97,1	98,9	100,7
Umsatzwachstum	2,1%	0,9%	1,6%	2,3%	1,6%	1,8%	1,9%	1,8%	1,8%	1,8%
EBIT-Marge	4,5%	5,2%	5,8%	6,0%	5,7%	5,4%	5,5%	5,3%	5,3%	5,0%
EBIT	3,9	4,5	5,1	5,5	5,2	5,1	5,3	5,2	5,3	5,0
- Ertragssteuern	-1,2	-1,3	-1,5	-1,6	-1,6	-1,5	-1,6	-1,6	-1,6	-1,5
+ Abschreibungen	3,0	2,9	2,3	2,2	2,4	2,2	2,1	1,9	1,6	2,0
+/- Veränderung langfristiger Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+/- Sonstiges (u.a. Minderheitsanteile)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Operativer Brutto-Cashflow	5,7	6,0	5,9	6,0	6,0	5,7	5,7	5,5	5,3	5,5
-/+ Investitionen in das Nettoumlaufvermögen	1,0	-0,3	0,0	-0,5	0,3	-0,1	0,4	0,2	0,2	0,0
- Investitionen in das Anlagevermögen	-2,0	-2,1	-2,1	-1,9	-1,6	-1,8	-1,8	-1,8	-1,9	-2,0
Free Cashflow	4,7	3,6	3,7	3,6	4,7	3,9	4,3	3,9	3,6	3,5
Barwerte	4,5	3,1	2,9	2,6	3,0	2,2	2,2	1,8	1,5	1,3
Summe Barwerte	25,1									
Terminalwert	8,3	in % vom Gesamtwert: 25%								
Wert des operativen Geschäfts	33,4									
+ Liquide Mittel	6,2									
- Finanzverbindlichkeiten	-6,5									
- Pensionsrückstellungen	0,0									
- Minderheitenanteile	-0,9									
Marktwert Eigenkapital	32,2									
Anzahl der Aktien in Mio. Stück	3,900									
Fairer Wert je Aktie (Euro)	8,25									

Modell-Parameter:

Langfristige Bilanzstruktur:	Eigenkapital:	96%	Fremdkapital:	4%	
Risikofreie Rendite:	4,00%	Beta:	1,50	Risikoprämie FK:	1,3%
		Risikoprämie:	5,0%	Tax-Shield:	30,0%
		Zins EK:	11,5%	Zins FK:	3,7%
Wachstum FCF (TV)	2,0%	WACC:	11,1%	Datum:	23.08.2012

Quelle: Eigene Schätzungen

Sensitivitätsanalyse (in Euro)

		Diskontierungszinssatz (WACC)			
		10,1%	10,6%	11,1%	11,6%
Wachstum FCF (TV)	1,0%	8,65	8,33	8,04	7,78
	1,5%	8,78	8,45	8,14	7,87
	2,0%	8,93	8,57	8,25	7,96
	2,5%	9,10	8,72	8,38	8,07

Quelle: Eigene Schätzungen

Die Peer Group-Bewertung ist dagegen deutlich gestiegen; hier steigt der faire Wert auf 9,93 Euro gegenüber vorher 8,37 Euro. Als Resultat steigt damit unser Kursziel auf 8,90 (bisher: 8,30) Euro je Aktie. Wir votieren weiterhin mit Kaufen.

ecotel communication ag

Peer Group - Analyse

	KGV		EV / EBIT		EV / EBITDA		EV / Umsatz	
	2012e	2013e	2012e	2013e	2012e	2013e	2012e	2013e
Drillisch	9,2	6,0	10,6	9,9	9,7	9,0	1,8	1,8
freenet	9,5	7,2	10,9	7,7	6,3	6,2	0,7	0,7
QSC	13,1	9,4	11,3	8,7	4,0	3,7	0,6	0,6
United Internet	19,7	13,8	15,3	11,6	11,0	9,2	1,6	1,5
Median	11,3	8,3	11,1	9,3	8,0	7,6	1,1	1,1
Mittelwert	12,9	9,1	12,0	9,5	7,7	7,0	1,2	1,1
Standardabweichung	4,2	3,0	1,9	1,5	2,8	2,2	0,5	0,5
ecotel communication ag	11,8	8,3	5,1	3,9	2,8	2,4	0,2	0,2

in Mio. Euro, Ergebnis je Aktie in Euro	Ergebnis je Aktie		EBIT		EBITDA		Umsatz	
	2012e	2013e	2012e	2013e	2012e	2013e	2012e	2013e
ecotel communication ag	0,42	0,59	3,9	4,5	6,9	7,4	86,3	87,1
Unternehmenswert (EV)			43,08	41,73	55,14	56,08	99,18	94,03
Liquide Mittel				6,2		6,2		6,2
Finanzverbindlichkeiten				-6,5		-6,5		-6,5
Faire Marktkapitalisierung			42,7	41,4	54,8	55,7	98,8	93,7
Aktienanzahl (in Mio. Stück)				3,9		3,9		3,9
Fairer Wert	4,75	4,90	10,96	10,61	14,05	14,29	25,35	24,02
Durchschnittswert		4,82		10,79		14,17		24,68
Gewichtung		1/3		1/3		1/3		
Fairer Wert je Aktie in Euro								9,93

Quelle: Eigene Schätzungen; Bloomberg

Schlusskurse vom 22.08.2012

Anhang

ecotel communication ag

Gewinn- und Verlustrechnung

Angaben in Mio. Euro	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e
Umsatzerlöse	105,50	98,70	98,30	84,50	86,30	87,10
Erhöhung des Bestandes an fertigen und unfertigen Erzeugnissen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Andere aktivierte Eigenleistungen	0,50	0,50	0,10	0,00	0,09	0,18
Sonstige betriebliche Erträge	0,50	1,10	1,10	1,60	0,70	0,70
Gesamtleistung	106,50	100,30	99,50	86,10	87,08	87,99
Materialaufwand	-79,00	-76,00	-75,50	-59,80	-61,13	-61,68
Personalaufwand	-10,20	-9,60	-9,50	-9,70	-9,84	-9,59
Abschreibungen	-9,68	-7,09	-3,37	-3,95	-3,00	-2,90
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-11,30	-9,80	-9,70	-9,50	-9,23	-9,33
EBIT	-3,68	-2,19	1,43	3,15	3,88	4,49
Sonstige Zinsen und ähnliche Erträge	0,60	0,30	0,10	0,10	0,09	0,09
Sonstige Finanzaufwendungen	-1,30	-1,00	-0,60	-0,50	-0,44	-0,26
Ergebnis aus At-Equity bewerteten Beteiligungen	0,00	-0,90	-0,20	0,00	0,00	0,00
Sonstiges Finanzergebnis	0,00	1,50	0,00	0,00	0,00	0,00
Finanzergebnis	-0,70	-0,10	-0,70	-0,40	-0,35	-0,18
Außergewöhnliches Ergebnis	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
EBT	-4,38	-2,29	0,73	2,75	3,53	4,32
Steuern von Einkommen und vom Ertrag	0,10	0,00	-0,40	-1,00	-1,06	-1,29
Jahresüberschuss	-4,28	-2,29	0,33	1,75	2,47	3,02
Anteile anderer Gesellschafter am Jahresergebnis	0,10	0,10	-0,20	-0,60	-0,90	-0,80
Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter	-4,18	-2,19	0,13	1,15	1,57	2,22
Anzahl Aktien (in Stück)	3,90	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75
Gewinn je Aktie (unverwässert in EUR)	-1,07	-0,57	0,02	0,29	0,42	0,59

Quelle: ecotel communication ag; eigene Schätzungen

ecotel communication ag

Gewinn- und Verlustrechnung (Positionen in % vom Umsatz)

Angaben in Mio. Euro	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e
Umsatzerlöse	99,1%	98,4%	98,8%	98,1%	99,1%	99,0%
Erhöhung des Bestandes an fertigen und unfertigen Erzeugnissen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Andere aktivierte Eigenleistungen	0,5%	0,5%	0,1%	0,0%	0,1%	0,2%
Sonstige betriebliche Erträge	0,5%	1,1%	1,1%	1,9%	0,8%	0,8%
Gesamtleistung	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Materialaufwand	-74,2%	-75,8%	-75,9%	-69,5%	-70,2%	-70,1%
Personalaufwand	-9,6%	-9,6%	-9,5%	-11,3%	-11,3%	-10,9%
Abschreibungen	-9,1%	-7,1%	-3,4%	-4,6%	-3,4%	-3,3%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-10,6%	-9,8%	-9,7%	-11,0%	-10,6%	-10,6%
EBIT	-3,5%	-2,2%	1,4%	3,7%	4,5%	5,1%
Sonstige Zinsen und ähnliche Erträge	0,6%	0,3%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Sonstige Finanzaufwendungen	-1,2%	-1,0%	-0,6%	-0,6%	-0,5%	-0,3%
Ergebnis aus At-Equity bewerteten Beteiligungen	0,0%	-0,9%	-0,2%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstiges Finanzergebnis	0,0%	1,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Finanzergebnis	-0,7%	-0,1%	-0,7%	-0,5%	-0,4%	-0,2%
Außergewöhnliches Ergebnis	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBT	-4,1%	-2,3%	0,7%	3,2%	4,1%	4,9%
Steuern von Einkommen und vom Ertrag	0,1%	0,0%	-0,4%	-1,2%	-1,2%	-1,5%
Jahresüberschuss	-4,0%	-2,3%	0,3%	2,0%	2,8%	3,4%
Anteile anderer Gesellschafter am Jahresergebnis	0,1%	0,1%	-0,2%	-0,7%	-1,0%	-0,9%
Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter	-3,9%	-2,2%	0,1%	1,3%	1,8%	2,5%

Quelle: ecotel communication ag; eigene Schätzungen

ecotel communication ag

Bilanz

Angaben in Mio. Euro	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e
Geschäfts- oder Firmenwert	13,5	12,1	12,1	11,8	11,8	11,8
Übrige immaterielle Vermögenswerte	10,1	7,7	6,4	5,2	4,1	3,5
Sachanlagen	6,1	6,3	5,9	5,1	5,2	5,0
At-Equity-Beteiligungen	0,1	1,8	1,6	1,6	1,6	1,6
Sonstige langfristige Forderungen und Vermögenswerte	2,3	0,2	0,6	0,6	0,5	0,6
Latente Steuern	1,3	0,7	0,6	0,2	0,5	0,4
Langfristige Vermögenswerte	33,4	28,8	27,2	24,5	23,7	22,9
Vorräte	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	14,4	14,7	14,4	13,4	13,7	14,1
Übrige Steuerforderungen	0,1	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0
Sonstige nichtfinanzielle Vermögenswerte	2,8	1,8	0,8	1,2	1,2	1,3
Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente	4,2	7,1	6,1	6,2	6,2	6,6
Kurzfristige Vermögenswerte	21,6	23,9	21,6	20,9	21,2	22,2
Aktiva	55,0	52,7	48,8	45,4	44,8	45,0
Gezeichnetes Kapital	3,9	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8
Kapitalrücklage	17,9	17,6	1,7	1,7	1,7	1,7
Sonstige Rücklagen	0,0	-2,1	14,0	15,0	15,0	15,0
Konzerngewinn	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0	2,5
Eigenkapital ohne Anteile anderer Gesellschafter	21,8	19,3	19,5	20,5	21,5	23,0
Anteile anderer Gesellschafter	0,6	0,3	0,5	0,9	0,9	0,9
Eigenkapital	22,4	19,6	20,0	21,4	22,4	23,9
Rückstellungen für Pensionen und andere Verpflichtungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Langfristige sonstige Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Langfristige Finanzverbindlichkeiten	11,5	13,2	5,4	6,6	4,6	3,5
Latente Steuerverbindlichkeiten	1,3	0,9	0,8	1,0	1,0	1,0
Langfristige Verbindlichkeiten	12,8	14,1	6,2	7,6	5,6	4,5
Kurzfristige Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	4,5	4,0	7,9	2,7	1,9	1,5
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	13,9	14,1	12,8	11,6	12,3	12,4
Steuerverbindlichkeiten	0,4	0,0	0,4	0,3	0,2	0,3
Kurzfristige sonstige Verbindlichkeiten	1,0	0,9	1,5	1,8	2,4	2,4
Kurzfristige Verbindlichkeiten	19,8	19,0	22,6	16,4	16,8	16,7
Passiva	55,0	52,7	48,8	45,4	44,8	45,0

Quelle: ecotel communication ag; eigene Schätzungen

ecotel communication ag

Bilanz (Positionen in % von Bilanzsumme)

Angaben in Mio. Euro	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e
Geschäfts- oder Firmenwert	24,5%	23,0%	24,8%	26,0%	26,3%	26,2%
Übrige immaterielle Vermögenswerte	18,4%	14,6%	13,1%	11,5%	9,1%	7,8%
Sachanlagen	11,1%	12,0%	12,1%	11,2%	11,6%	11,1%
At-Equity-Beteiligungen	0,2%	3,4%	3,3%	3,5%	3,6%	3,6%
Sonstige langfristige Forderungen und Vermögenswerte	4,2%	0,4%	1,2%	1,3%	1,0%	1,2%
Latente Steuern	2,4%	1,3%	1,2%	0,4%	1,1%	1,0%
Langfristige Vermögenswerte	60,7%	54,6%	55,7%	54,0%	52,8%	50,8%
Vorräte	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	26,2%	27,9%	29,5%	29,5%	30,5%	31,3%
Übrige Steuerforderungen	0,2%	0,4%	0,4%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige nichtfinanzielle Vermögenswerte	5,1%	3,4%	1,6%	2,6%	2,7%	3,0%
Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente	7,6%	13,5%	12,5%	13,7%	13,8%	14,7%
Kurzfristige Vermögenswerte	39,3%	45,4%	44,3%	46,0%	47,2%	49,2%
Aktiva	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Gezeichnetes Kapital	7,1%	7,2%	7,8%	8,4%	8,5%	8,4%
Kapitalrücklage	32,5%	33,4%	3,5%	3,7%	3,8%	3,8%
Sonstige Rücklagen	0,0%	-4,0%	28,7%	33,0%	33,5%	33,3%
Konzerngewinn	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	2,3%	5,5%
Eigenkapital ohne Anteile anderer Gesellschafter	39,6%	36,6%	39,9%	45,1%	48,0%	51,0%
Anteile anderer Gesellschafter	1,1%	0,6%	1,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Eigenkapital	40,7%	37,2%	41,0%	47,1%	50,0%	53,0%
Rückstellungen für Pensionen und andere Verpflichtungen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Langfristige sonstige Rückstellungen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Langfristige Finanzverbindlichkeiten	20,9%	25,1%	11,1%	14,5%	10,3%	7,7%
Latente Steuerverbindlichkeiten	2,4%	1,7%	1,6%	2,2%	2,3%	2,3%
Langfristige Verbindlichkeiten	23,3%	26,8%	12,7%	16,7%	12,6%	10,0%
Kurzfristige Rückstellungen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	8,2%	7,6%	16,2%	5,9%	4,2%	3,4%
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	25,3%	26,7%	26,2%	25,5%	27,4%	27,6%
Steuerverbindlichkeiten	0,7%	0,0%	0,8%	0,7%	0,5%	0,7%
Kurzfristige sonstige Verbindlichkeiten	1,8%	1,7%	3,1%	4,0%	5,3%	5,4%
Kurzfristige Verbindlichkeiten	36,0%	36,0%	46,3%	36,1%	37,4%	37,0%
Passiva	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Quelle: ecotel communication ag; eigene Schätzungen

ecotel communication ag

Kapitalflussrechnung

Angaben in Mio. Euro	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e
Konzernjahresergebnis vor Ertragssteuern	-4,4	-2,3	0,7	2,7	3,5	4,3
Abschreibungen	9,6	7,1	3,5	4,0	3,0	2,9
Gezahlte Ertragssteuern	0,0	-0,4	0,1	-0,3	-1,1	-1,3
Nicht zahlungswirksame Aufwendungen / Erträge	0,1	0,3	0,0	0,1	0,0	0,0
Gewinne Abgang SAV	0,0	0,9	0,2	0,0	0,0	0,0
Veränderung Pensionsrückstell. u. sonst. langfr. Rückstell.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Brutto-Cashflow	5,3	5,6	4,6	6,5	5,5	5,9
Zunahme / Abnahme Vorräte, FO L.L., andere Aktiva	-2,0	-0,4	2,6	0,5	-0,3	-0,5
Zunahme / Abnahme VB L.L., andere Passiva	2,2	0,2	-2,3	-1,0	1,2	0,2
Zinsergebnis	1,0	0,7	0,5	0,3	0,0	0,0
Mittelzufluss/-abfluss aus der laufenden Geschäftstätigkeit	6,5	6,1	5,3	6,3	6,4	5,6
Investitionen in Sachanlagen	-2,5	-3,6	-1,7	-1,7	-1,5	-1,5
Investitionen in Finanzanlagen	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Investitionen in immaterielle VG	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,5	-0,6
Investitionen	-2,5	-3,7	-1,7	-1,7	-2,0	-2,1
Zins- und sonstige Finanzeinzahlungen	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Ein-/Auszahlungen aus Positionen, die nicht der betrieblichen oder der Finanzierungstätigkeit zuzuordnen sind	-0,1	0,1	-0,2	0,1	0,0	0,0
Mittelzufluss/-abfluss aus der Investitionstätigkeit	-2,5	-3,6	-1,8	-1,6	-2,0	-2,1
Dividendenausschüttung	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,6	-0,8
Kapitalerhöhung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Auszahlung aus der Tilgung von Finanzkrediten	-3,4	-3,7	-3,8	-8,0	0,0	0,0
Einzahlung aus der Aufnahme von Finanzkrediten	0,0	5,6	0,0	4,0	-2,8	-1,5
Einzahlung / Auszahlung Minderheitsgesellschafter	0,1	0,1	0,1	0,1	-0,8	-0,7
Zins- und sonstige Finanzausgaben	-1,1	-0,8	-0,7	-0,5	-0,3	0,1
Mittelzufluss/-abfluss aus der Finanzierungstätigkeit	-4,4	1,2	-4,4	-4,4	-4,4	-2,9
Zahlungswirksame Veränderungen des Finanzmittelbestandes	-0,4	3,7	-0,9	0,3	0,0	0,6
Konsolidierungskreisbedingte Veränderung des Finanzmittelbestandes	0,7	-0,9	0,0	-0,2	0,0	-0,1
Finanzmittelbestand am Anfang der Periode	3,9	4,2	7,1	6,1	6,2	6,2
Finanzmittelbestand am Ende der Periode	4,2	7,1	6,1	6,2	6,2	6,6

Quelle: ecotel communication ag; eigene Schätzungen

ecotel communication ag

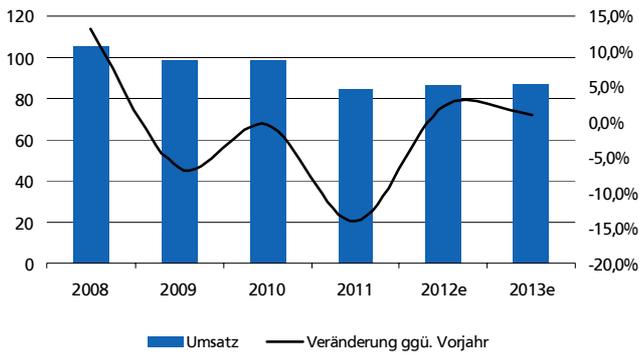
Kennzahlen

	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e
Wachstumsanalyse						
Umsatzwachstum	13,2%	-6,4%	-0,4%	-14,0%	2,1%	0,9%
EBITDA-Wachstum	5,6%	-18,3%	-2,0%	47,9%	-3,1%	7,4%
EBIT-Wachstum	0,0%	-40,4%	-165,1%	120,5%	23,3%	15,8%
EBT-Wachstum	-12,5%	-47,7%	-131,7%	277,7%	28,6%	22,2%
EpS-Wachstum (verwässert)		-46,4%	-104,2%	1116,2%	44,4%	41,3%
Margenanalyse						
EBITDA-Marge	5,6%	4,9%	4,8%	8,2%	7,9%	8,4%
EBIT-Marge	neg.	neg.	1,4%	3,7%	4,5%	5,1%
EBT-Marge	neg.	neg.	0,7%	3,2%	4,1%	4,9%
Nettomarge	neg.	neg.	0,1%	1,3%	1,8%	2,5%
Renditeanalyse						
ROI	-7,6%	-4,1%	0,3%	2,4%	3,5%	4,9%
ROCE	-10,4%	-6,8%	3,6%	8,1%	11,5%	13,7%
ROE	-18,7%	-10,4%	0,6%	5,5%	7,2%	9,6%
ROIC	-9,3%	-5,8%	2,9%	6,7%	9,5%	11,1%
Bilanzanalyse						
Eigenkapitalquote	40,7%	37,2%	41,0%	47,1%	50,0%	53,0%
Anlagendeckung I	67,1%	68,1%	73,5%	87,3%	94,7%	104,3%
Anlagendeckung II	105,4%	117,1%	96,3%	118,4%	118,5%	123,9%
Anlagenintensität	60,7%	54,6%	55,7%	54,0%	52,8%	50,8%
Vorratsumschlag	1.055,0	987,0	983,0	845,0	850,2	837,3
Debitorenumschlag	7,3	6,8	6,8	6,1	6,4	6,3
Debitorenlaufzeit/-ziel	49,8	53,8	54,0	60,0	57,2	58,1
Working Capital / Umsatz	2,3%	2,0%	1,3%	1,3%	0,9%	0,6%
Kreditorenlaufzeit/-ziel		67,2	65,0	74,5	71,3	73,1
Verschuldung						
Nettoverschuldung (Mio. Euro)	11,8	10,1	7,2	3,1	0,3	-1,7
Nettoverschuldung / EBITDA	1,97	2,24	1,80	0,73	0,25	-0,09
Net Gearing	0,53	0,52	0,36	0,15	0,02	-0,07
Zinsdeckungsgrad (EBITDA)	4,6	4,9	8,0	14,2	15,8	28,0
Zinsdeckungsgrad (EBIT)	-2,8	-2,2	2,4	6,3	8,9	17,0
Cashflow-Analyse						
Free Cashflow (FCF)	4,01	2,53	3,57	4,59	4,43	3,48
FCF / Umsatz	3,8%	2,6%	3,6%	5,4%	5,1%	4,0%
FCF / Jahresüberschuss	-95,9%	-115,4%	2811,0%	400,5%	281,9%	156,8%
FCF je Aktie (Euro)	1,03	0,67	0,95	1,22	1,18	0,93
FCF Yield	17,5%	19,5%	21,9%	24,2%	23,9%	18,8%
Capex (Mio. Euro)	2,50	3,70	1,70	1,70	2,00	2,10
Capex / Abschreibungen	0,3%	0,8%	0,5%	0,5%	0,7%	0,7%
Capex / Umsatz	2,7%	5,5%	1,7%	2,1%	2,3%	2,4%
Bewertungsmultiplikatoren						
EV / Umsatz	0,2	0,3	0,2	0,3	0,2	0,2
EV / EBITDA	4,3	5,4	4,2	3,2	2,8	2,4
EV / EBIT	neg.	neg.	14,1	7,2	5,1	3,9
EV / FCF	6,5	10,5	5,6	5,0	4,4	5,1
KGV	neg.	neg.	182,4	17,4	11,8	8,3
KBV	1,0	0,7	0,8	0,9	0,8	0,8
KCV	3,5	2,1	3,1	3,0	2,9	3,3
KUV	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	3,0%	4,0%

Quelle: ecotel communication ag; eigene Schätzungen

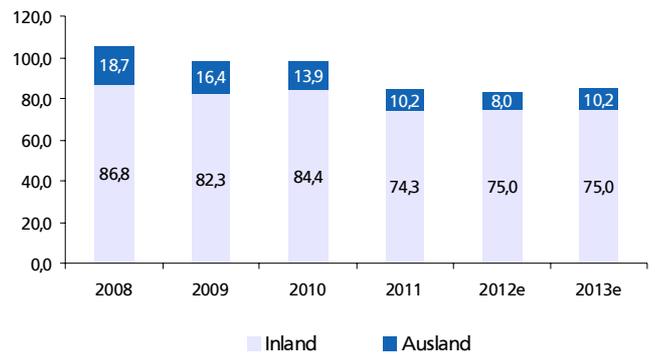
1)2)3)4)6) **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments**

Umsatzentwicklung (Mio. Euro)



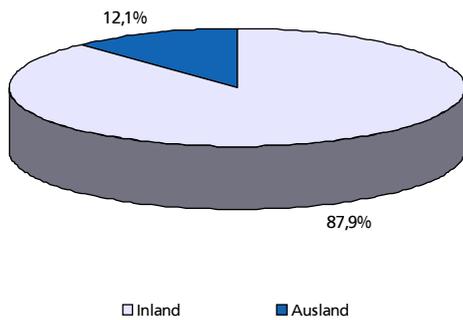
- ⇒ TK-Markt Deutschland 2011 um 0,8% rückläufig
- ⇒ Vollanschluss-Migration wird wieder für steigende Umsätze sorgen

Umsatzentwicklung nach Regionen (Mio. Euro)



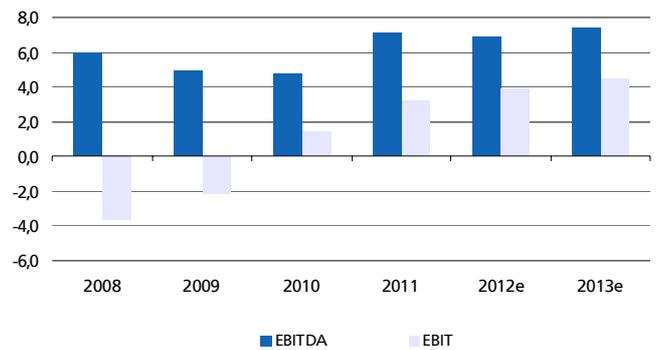
- ⇒ ecotel-Geschäft konzentriert sich auf das Inland

Umsatzverteilung nach Regionen (2011)



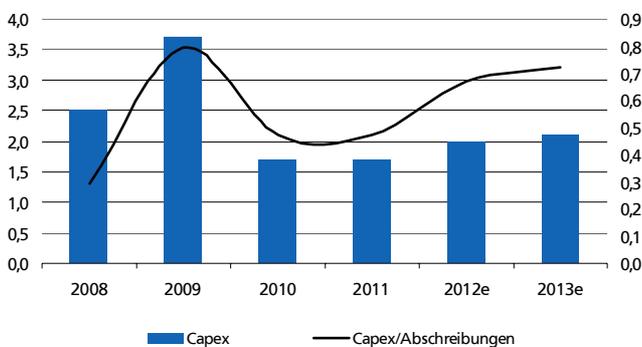
- ⇒ Im Inland dominiert das Geschäftskunden-Segment
- ⇒ ecotel wird sich weiter auf das Deutschland-Geschäft konzentrieren

Ergebnisentwicklung (Mio. Euro)



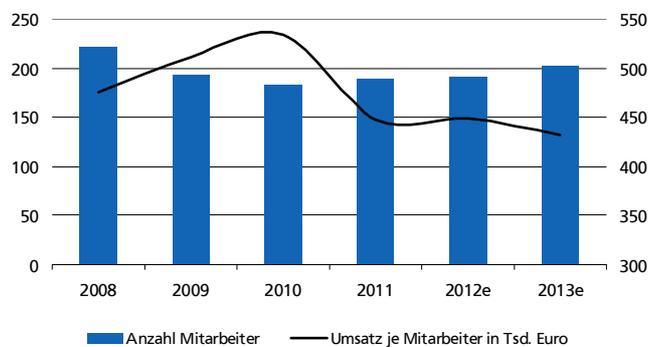
- ⇒ 2011 Ertragslage deutlich verbessert
- ⇒ 2012 weitere Verbesserungen beim EBIT erwartet

Investitionen



- ⇒ Geschäftsmodell erlaubt niedriges Investitionsbudget
- ⇒ Hauptaugenmerk gilt dem Bereich Geschäftskunden

Anzahl Mitarbeiter und Umsatz/Mitarbeiter



- ⇒ Hohe Handelsumsätze prägen den Umsatz je Mitarbeiter
- ⇒ Keine Strukturveränderungen erwartet

Quelle: ecotel communication ag; eigene Schätzungen

1)2)3)4)6) **Wichtig:** Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

ecotel communication ag

Peer Group-Vergleich

in Mio. Landeswährung außer EpS	Kurs	Market Cap	EV	Umsatz		EBITDA		EBIT		EpS	
				2012e	2013e	2012e	2013e	2012e	2013e	2012e	2013e
ecotel communication ag (Euro)	4,94	19	20	86,3	87,1	6,9	7,4	3,9	4,5	0,42	0,59
Wachstum (Umsatz) bzw. Marge (EBITDA, EBIT)					0,9%	8,0%	8,5%	4,5%	5,2%	-	-
Drillisch (Euro)	8,72	464	602	335,0	336,1	62,1	67,1	57,0	61,1	0,95	1,45
Wachstum (Umsatz) bzw. Marge (EBITDA, EBIT)					0,3%	18,5%	19,9%	17,0%	18,2%	-	-
freenet (Euro)	12,27	1.571	2.147	3.129,0	3.110,0	338,6	346,5	197,3	277,5	1,27	1,69
Wachstum (Umsatz) bzw. Marge (EBITDA, EBIT)					-0,6%	10,8%	11,1%	6,3%	8,9%	-	-
QSC (Euro)	2,02	277	314	484,0	491,7	79,2	84,5	27,8	36,0	0,15	0,22
Wachstum (Umsatz) bzw. Marge (EBITDA, EBIT)					1,6%	16,4%	17,2%	5,7%	7,3%	-	-
United Internet (Euro)	15,84	3.406	3.842	2.383,0	2.616,0	349,9	417,5	251,9	329,8	0,81	1,09
Wachstum (Umsatz) bzw. Marge (EBITDA, EBIT)					9,8%	14,7%	16,0%	10,6%	12,6%	-	-

Quelle: Eigene Schätzungen; Bloomberg

Schlusskurse vom 22.08.2012

Rechtliche Hinweise

Erläuterung Anlageurteil Aktien - Einzelemittenten -

- Kaufen:** Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Gewinn von mindestens 15% aufweisen.
- Halten:** Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten eine Wertentwicklung zwischen 0% und 15% aufweisen.
- Verkaufen:** Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Verlust aufweisen.

Pflichtangaben nach § 34b WpHG und Finanzanalyseverordnung

Wesentliche Informationsquellen

Wesentliche Informationsquellen für die Erstellung dieses Dokumentes sind Veröffentlichungen in in- und ausländischen Medien wie Informationsdienste (z.B. Reuters, VWD, Bloomberg, DPA-AFX u.a.), Wirtschaftspresse (z.B. Börsenzeitung, Handelsblatt, FAZ, FTD, Wallstreet Journal, Financial Times u.a.), Fachpresse, veröffentlichte Statistiken, Ratingagenturen sowie Veröffentlichungen der analysierten Emittenten.

Zusammenfassung der Bewertungsgrundlagen:

Aktienanalysen:

Zur Unternehmensbewertung werden gängige und anerkannte Bewertungsmethoden (u.a. Discounted-Cash-Flow-Methode (DCF-Methode), Peer-Group-Analyse) verwandt. In der DCF-Methode wird der Ertragswert der Emittenten berechnet, der die Summe der abgezinsten Unternehmenserfolge, d.h. des Barwertes der zukünftigen Nettoausschüttungen des Emittenten, darstellt. Der Ertragswert wird somit durch die erwarteten künftigen Unternehmenserfolge und durch den angewandten Kapitalisierungszinsfuß bestimmt. In der Peer-Group-Analyse werden an der Börse notierte Emittenten durch den Vergleich von Verhältniskennzahlen (z.B. Kurs-/Gewinn-Verhältnis Kurs-/Buchwert-Verhältnis, Enterprise Value/Umsatz, Enterprise Value/EBITDA, Enterprise Value/EBIT) bewertet. Die Vergleichbarkeit der Verhältniskennzahlen wird in erster Linie durch die Geschäftstätigkeit und die wirtschaftlichen Aussichten bestimmt.

Sensitivität der Bewertungsparameter:

Die zur Unternehmensbewertung zugrunde liegenden Zahlen aus der Gewinn- und Verlustrechnung, Kapitalflussrechnung und Bilanz sind datumsbezogene Schätzungen und somit mit Risiken behaftet. Diese können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern.

Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode besteht ein deutliches Risiko, dass das Kursziel nicht innerhalb des erwarteten Zeitrahmens erreicht wird. Zu den Risiken gehören unvorhergesehene Änderungen im Hinblick auf den Wettbewerbsdruck oder bei der Nachfrage nach den Produkten eines Emittenten. Solche Nachfrageschwankungen können sich durch Veränderungen technologischer Art, der gesamtkonjunkturellen Aktivität oder in einigen Fällen durch Änderungen bei gesellschaftlichen Wertevorstellungen ergeben. Veränderungen beim Steuerrecht, beim Wechselkurs und, in bestimmten Branchen, auch bei Regulierungen, können sich ebenfalls auf Bewertungen auswirken. Diese Erörterung von Bewertungsmethoden und Risikofaktoren erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit.

Zeitliche Bedingungen vorgesehener Aktualisierungen:**Aktienanalysen:**

Die WGZ BANK führt eine Liste der Emittenten, für die unternehmensbezogene Finanzanalysen („Coverliste Aktienanalysen“) veröffentlicht werden. Kriterium für die Aufnahme oder Streichung eines Emittenten ist primär die Zugehörigkeit zu einem Index (DAX® und EuroStoxx 50SM). Zusätzlich werden ausgewählte Emittenten aus dem Mid- und Small-Cap-Segment sowie des US-Marktes berücksichtigt. Hierbei liegt es allein im Ermessen der WGZ BANK, jederzeit die Aufnahme oder Streichung von Emittenten auf der Coverliste vorzunehmen. Für die auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführten Emittenten wird grundsätzlich wöchentlich ein qualifizierter Kurzkomentar mit einer Zusammenfassung und Bewertung aktueller unternehmensspezifischer Ereignisse erstellt. Ferner werden täglich zu einzelnen auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführten Emittenten unternehmensspezifische Ereignisse wie z.B. Ad-hoc-Meldungen oder wichtige Nachrichten bewertet. Für welche Emittenten solche Veröffentlichungen vorgenommen werden, liegt allein im Ermessen der WGZ BANK. Darüber hinaus werden für auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführte Emittenten Fundamentalanalysen erstellt. Für welche Emittenten solche Veröffentlichungen vorgenommen werden, liegt allein im Ermessen der WGZ BANK.

Zur Einhaltung der Vorschriften des Wertpapierhandelsgesetzes kann es jederzeit vorkommen, dass für einzelne auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführte Emittenten die Veröffentlichung von Finanzanalysen ohne Vorankündigung gesperrt wird.

Interne organisatorische und regulative Vorkehrungen zur Prävention oder Behandlung von Interessenkonflikten:

Mitarbeiter/-innen der WGZ BANK, die mit der Erstellung und/oder Darbietung von Finanzanalysen befasst sind, unterliegen den hausinternen Compliance-Regelungen, die sie als Mitarbeiter/-innen eines Vertraulichkeitsbereiches einstufen. Die hausinternen Compliance-Regelungen entsprechen den Vorschriften der §§ 33 und 33b WpHG.

Mögliche Interessenkonflikte - Stand: 23.08.2012 -

Die WGZ BANK und/oder mit ihr verbundene Unternehmen halten Aktien des bzw. der analysierten Emittenten im Handelsbestand.

Weitere mögliche Interessenkonflikte sind mit nachfolgenden Ziffern beim Emittentennamen gekennzeichnet.

Die WGZ BANK und/oder mit ihr verbundene Unternehmen:

- 1) sind am Grundkapital des Emittenten mit mindestens 1 Prozent beteiligt.
- 2) waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines Konsortiums beteiligt, das Finanzinstrumente des Emittenten im Wege eines öffentlichen Angebots emittierte.
- 3) betreuen Finanzinstrumente des Emittenten an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen.
- 4) haben innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate mit Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften geschlossen oder eine Leistung oder ein Leistungsversprechen aus einer solchen Vereinbarung erhalten.
- 6) haben mit den Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse getroffen.

Stand: 23.08.2012

WGZ BANK AG
Westdeutsche Genossenschafts-Zentralbank
Ludwig-Erhard-Allee 20
D-40227 Düsseldorf

Zuständige Aufsichtsbehörde:
Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn
und
Marie-Curie-Straße 24-28, 60439 Frankfurt

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾⁶⁾ Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

Rechtliche Hinweise

Dieses Dokument dient ausschließlich Informationszwecken. Dieses Dokument ist durch die WGZ BANK AG Westdeutsche Genossenschafts-Zentralbank ("WGZ BANK") erstellt und zur Verteilung in der Bundesrepublik Deutschland, Österreich, Luxemburg und der Schweiz bestimmt. Dieses Dokument richtet sich nicht an Personen mit Wohn- und/oder Gesellschaftssitz und/oder Niederlassungen in sonstigen Ländern, vor allem in den Vereinigten Staaten von Amerika, Kanada, Großbritannien oder Japan. Dieses Dokument darf im Ausland nur in Einklang mit den dort geltenden Rechtsvorschriften verteilt werden. Personen, die in den Besitz dieser Information und Materialien gelangen, haben sich über die dort geltenden Rechtsvorschriften zu informieren und diese zu befolgen.

Dieses Dokument stellt weder ein öffentliches Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebotes zum Erwerb von Wertpapieren oder Finanzinstrumenten dar. Mit der Erstellung des Dokuments ist die WGZ BANK insbesondere nicht als Anlageberater oder aufgrund einer Vermögensbetreuungspflicht tätig. Eine Investitionsentscheidung bezüglich irgendwelcher Wertpapiere oder sonstiger Finanzinstrumente sollte auf der Grundlage eines individuellen Beratungsgesprächs, unabhängiger Investmentanalysen und Verfahren und/oder des maßgeblichen (Wertpapier-) Prospekts oder Informationsmemorandums erfolgen, nicht aber auf der Grundlage dieses Dokuments. Je nach den speziellen Anlagezielen, dem Anlagehorizont oder der individuellen Vermögenslage kann das Finanzinstrument für einzelne Anleger nicht oder nur bedingt geeignet sein.

Die vollständigen Angaben zu den Wertpapieren oder Finanzinstrumenten, insbesondere zu den verbindlichen Bedingungen, Risiken sowie Angaben zur Emittentin können dem jeweiligen (Wertpapier-) Prospekt oder Informationsmemorandum entnommen werden.

Das Dokument stellt eine unabhängige Bewertung der entsprechenden Emittentin bzw. Wertpapiere durch die WGZ BANK dar. Alle hierin enthaltenen Bewertungen, Stellungnahmen oder Erklärungen sind diejenigen des Verfassers des Dokuments und stimmen nicht notwendigerweise mit denen der Emittentin oder dritter Parteien überein.

Die WGZ BANK hat die Informationen, auf die sich das Dokument stützt, aus als zuverlässig erachteten Quellen übernommen, ohne jedoch alle diese Informationen selbst zu verifizieren. Dementsprechend gibt die WGZ BANK keine Gewährleistungen oder Zusicherungen hinsichtlich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit der hierin enthaltenen Informationen oder Meinungen ab.

Die WGZ BANK übernimmt keine Haftung für unmittelbare oder mittelbare Schäden, die durch die Verteilung und/oder Verwendung dieses Dokuments verursacht und/oder mit der Verteilung und/oder Verwendung dieses Dokuments im Zusammenhang stehen.

Die Informationen bzw. Meinungen und Aussagen entsprechen dem Stand zum Zeitpunkt der Erstellung des Dokuments. Sie können aufgrund künftiger Entwicklungen überholt sein, ohne dass das Dokument geändert wurde. Die WGZ BANK trifft keine Pflicht zur Aktualisierung des Dokuments.

Frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Sämtliche Kursziele, die für die in dieser Studie analysierten Unternehmen angegeben werden, können auf Grund verschiedener Risikofaktoren, einschließlich, jedoch nicht ausschließlich, Marktvolatilität, Branchenvolatilität, Maßnahmen des Unternehmens, Wirtschaftslage, Nichterfüllung von Ertrags- und/oder Umsatzprognosen, Nichtverfügbarkeit von vollständigen und genauen Informationen und/oder ein später eintretendes Ereignis, das sich auf die zugrundeliegenden Annahmen der WGZ BANK bzw. sonstiger Quellen, auf welche sich die WGZ BANK in diesem Dokument stützt, auswirkt, möglicherweise nicht erreicht werden. Die WGZ BANK ist berechtigt, während des Analysezeitraums eine andere Studie über das Unternehmen zu veröffentlichen, in der kein Kursziel angegeben wird, sondern Bewertungskriterien erörtert werden. Die angegebenen Kursziele sollten im Zusammenhang mit allen bisher veröffentlichten Studien und Entwicklungen, welche sich auf das Unternehmen sowie die Branche und Finanzmärkte, in denen das Unternehmen tätig ist, beziehen, betrachtet werden.

Die steuerliche Behandlung von Finanzinstrumenten hängt von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Investors ab und kann künftigen Änderungen unterworfen sein, die ggf. auch zurückwirken können.

Die WGZ BANK ist berechtigt, Investment Banking- und sonstige Geschäftsbeziehungen zu dem/den Unternehmen zu unterhalten, die Gegenstand dieser Studie sind. Die Research-Analysten der WGZ BANK liefern ebenfalls wichtigen Input für Investment Banking- und andere Verfahren zur Auswahl von Unternehmen. Anleger sollten davon ausgehen, dass die WGZ BANK und/oder deren jeweilige Tochtergesellschaften bestrebt sind bzw. sein werden, Investment Banking- oder sonstige Geschäfte von dem bzw. den Unternehmen, die Gegenstand dieser Studie sind, zu akquirieren, und dass die Research-Analysten, die an der Erstellung dieser Studie beteiligt waren, im Rahmen des geltenden Rechts am Zustandekommen eines solchen Geschäfts beteiligt sein können. WGZ BANK und/oder deren jeweilige Tochtergesellschaften sowie deren Mitarbeiter halten möglicherweise Positionen in diesen Wertpapieren oder tätigen Geschäfte mit diesen Wertpapieren.

Research-Analysten werden nicht für bestimmte Investment Banking-Transaktionen vergütet. Der/die Verfasser dieser Studie erhält/erhalten eine Vergütung, die (unter anderem) auf der Gesamtrentabilität der WGZ BANK basiert, welche Erträge aus dem Investment Banking-Geschäft und anderen Geschäftsbereichen des Unternehmens einschließt. Die Analysten der WGZ BANK und deren Haushaltsmitglieder sowie Personen, die den Analysten Bericht erstatten, dürfen grundsätzlich kein finanzielles Interesse an Finanzinstrumenten von Unternehmen haben, die vom Analysten geprüft werden.

Soweit die WGZ BANK Hyperlinks zu Internet-Seiten von in dieser Studie erwähnten Unternehmen angibt, bedeutet die Einbeziehung eines Links nicht, dass die WGZ BANK sämtliche Daten auf der verlinkten Seite bzw. Daten, auf welche von dieser Seite aus zugegriffen werden kann, bestätigt, empfiehlt oder genehmigt. Die WGZ BANK übernimmt weder eine Haftung für solche Daten noch für irgendwelche Konsequenzen, die aus der Verwendung dieser Daten entstehen.

Das Dokument unterliegt dem Urheberrecht der WGZ BANK und darf weder als Ganzes noch teilweise reproduziert oder vervielfältigt oder an andere Personen weiterverteilt oder veröffentlicht werden. Jede Nutzung bedarf der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch die WGZ BANK.

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾⁶⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments**