

TELEKOMMUNIKATION

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG

ecotel communication³⁾⁶⁾

Reuters: E4CG.DE Bloomberg: E4C GY

Jahr *	Umsatz Mio. EUR	Bereinigtes IFRS- Ergebnis je Aktie EUR	Cashflow je Aktie EUR	KGV	KCF	Dividende je Aktie EUR
2010	98,3	0,00	0,85	–	3,9	0,00
2011e	79,1	0,37	1,19	13,7	4,2	0,00
2012e	77,8	0,52	1,31	9,6	3,8	0,25
2013e	78,4	0,74	1,46	6,8	3,4	0,30

* Geschäftsjahresende per 31.12. – Werte in Klammern: Angaben aus der letzten Publikation

Coverage-Aufnahme mit Anlageurteil „Kaufen“ und Kursziel EUR 7 je Aktie

- Die ecotel communications AG ist ein bundesweit tätiger Telekommunikationskonzern mit dem **Geschäftsschwerpunkt auf Unternehmenskunden**. Neben diesem Kerngeschäft betreibt ecotel eine Sparte mit Wiederverkäuferprodukten und ein „New-Business“-Segment für wachstumsstarke innovative Dienste.
- In den letzten fünf Quartalen hat ecotel das Geschäft durch die **sukzessive Migration** seiner Preselection-Kunden auf einen sogenannten Vollanschluss stabilisiert. Dadurch wurde der Abonentenschwund weitgehend gestoppt, die Margen erhöht, die Abhängigkeit von Deutsche Telekom reduziert und die Kundenbindung gestärkt. Bemerkenswert ist auch, dass es dem Management gelungen ist, in nur zwölf Monaten die Verschuldung der Gesellschaft zu halbieren.
- Die **operativen Aussichten** haben sich inzwischen deutlich **aufgehellt**. Für die **Periode 2011-13** erwarten wir ein **EBITDA von EUR 6,5m, EUR 7,0m und EUR 8,0m** nach EUR 4,9m in 2010. Getrieben werden diese Steigerungen durch höhere Rohertragsmargen im Hauptgeschäftsfeld, den Wegfall von Migrationsaufwand und Prozessoptimierungen. Aufgrund der fortgesetzten Entschuldung und des rückläufigen Abschreibungstrends dürfte der Gewinn nach Steuern stark überproportional zulegen. Zudem erwarten wir, dass Ecotel in **Q4 2012 komplett schuldenfrei** sein wird und in **2013** wieder eine **Dividende** zahlt.
- Auf Basis unserer optimistischen Schätzungen indizieren alle Bewertungsmodelle eine Unterbewertung der Ecotel-Aktie. Unser **Kurzziel** legen wir mit **EUR 7 je Aktie fest**. Daher lautet unser **Anlageurteil „Kaufen“**.

Ausgewählte Unternehmen	Kurs am 27.9.2011	KGV 11e 12e	EV / EBITDA 11e 12e	EV / Umsatz 11e	Anl.- urteil
ecotel communication	5,00 EUR	13,7 9,6	4,0 3,1	0,32	↑
QSC	2,15 EUR	12,8 8,7	4,0 3,3	0,70	↓
United Internet	13,00 EUR	16,8 13,6	9,6 7,6	1,50	↑
Mox Telecom AG	5,35 EUR	– –	– –	–	–
freenet	8,81 EUR	4,9 5,5	4,4 4,4	0,50	↑
Median bez. auf alle Vergleichswerte		12,8 8,7	4,4 4,4	0,70	–

↑ = Kaufen, → = Halten, ↓ = Verkaufen, ● = nicht bewertet, n.a. = nicht aussagefähig
Quelle: DZ BANK, I/B/E/S, FactSet

AKTIEN

Unternehmensstudie
28.9.2011

Kaufen

Schlusskurs am 27.9.2011

(in EUR): 5,00
Fair Value: 7,00

Risikoklasse: 5

Finanzkennzahlen 2011e:

Buchwert je Aktie (in EUR): 5,31
EK-Quote (in %): 47,3
Nettorendite (in %): 2,4
ROE nach Steuern (in %): 8,8
Dividendenrendite (in %): 0,0
Free Cashflow (in Mio. EUR): 4,0
Net Debt (in Mio. EUR): 4,4

Anzahl Aktien

(Mio. Stück): 3,9

Marktkapitalisierung

(in Mio. EUR): 19,50

Free Float (in %): 21,6

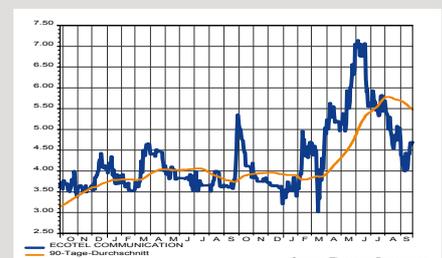
WKN: 585434

ISIN: DE0005854343

Datastream: D:E4CX

Nächster Newsflow:

Q3-Zahlen am 15. November



Ersteller: Joeri Sels, Analyst

DZ BANK
Zusammen geht mehr.

INITIATION OF COVERAGE

Investment Summary

Ecotel? Wer ist das? Die einen kennen es nicht, die anderen mögen es nicht. Dafür gab es in der Vergangenheit auch handfeste Gründe. Zu den Abschreckungsfaktoren zählten der kontinuierliche Kundenschwund, der starke Margendruck, mehrere Sonderabschreibungen, die hohe akquisitionsbedingte Verschuldung und nicht zuletzt der potentielle Aktienüberhang durch die Pleite eines Ankerinvestors. Selbstredend legten diese Umstände auch eine zurückhaltende Kapitalmarktpolitik nahe.

In den letzten drei bis fünf Quartalen hat sich Ecotel fast unbemerkt von der Investorengemeinde von seinen operativen und bilanziellen Fesseln befreit. Mit der sogenannten „Vollanschlussmigration“ nutzt der Konzern eine Waffe, welche die Erosion von Kunden und Umsatz stoppt, die Margen erhöht, die Abhängigkeit von Deutsche Telekom reduziert und die Kundenbindung stärkt. Parallel ist es dem Management gelungen, in einer atemberaubenden Geschwindigkeit die Schulden zu reduzieren und einen neuen Großaktionär zu finden.

Auch die operativen Perspektiven des Unternehmens haben sich deutlich aufgehellt. Für die Periode 2011-13 prognostizieren wir ein EBITDA von EUR 6,5m, EUR 7,0m und EUR 8,0m nach EUR 4,9m in 2010. Diese Steigerungen werden getrieben von höheren Rohertragsmargen im Kerngeschäft, dem sukzessiven Wegfall von einmaligem Migrationsaufwand sowie Einsparungen durch Prozessoptimierungen. Weil Ecotel auch künftig den Abbau der Schulden mit Priorität vorantreiben wird und sich die Abschreibungen rückläufig entwickeln, dürfte der Gewinn nach Steuern deutlich überproportional steigen. Konkret erwarten wir einen Jahresüberschuss von EUR 1,2m in 2011, EUR 2,0m in 2012 und EUR 2,9m in 2013. In unserer Projektion ist Ecotel in Q4 2012 schuldenfrei und nimmt die Dividendenzahlung in 2013 wieder auf.

Auf der Grundlage unserer optimistischen Ertrags- und Cash-Flow-Prognosen signalisieren all unsere Bewertungsmethoden eine Unterbewertung der Ecotel-Aktie. Daher starten wir die Coverage des Unternehmens mit einer Kaufempfehlung und einem Kursziel von EUR 7 je Ecotel-Aktie. Trotz der üppigen Bewertungs-Upside von 40% sollten Investoren aufgrund der extrem dünnen Handelsliquidität ihr Aktien-Engagement sehr behutsam tätigen.

In unserer Profil-Analyse haben wir Ecotel mit Blick auf die moderate Zyklizität des Geschäfts und den überschaubaren Leverage als überdurchschnittlich krisensicheres Investment klassifiziert. Der Anleger investiert in eine entrepreneurgeführte Boutique mit fortgeschrittenem operativen Turnaround. Längerfristig könnte ein Wettbewerber versuchen, Ecotel zu übernehmen.

Gliederung

1 Das Unternehmen

1.1 Geschäftsbereiche und Tochterunternehmen

1.2 Markt und Strategie

1.3 Finanzielles Profil

1.4 Die Organe

1.5 Die Aktionäre

2 Die Vollanschluss-Migration

3 Finanzielle Prognosen und Ausblick auf Q3

4 Unternehmensbewertung

4.1 Multiplikator-Analyse

4.2 Peer-Group-Diskussion

4.3 DCF

4.4 Profil-Analyse

4.5 Akquisitionen und Marktkonsolidierung

4.6 Risiko-Analyse

INITIATION OF COVERAGE

1 Das Unternehmen

Im Unternehmensteil unserer Studie geben wir zunächst eine Übersicht über die verschiedenen Geschäftsbereiche von Ecotel. Im Anschluss erläutern wir die relevanten Märkte, die strategischen Pläne und das finanzielle Profil der Gesellschaft. Abschließend stellen wir die Organe und die wichtigsten Aktionäre des Unternehmens vor.

1.1 Geschäftsbereiche und Tochterunternehmen

Das Geschäft der Ecotel-Gruppe gliedert sich in drei Säulen. In diesen sind auch die verschiedenen Marken respektive Tochterunternehmen untergebracht.

DIE DREI SÄULEN DES ECOTEL GESCHÄFTSMODELLS



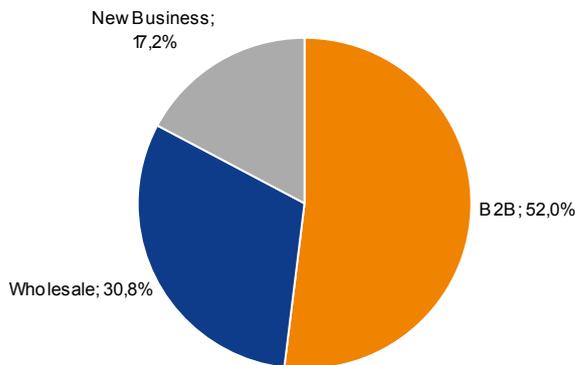
Quelle: Ecotel

Der Geschäftskundenbereich stellt die mit Abstand wichtigste Umsatz- und Ertragsquelle dar. In diesem Segment, das auch als „B2B“ oder Unternehmenskundengeschäft bezeichnet wird, versorgt Ecotel circa 30 Tausend Geschäftskunden mit einem integrierten Portfolio aus Sprach-, Daten- und Mobilfunkprodukten. Mehr als die Hälfte des Umsatzes und knapp 75% des Rohertrags generiert Ecotel in dieser Sparte.

Der Geschäftskundenbereich

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾⁵⁾⁶⁾ Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die Disclaimer am Ende dieser Studie.

UMSATZ VON ECOTEL NACH GESCHÄFTSBEREICHEN IN Q2 2011

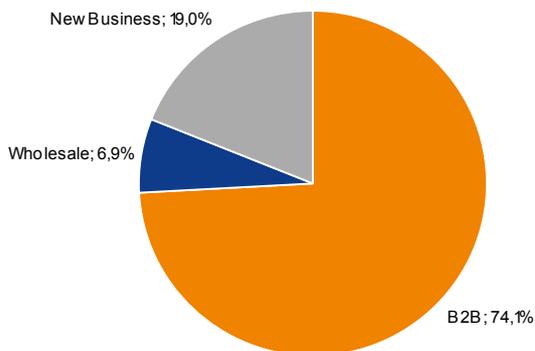


Quelle: Quartalsberichte von Ecotel

Im Geschäftsfeld „Wiederverkäufer“ - oder synonym „Wholesale“ - vermarktet Ecotel Vorleistungsprodukte an andere Telekommunikationsunternehmen und an branchenfremde Vermarkter. In diesem Marktsegment sind naturgemäß die Margen sehr niedrig. Daher erwirtschaftet Ecotel in dieser Sparte nur etwa 7% des Konzernrohertrags, während 31% des Gesamtumsatzes auf dieses Geschäftsfeld entfallen.

Die Sparte „Wiederverkäufer“

ROHERTRAG VON ECOTEL NACH GESCHÄFTSBEREICHEN IN Q2 2011



Quelle: Quartalsberichte von Ecotel

Im Segment „New-Business“, in welchem das Medienhaus Nacamar und die Privatkundentochter Easybell konsolidiert werden, produziert Ecotel derzeit 17% des Gruppenumsatzes und 19% des Konzernrohertrags. Die heutige Nacamar ist aus der ehemaligen Tiscali Business GmbH hervorgegangen und gehört zu 100% der Ecotel-Gruppe. Das Tochterunternehmen verkauft diverse Streaming-, Hosting- und Videolösungen an Geschäftskunden. Radio- und Fernsehinhalte werden für das Internet aufbereitet und live oder auf Abfrage über das Web an die Nutzer ausgeliefert. An Easybell ist Ecotel nur zu 51% beteiligt. Die Gesellschaft bietet Privatkunden Schmal- und Breitbanddienste an.

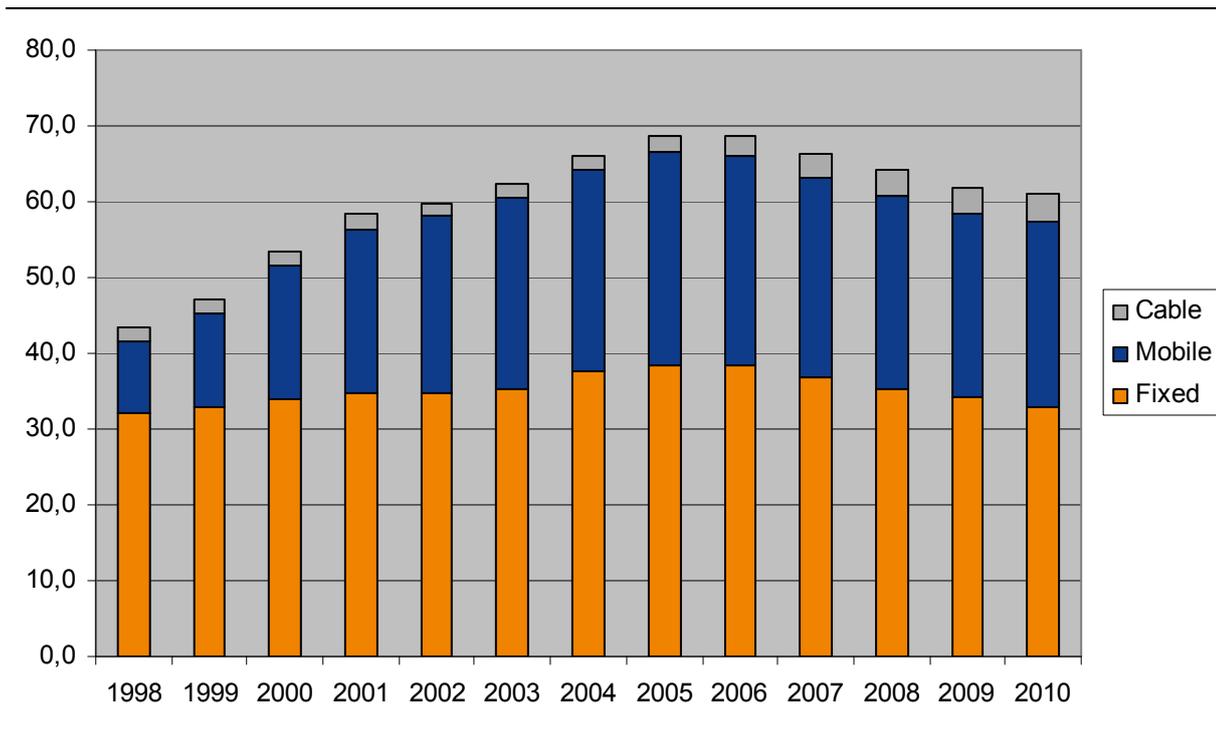
Das Geschäftsfeld „New Business“

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾⁵⁾⁶⁾ Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die Disclaimer am Ende dieser Studie.

1.2 Markt und Strategie

Ecotel ist ausschließlich in Deutschland tätig. Hierzulande schrumpft der Telekommunikationsmarkt, und es tobt immer noch ein heftiger Preiskampf. Überdies kennzeichnen technologische Neuerungen und regulatorische Herausforderungen die Branche. All diese Faktoren prägen die Unternehmensstrategie von Ecotel.

TELEKOMMUNIKATIONSMARKT IN DEUTSCHLAND NACH SEGMENTEN (EUR MRD)

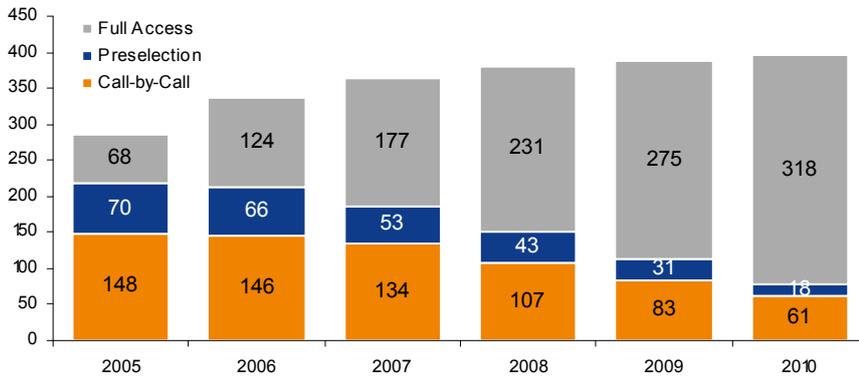


Quelle: VATM-Marktanalyse 2010

Die vorangestellte Graphik zeigt, dass der deutsche Telekommunikationsmarkt seit 2006 schrumpft. Zudem macht das Schaubild deutlich, dass der Umsatz im Festnetzmarkt überproportional sinkt. **Seit 2006 schrumpft der Markt**

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾⁵⁾⁶⁾ Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die Disclaimer am Ende dieser Studie.

MINUTENVOLUMEN IM DEUTSCHEN FESTNETZMARKT IN MILLIONEN PRO TAG



Quelle: VATM-Marktanalyse 2010

Während der deutsche Festnetzmarkt wertmäßig kleiner wird, setzt sich das Volumenwachstum fort. So kletterte die Minutenzahl in 2009 und 2010 jeweils um 2%. Allerdings wird diese Steigerung ausschließlich durch den steilen Anstieg der modernen Vollanschlüsse getrieben, während die Telefonierminuten, welche im Wege der alten Zugangsarten „Preselection“ und „Call-by-Call“ generiert werden, geradezu kollabieren. So ging der Preselection-Verkehr gemäß Informationen des VATM in 2009 um 28% und in 2010 um 42% zurück.

Volumina wachsen noch leicht

Seit der Liberalisierung des deutschen Festnetzmarktes in 1998 sind die Minutenpreise in etwa um 95% gesunken. Obwohl jetzt ein sehr niedriges Niveau erreicht wurde, entwickeln sich die Preise derzeit weiter leicht rückläufig.

Minutenpreise in Deutschland um circa 95% gesunken

Auch technologische Veränderungen und regulatorischen Entscheidungen bestimmen die Strategie von Ecotel. So muss der Präsident der deutschen Regulierungsbehörde immer wieder darüber befinden, ob und zu welchem Preis Reseller-Unternehmen wie Ecotel Zugang zu neuen Infrastrukturtypen bekommen. Selbst wenn der Regulierer den Netzzugang anordnet, bedeutet dies noch lange nicht, dass der in Infrastruktur investierende Kooperationspartner schnell eine fehlerfrei funktionierende Schnittstelle einrichtet.

Immer wieder regulatorische Störfuer

Strategiebausteine von Ecotel

- Stärkere Fokussierung auf Zielgruppe der Kleinunternehmen
- Sicherung der Kundenbasis durch Migration auf Vollanschlüsse
- Langfristige Positionierung als ITK-Anbieter
- Aufnahme von SIM-Karten in einem D-Netz in das Angebot
- Weitere Steigerung des Gewinns und der Profitabilität

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾⁵⁾⁶⁾ Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die Disclaimer am Ende dieser Studie.

Mit Blick auf die skizzierten Herausforderungen hat Ecotel das Ziel, sich noch stärker auf die Zielgruppe der Kleinunternehmen zu konzentrieren. Das Unternehmen hat sich in der Vergangenheit als Lösungsanbieter für den Mittelstand präsentiert und durch das Angebot maßgeschneiderter Dienste, eines persönlichen Kontakts zum Kunden und produktseitiger Flexibilität zum Beispiel beim Thema Rechnungsstellung eine gute Reputation erarbeitet.

Fokus auf kleine Unternehmenskunden

Das mit Abstand bedeutsamste operative Projekt von Ecotel war und ist die Migration der Kundenbasis vom Preselection-Anschluss zum Vollanschluss. Nach der technischen Umstellung eines Abonnenten auf den Vollanschluss erzielt Ecotel einen etwas höheren Umsatz und eine deutlich höhere Marge. Parallel kann Ecotel erfahrungsgemäß mit einer deutlich niedrigeren Kündigungsquote rechnen. Im Juli 2011 hatte Ecotel den Löwenanteil der Migration abgeschlossen und zählte knapp 3.700 umsatzgenerierende Vollanschlüsse.

Vollanschluss-Migration ist das mit Abstand wichtigste Projekt

Weil die Wettbewerber der Deutschen Telekom im saturierten und marktanteilmäßig verteilten Telekommunikationsmarkt kaum noch Kunden hinzugewinnen, zielt die Strategie vieler Anbieter darauf ab, den Umsatz mit der bestehenden Kundenbasis durch ein erweitertes Produkt-Sortiment zu erhöhen. Auch Ecotel plant, längerfristig seinen Kundenstamm zu veredeln. Konkret schwebt dem Management vor, sich als integriertes Informations- und Telekommunikationsunternehmen zu positionieren und zum Beispiel standardisierte Ecotel-Office-Pakete zu offerieren. Durch die dezentrale Zurverfügungstellung von Software könnte sich Ecotel in einigen Jahren zu einem sogenannten „Cloud“-Konzern entwickeln.

Längerfristig „Cloud“-Phantasie

Mobilfunk hat traditionell bei Ecotel keinen hohen Stellenwert. So lag der Umsatzanteil in 2010 lediglich bei 3%. Allerdings beruhte das bisherige Geschäft ausschließlich auf der Nutzung des E-Plus-Netzes. Um das Feld „mobiles Internet“ zu besetzen und eine bessere Netzqualität im Mobilfunk bieten zu können, plant Ecotel, in den kommenden Quartalen auch SIM-Karten eines D-Netzes vermarkten.

Mehr Wachstum im Mobilfunk durch Produkte im D-Netz

Selbstverständlich zielen die strategischen Initiativen und Maßnahmen auch darauf ab, den Gewinn des Unternehmens zu steigern. Dies sehen wir aber weniger als strategisches Ziel, sondern eher als Folge des strategischen Handelns. Auf das Thema Profitabilität gehen wir in unserem Kapitel „Finanzielle Prognosen“ en detail ein.

1.3 Finanzielles Profil

Wir attestieren Ecotel eine grundsolide Bilanz. Im Juni 2011 wies die Gruppe ein Eigenkapital von EUR 20,8m aus. Bei einer Bilanzsumme von EUR 44,6m errechnet sich eine Eigenkapitalquote von 47%. Überdies verweisen wir darauf, dass Ecotel in den letzten fünf Quartalen einen Überschuss erwirtschaftet hat, wobei der Profitabilitätstrend unter Schwankungen leicht aufwärtsgerichtet war.

Eigenkapitalquote bei 47%

Immaterielle Vermögenswerte stellten mit EUR 17,6m im Juni die größte Einzelposition auf der Aktivseite dar. Davon entfielen laut Unternehmensangaben EUR 11,6m auf Firmenwerte. Im Verhältnis zum Eigenkapital sind diese Zahlen nicht ungewöhnlich für einen Reseller, der fast keine Infrastruktur unterhält, und dessen Hauptwert in der Kundenbasis besteht, aus welcher Zahlungsmittelüberschüsse generiert werden.

Kundenbasis als wichtigstes „Asset“

Das Ecotel-Management sieht mit einer Ausnahme aus der heutigen Sicht keinen Sonderabschreibungsbedarf. Diese Ausnahme bezieht sich auf die Geschäftssparte „New Business“, in welcher Ecotel seine Medientochter „Nacamar“ konsolidiert. Nach der überraschenden Kündigung eines wichtigen Kunden in Q2 2011 versucht die Unternehmensleitung durch eine forcierte Neukundengewinnung die Umsatz- und Ertragslücke wieder zu schließen, um dadurch eine weitere Teilabschreibung zu verhindern. Allerdings ist nicht auszuschließen, dass die Wirtschaftsprüfer zum Jahresende ein weiteres Impairment erzwingen. Die bilanzielle Solidität sähen wir in diesem Szenario aber nicht gefährdet. Nur EUR 3,1m des Goodwills entfallen auf Nacamar, und der Kundenstamm von Nacamar steht mit EUR 2,3m in den Büchern. Weil nur ein Kunde - wenngleich ein sehr wichtiger - Ecotel den Rücken gekehrt hat, taxieren wir das maximale Sonderabschreibungsrisiko auf circa EUR 2m.

Sonderabschreibungsrisiken gefährden solide Bilanz nicht

Ecotel verfügte zum Halbjahr 2011 mit EUR 6,9m über hinreichend Liquidität. Bei Schulden von EUR 11,4m errechnet sich eine Nettoverbindlichkeitsposition von EUR 4,5m. Diese werten wir mit Blick auf ein EBITDA von EUR 6-7m als überschaubar, zumal der EBITDA-Trend positiv verläuft und die Free-Cash-Flow-Konversion als gut einzustufen ist. Ecotel selbst wirbt mit einer Nettoschuldenposition von nur EUR 2m. Die Differenz besteht aus einer KfW-Darlehenstranche in Höhe von EUR 2,5m, welche aufgrund einiger Vertragsparameter eigenkapitalnahen Charakter hat.

Nettoverschuldung sehr überschaubar

Ecotel hat die Verschuldung in der Vergangenheit mit einer rasanten Geschwindigkeit abgebaut. Durch die Erwirtschaftung hoher operativer Free Cash Flows einerseits und einem gezielten Working-Capital-Management andererseits gelang es dem Vorstand, die Nettoverschuldung im Konzern in nur 4 Quartalen mehr als zu halbieren! Das Management hat sich außerdem das Ziel gesetzt, die Verbindlichkeiten bis Ende 2012 vollständig zu tilgen.

Ziel: Entschuldung bis Ende 2012

Derzeit generiert Ecotel gemäß unseren Schätzungen einen normalen, das heißt von außerordentlichen Faktoren und Working-Capital-Verschiebungen befreiten Free Cash Flow in Höhe von jährlich EUR 3m. Die Prämissen für die Kalkulation stehen in der Tabelle unten.

Normalisierter Free Cash Flow derzeit bei circa EUR 3m

KALKULATION DES LAUFENDEN NORMALISIERTEN FREE CASH FLOWS P.A. IN EUR M

Item	Low estimate	High estimate
EBITDA	6,0	6,5
Interest	-0,4	-0,4
Tax	-0,5	-0,5
Other	-0,5	-0,5
CF	4,6	5,1
Capex	-1,8	-1,8
FCF	2,8	3,3

Quelle: DZ BANK Schätzungen

Die finanzielle Situation von Ecotel werten wir insgesamt positiv. Die Gesellschaft hat eine sehr solide Bilanz sowie eine gute und steigende Profitabilität bei gleichzeitig mäßiger Verschuldung, welche in den kommenden Quartalen rapide sinken wird.

Wir attestieren eine sehr gesunde finanzielle Situation!

1.4 Die Organe

Die Ecotel-Gruppe wird von einem erfahrenen Management-Trio geführt. Peter Zils ist CEO des Unternehmens und verantwortet die Bereiche Strategie, Geschäftsentwicklung und Organisation. Herr Zils ist Diplom-Ingenieur für Nachrichtentechnik und gründete Ecotel 1998. Mit einem Anteil von mehr als 25% am Kapital ist er größter Einzelaktionär des Unternehmens.

CEO Zils

Bernard Seidl leitet seit 2006 die Bereiche Finanzen und Investor Relations in der Ecotel-Gruppe. Nach seinem Elektrotechnik-Studium erwarb Herr Seidl einen MBA-Titel an der University of California und bekleidete bei Arthur D. Little, Telefonica und Siemens verantwortungsvolle Positionen, bevor er schließlich dem Vorstand von Ecotel beitrug.

CFO Seidl

Achim Theis ist seit 2001 auf Vorstandsebene für die Bereiche Marketing und Vertrieb der Ecotel verantwortlich. Herr Theis ist Betriebswirt und war zuvor für BGW Produkt + Idee GmbH, Trendmöbel Handels GmbH und für Thyssen Steel tätig.

CSO Theis

Die Vorstandsvergütung lag in 2009 und 2010 insgesamt bei etwa EUR 0,8m und belief sich damit auf 8-9% des Konzernpersonalaufwands.

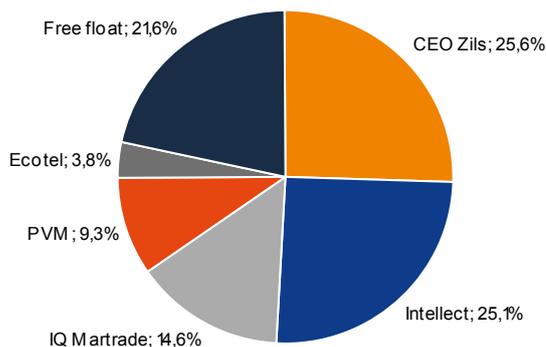
Der Aufsichtsrat von Ecotel besteht aus sechs Mitgliedern. Seit Ende 2007 leitet Johannes Borgmann das Kontrollgremium, und Mirko Mach ist seit Mitte 2007 der stellvertretende Vorsitzende. Brigitte Holzer und Dr. Thorsten Reinhard sitzen bereits seit 2006 im Aufsichtsrat. Dr. Norbert Benschel trat dem Kontrollorgan in 2010 und Sascha Magsamen im Juli 2011 bei.

Großer Aufsichtsrat

1.5 Die Aktionäre

Das Grundkapital von Ecotel besteht aus 3,9m frei übertragbaren Stückaktien. Die im Prime-Standard gelisteten Aktien notieren gegenwärtig in etwa bei EUR 4,90. Damit beläuft sich die Marktkapitalisierung des Unternehmens auf EUR 19m.

AKTIONÄRSSTRUKTUR VON ECOTEL



Quelle: Quartalsbericht Ecotel

Die Aktionärsstruktur von Ecotel ist seit vielen Jahren durch mehrere Ankerinvestoren geprägt, welche sich langfristig und großvolumig am Unternehmen beteiligt haben. Dem größten Einzelaktionär, CEO Zils, gehören 25,6% des Konzerns. Zudem hält die Intellect Investment & Management Ltd gut ein Viertel an der Gesellschaft. Intellect ist ein auf British Virgin Island ansässiges Investment-Vehikel unter der Führung des Finnen Andrey Morozov. Auf die IQ Martrade Holding und Managementgesellschaft mbH entfallen knapp 15% des Ecotel-Kapitals. IQ Martrade ist eine in Düsseldorf ansässige Industrieholding. PVM Private Values Media hält derzeit 9,3% der Ecotel-Aktien. Drahtzieher von PVM ist Sascha Magsamen, der unter anderem als Vorstand von Impera Total Return tätig ist und zudem im Aufsichtsrat von Ecotel sitzt. Wir vermuten, dass PVM die Ecotel-Aktie sehr günstig erworben hat. Denn das Paket gehörte zuvor der AvW Beteiligungsverwaltung in Österreich, welche in arge finanzielle Schwierigkeiten geraten war und im Mai 2010 sogar Insolvenz anmelden musste.

Viele Ankerinvestoren im Aktionärskreis

2 Die Vollanschluss-Migration

Die Vollanschluss-Migration, also die Umstellung eines Preselection-Anschlusses auf einen Vollanschluss, ist das mit Abstand wichtigste operative Projekt innerhalb der Ecotel-Gruppe. Wir schätzen, dass 100% der Steigerung des Konzernrohertrags von 2010 bis 2012/13 auf dieses Unterfangen zurückzuführen sein werden. Dies liegt zum einen daran, dass in der Geschäftskundensparte Produktgruppen wie beispielsweise Mehrwertdienste, Housing und Mobilfunk entweder volumenmäßig zu klein sind oder nicht wachsen. Zum anderen rechnen wir in den beiden anderen Segmenten, Wholesale und „New Business“, weder mit einer Margen-Steigerung noch mit Wachstum.

**100% der künftigen
Rohertragsverbesserung kommen
durch das Migrationsprojekt**

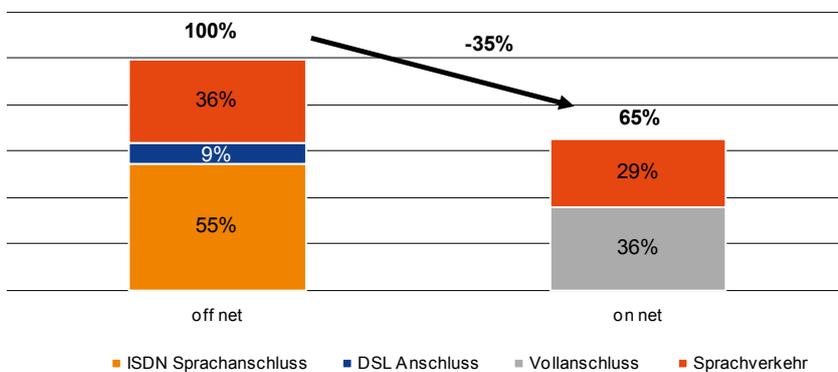
Gründe für hohe Bedeutung der Vollanschlussmigration für Konzernrohertrag

- Deutliche Rohertragsverbesserung durch Umstellung auf Vollanschluss
- Kein Anstieg des Rohertrags bei anderen B2B-Produkten
- Kein Umsatzwachstum oder Margenerhöhung in anderen Sparten

Der Hauptgrund für die hohe Bedeutung des Migrationsprogrammes liegt in der Margenverbesserung, welche sich aus der Umstellung eines Preselection-Anschlusses auf einen Vollanschluss (auf Englisch: Full Access) erzielen lässt. Ecotel realisiert nach eigenen Angaben dabei einen Einkaufsvorteil in der Größenordnung von 35%. Wir vermuten aber, dass das Unternehmen einen Teil davon in Form eines Rabattes an seine Kunden weitergibt. Wir schätzen, dass Ecotel mit einem typischen Preselection-Kunden eine Marge von 35-40% erzielt, während diese beim Vollanschluss bei 50% liegen dürfte. Der Migrationsaufwand, welchen Ecotel direkt in der GuV verbucht, liegt gemäß Unternehmensangaben bei EUR 50-100 je Umstellung.

**Einkaufsvorteil von 35% beim
Vollanschluss**

REDUKTION DER EINKAUFKOSTEN DURCH VOLLANSCHLUSSMIGRATION



Quelle: Ecotel

Der Anstieg der Gewinnspanne ist aber nicht der einzige Vorteil durch die Anschlussveränderung, wie aus der vorangestellten Tabelle ersichtlich wird. Ein erheblicher Unterschied besteht darin, dass ein Preselection-Kunde nicht nur einen Vertrag mit dem Preselection-Anbieter hat, sondern parallel den Telefonanschluss von Deutsche Telekom mietet. Dies bedeutet, dass sich der Umsatz mit dem Kunden auf zwei Unternehmen verteilt und dieser Kunde beiden Unternehmen „gehört“. Bei einem Vollanschluss vereinnahmt der Anbieter den gesamten Erlös und hat die 100%ige Kontrolle über den Kunden. Diese Zusammenhänge erklären, warum Ecotel mit dem Vollanschluss einen höheren ARPU erwirtschaftet, während der Churn, also die Wechsel- respektive Kündigungsquote, in dieser Kundengruppe niedriger ist.

Vollanschluss hat für Ecotel noch weitere Vorzüge

UNTERSCHIEDE ZWISCHEN PRESELECTION UND VOLLANSCHLUSS

Item	Preselection	Full Access
Revenues	Moderate	High
Margin	High	Very High
Duration Contract	Partly	Always
Customer Ownership	Partly	Full
Churn	High	Low

Quelle: Diverse

Bis Juli 2011 hatte Ecotel etwa 9.000 Vollanschlüsse aktiviert. Darüber hinaus hat das Unternehmen ein Auftragsbuch für die Umstellung weiterer 4.000 Anschlüsse, welche im Wesentlichen in der zweiten Hälfte dieses Jahres realisiert werden sollen. Ecotel schätzt, dass in 2012 insgesamt weitere 2.000 Anschlüsse von Preselection-Kunden in Auftrag gegeben und technisch umgesetzt werden. Wenn wir diese Datenbasis zugrunde legen, hat Ecotel per Juli 60% des Migrationsprojektes abgeschlossen.

60% der Migration im Juli abgeschlossen

Berücksichtigte Faktoren bei Rohertragsprognosen für Geschäftskundensparte

- Unveränderte Einkaufsvorteile bei Vollanschluss versus Preselection
- Teilweise Weitergabe der Vorteile an die Kunden
- Fortgesetzter, aber verlangsamter Rückgang der Preselection-Kundenanzahl
- Andauernde Neukundengewinnung
- Verbesserung der Marge bei Datenprodukten ab 2012
- Stabilisierung des Housing & Hosting-Geschäfts
- Wachstumsimpulse im Mobilfunk durch Vertrag mit D-Netzbetreiber

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾⁵⁾⁶⁾ Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die Disclaimer am Ende dieser Studie.

Unsere Prognose der künftigen Roherträge im Geschäftskundensegment von Ecotel fußt auf der Annahme, dass das Unternehmen die Vollanschlussmigration wie geplant in 2012 abschließt, die üppigen Einkaufsvorteile beibehält und diese weiterhin teilweise an die Kunden weitergibt. Des Weiteren nehmen wir an, dass Ecotel auch künftig Preselection-Kunden verliert, und neue Vollanschlusskunden hinzugewinnt.

Prämissen für unsere Prognosen

Unsere Schätzungen ab 2012 beziehen auch ein, dass Ecotel durch Neuverhandlungen seine Marge im Bereich Daten etwas ausbauen kann, dass sich die Kundenzahl in der Produktgruppe Housing und Hosting stabilisiert und der Vertrieb von Produkten im D-Netz das Mobilfunkgeschäft etwas beflügelt.

3 Finanzielle Prognosen und Ausblick auf Q3

Im Schaubild unten haben wir unsere Umsatz- und Rohertragsschätzungen für die drei Geschäftsfelder von Ecotel zusammengefasst. Die wichtige Geschäftskundensparte wurde in der Vergangenheit durch die Erosion der Erlöse mit klassischen Preselection-Kunden stark gebeutelt. Bis Ende 2009 hatte Ecotel kein Mittel, um diesem Abonentenschwund Einhalt zu gebieten. Mit der Entwicklung der technischen Möglichkeit, die Preselection-Anschlüsse in Vollanschlüsse zu verwandeln, änderte sich diese Lage, und heute ist das Migrationsprojekt so sehr vorangeschritten, dass die Kundenabwanderung als weitgehend gestoppt angesehen werden kann. Gleichzeitig kommt damit der negative Umsatztrend zum Erliegen. Daher sollte der B2B-Umsatz in 2013 und den nachfolgenden Jahren nicht mehr fallen.

Als Ziel-Marge für die Jahre 2012/13 gehen wir von 45-46% aus. Dies liegt nur unwesentlich über der Rohertragsmarge, welche Ecotel unseres Erachtens bereits im laufenden Geschäftsjahr erreichen wird. Unsere Prognose für die Marge ist aufwärtsgerichtet, weil Ecotel einen Teil der Vollanschlussmigration noch vor sich hat, und weil das Unternehmen ab 2012 infolge von Neuverhandlungen mit besseren Einkaufskonditionen im Datenbereich rechnet.

Wir rechnen mit einem stabilen B2B-Umsatz ab 2013...

...bei einer Rohertragsmarge von 45-46%

UMSATZ- UND ROHERTRAG VON ECOTEL NACH GESCHÄFTSBEREICHEN IN EUR M

Segment	Item	2009	2010	2011e	2012e	2013e
B2B	Revenues	48,2	44,8	41,3	40,5	40,5
	Gross Income	17,9	17,5	18,0	18,2	18,4
	Margin	37,1%	39,1%	43,6%	45,0%	45,5%
Wholesale	Revenues	34,4	38,7	25,3	25,3	25,3
	Gross Income	1,2	1,3	1,4	1,4	1,4
	Margin	3,5%	3,4%	5,4%	5,4%	5,4%
New Business	Revenues	16,1	14,8	12,5	12,0	12,6
	Gross Income	3,6	4,1	4,2	3,6	3,8
	Margin	22,4%	27,7%	33,9%	30,0%	30,0%

Quelle: DZ BANK Schätzungen, Ecotel

Im Wholesale-Segment ist der Umsatz von Ecotel in 2011 geradezu eingebrochen. Dies ist im Wesentlichen auf regulatorische Entscheidungen zurückzuführen, hatte aber keine Auswirkungen auf den Rohertrag in diesem Segment. Wir nehmen den in Q2 erwirtschafteten Umsatz als Basis für unsere Prognosen für die kommenden Quartale und schreiben zudem die sehr niedrige Marge in die Zukunft fort. Mit Blick auf die extrem hohe Wettbewerbsintensität und den Commodity-Charakter des Produkts gibt es keinen Anlass, davon auszugehen, dass sich an der Margenschwäche in dieser Sparte künftig etwas ändern wird.

Wholesale-Erlöse sollten sich künftig stabil entwickeln

Die Sparte „New-Business“ entwickelt sich derzeit uneinheitlich. Auf der einen Seite läuft das in der Beteiligung Easybell betriebene Privatkundengeschäft gut. Auf der anderen Seite leidet Nacamar unter dem Abgang eines bedeutenden Kunden im

Temporäre Schwäche im Segment New Business zu erwarten

zweiten Quartal. Während das Ecotel-Management optimistisch ist, durch Neukundengewinnung Ersatz zu finden, planen wir an dieser Stelle konservativer und prognostizieren einen Rückgang von Umsatz und Rohertrag in 2012. Für 2013 gehen wir dann von einer leichten Erholung aus.

AUSGEWÄHTE GUV-ZAHLEN UND -PROGNOSEN FÜR ECOTEL IN EUR M

P&L Item	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Revenues	98,7	98,3	79,1	77,8	78,4
Gross Income	22,7	22,9	24,7	24,2	24,6
EBITDA	4,9	4,9	6,5	7,0	8,0
EBIT	-2,2	1,5	2,9	3,9	5,2
Net result	-2,2	0,0	1,2	2,1	2,9

Quelle: DZ BANK Schätzungen, Ecotel

Die Aggregation der Erlöse und Roherträge aus den drei Säulen zeigt, dass auf Konzernebene in den kommenden Jahren eine weitgehende Stabilität zu erwarten ist. Unterdessen sehen wir beim EBITDA eine kontinuierlich aufwärtsgerichtete Entwicklung voraus. Dies liegt zum einen daran, dass ab 2012 die einmaligen Kosten im Zusammenhang mit der Vollanschlussmigration deutlich zurückgehen werden. Zum anderen plant Ecotel Einsparungen durch Prozessoptimierung. Beide Faktoren werden dazu beitragen, dass sich die Cash-Kosten in 2012/13 rückläufig entwickeln werden. Unsere EBITDA-Prognosen implizieren EBITDA-Margen von aufgerundet 8%, 9% und 10% für den Zeitraum 2011-13 und stehen somit im Einklang mit der mittelfristigen Management-Guidance, welche eine stetige Verbesserung der EBITDA-Marge bis auf 10% in 2013 beinhaltet.

EBITDA-Trend künftig klar positiv

Das EBIT dürfte in der Periode 2011-13 unter normalen Umständen stark überproportional wachsen. Hauptgrund hierfür ist der rückläufige Abschreibungstrend. Natürlich unterstellt die These, dass keine weitere Wertberichtigung auf Nacamar stattfindet. Noch steiler dürfte die Zeitreihe des Nettogewinns steigen. Dafür spricht unter anderem das Finanzergebnis, welches sich entschuldungsbedingt Jahr für Jahr verbessert.

EBIT dürfte überproportional wachsen

In unserer Projektion erwirtschaftet Ecotel in den kommenden Jahren im Trend steigende Free Cash Flows, welche das Unternehmen vollständig für die Reduktion der Verbindlichkeiten einsetzt. In fünf bis sechs Quartalen dürfte Ecotel in der Nettobetrachtung schuldenfrei sein. Dann steht auch der Wiederaufnahme der Dividendenzahlung nichts im Wege.

Prognose: Ecotel ist in Q4 2012 netto schuldenfrei

In unserem Modell gehen wir von einer Ausschüttung von 25 Cent je Aktie für 2012 aus, zahlbar in 2013. In den Folgejahren steigt die Dividende um 5 Cent pro Jahr. Dies sind äußerst konservative Annahmen. Ecotel könnte die Dividendenzahlung auch mit 30 Cent oder 40 Cent beginnen, und es wäre auch kein Problem, ein Jahr früher die Ausschüttung zu starten. Aber wir erinnern daran, dass die Unternehmensleitung die möglichst schnelle totale Entschuldung der Gesellschaft als Ziel ausgerufen hat. Daher arbeiten wir an dieser Stelle mit vorsichtigen Annahmen.

Dividende ab 2013 von mindestens 25 Cent zu erwarten

Auch Aktienrückkäufe sind in der Zukunft möglich. Solche Rückerwerbe sind aus der steuerlichen Perspektive einer Dividende regelmäßig überlegen. Allerdings spricht der extrem kleine Free Float gegen diese Art der Aktionärsbelohnung. Das Management müsste erst einmal prüfen lassen, ob eine Bank im Wege eines Rückkaufprogramms die Aktien auch tatsächlich in der gewünschten Stückzahl kaufen könnte.

Aktienrückkäufe möglich, aber schwierig

Q3-PROGNOSEN FÜR ECOTEL IN EUR M

Item	Q3 11e	Q2 11	% change	Q3 10	% change
Revenues	19,3	19,8	-2,6%	24,6	-21,6%
Gross income	6,0	6,1	-1,6%	5,5	9,2%
EBITDA	1,6	1,7	-5,6%	1,0	60,4%
Net result	0,4	0,1	309,4%	0,0	n.m.

Quelle: DZ BANK estimates, Ecotel figures

Ecotel plant, am 15. November Zahlen für das dritte Quartal 2011 vorzulegen. Wir erwarten einen weiteren kleinen und wahrscheinlich letzten sequenziellen Rückgang des Umsatzes von 3% auf EUR 19,3m und ein EBITDA, welches mit EUR 1,6m etwa 60% über dem Vorjahresniveau liegt. Den Gewinn nach Steuern und Anteilen Dritter taxieren wir auf EUR 0,4m. Organisch liegt unsere Prognose dabei in etwa auf dem Niveau des zweiten Quartals. Wir erinnern daran, dass Ecotel in Q2 eine Sonderabschreibung von EUR 0,4m verkraften musste.

Q3-EBITDA auf Niveau von Q2 erwartet

4 Unternehmensbewertung

Im Bewertungsteil unserer Studie führen wir eine Multiplikator-Analyse durch, vergleichen Ecotel mit anderen Telekommunikationsunternehmen und diskutieren die Parameter und das Ergebnis einer DCF-Bewertung.

Die verschiedenen methodischen Ansätze zeigen allesamt eine Unterbewertung der Ecotel-Aktie. Unser Kursziel setzen wir mit EUR 7,00 je Aktie fest. Damit hat die Ecotel-Aktie gut 40% Bewertungs-Upside. Gleichzeitig liegt unser Aktienkursziel deutlich unter dem fairen Wert, welchen unser DCF-Modell berechnet. Dies halten wir auch für angemessen, weil unseres Erachtens die DCF-Methode in der gegenwärtigen Kapitalmarktphase verzerrte Ergebnisse liefert.

Mit Blick auf unser Kursziel lautet das Anlageurteil „Kaufen“. Investoren sollten aber Engagements aufgrund der extrem dünnen Handelsliquidität der Ecotel-Aktie sehr behutsam tätigen.

Gemäß unserer Profil-Analyse stufen wir Ecotel als überdurchschnittlich krisenresistent ein. Sowohl die geringe Zyklizität des Geschäfts als auch der überschaubare Leverage sprechen für diese Klassifikation.

Alle Bewertungsmethoden signalisieren eine Unterbewertung

Anlageurteil „Kaufen“ mit Kursziel EUR 7

Ecotel überdurchschnittlich krisensicher

4.1 Multiplikator-Analyse

In der Tabelle unten haben wir eine Auswahl an Bewertungsmultiplikatoren für Ecotel zusammengestellt. Auf Basis der meisten Kennzahlen die Ecotel-Aktie extrem günstig bewertet aus.

Multiplikatoren für Ecotel durchweg niedrig

AUSGEWÄHLTE BEWERTUNGSMULTIPLIKATOREN FÜR ECOTEL

Valuation metric	2011e	2012e	2013e
EV/EBITDA (Static)	3,4	3,2	2,8
EV/EBITDA (Dynamic)	3,4	2,7	1,9
PER	15,8	9,4	6,6
P/Equity-FCF	6,2	5,7	4,9

Quelle: DZ BANK Schätzungen

Im Besonderen die auf dem Unternehmenswert basierenden Multiplikatoren deuten auf eine starke Unterbewertung der Ecotel-Aktie. Wie niedrig die statische EV/EBITDA-Relation von 3,4 ist, verdeutlicht der dynamische EV/EBITDA-Multiplikator, der berücksichtigt, dass sich der Unternehmenswert im Zeitablauf in dem Ausmaß der FCF-Produktion zurückbildet: Er beträgt in 2013 gerade noch 1,9x!

Sowohl EV-Multiples...

ERWARTETE WACHSTUMSRATEN FÜR ECOTEL

YoY growth	2012e	2013e
EBITDA	7,9%	13,9%
Profit after tax	67,4%	43,9%
FCF	9,3%	15,3%

Quelle: DZ BANK Schätzungen

Auch equity-basierte Multiplikatoren signalisieren eine Unterbewertung der Ecotel-Aktie. Dabei dürfen sich Investoren nicht durch einen schnellen Blick auf das KGV in 2011 täuschen lassen. Zum einen müssen Anleger berücksichtigen, dass eine Sonderabschreibung im zweiten Quartal die Relation negativ beeinflusst hat. Unter Ausklammerung dieses Effekts ergäbe sich ein KGV von 11,9 statt 15,8. Zum anderen berücksichtigt dieses KGV nicht, dass wir für 2012/13 ein Gewinnwachstum von circa 55% p.a. erwarten.

...als auch Equity-Multiplikatoren signalisieren eine Unterbewertung

4.2 Peer-Group-Diskussion

Wir verzichten im Falle Ecotel auf eine umfassende Peer-Group-Analyse. Der Hauptgrund dafür besteht darin, dass es kein börsennotiertes Unternehmen gibt, welches sich hinreichend gut mit Ecotel vergleichen lässt.

Eine echte Vergleichsgruppe gibt es nicht

Wir erinnern daran, dass Ecotel ein auf Kleinunternehmen spezialisierter Festnetz-Reseller ist mit einer Marktkapitalisierung von EUR 19m. QSC und Versatel sind vom Produktangebot und Kundenfokus Ecotel am ähnlichsten, aber die Unternehmen sind Netzbetreiber und ihr Börsenwert beträgt circa EUR 300m. Überdies ist Versatel vor wenigen Monaten mehrheitlich vom Finanzinvestor KKR gekauft worden und hat einen der größten Verschuldungsgrade im Sektor. All diese Argumente sprechen gegen einen Vergleich mit Ecotel.

QSC und Versatel keine Peers...

POTENZIELLE PEER-GROUPS FÜR ECOTEL

Peer-Group 1	Peer-Group 2	Peer-Group 3
QSC	Freenet	Mox Telecom
Versatel	Drillisch	Bob Mobile

Quelle: DZ BANK Überlegungen

Der Versuch, Telekommunikationsunternehmen mit ähnlicher Kapitalintensität zu finden, führt automatisch zu Freenet und Drillisch. Diese Konzerne sind ebenfalls reine Reseller. Dennoch wollen wir sie nicht Ecotel gegenüberstellen, denn beide Konzerne erwirtschaften fast 100% ihrer Erlöse im Mobilfunk mit Privatkunden, während Ecotel Unternehmenskunden mit Festnetzdiensten beliefert. Zudem liegt die Marktkapitalisierung der Gesellschaften bei EUR 1,1 Mrd respektive EUR 400m.

...Freenet und Drillisch auch nicht...

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾⁵⁾⁶⁾ Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die Disclaimer am Ende dieser Studie.

Auf der Suche nach gelisteten Unternehmen aus der Telekommunikationsbranche, die größtmäßig in der gleichen Liga wie Ecotel spielen, stoßen wir auf Bob Mobile und Mox Telecom, die jeweils eine Marktkapitalisierung von ungefähr EUR 25m haben. Aber auch hier lehnen wir mit Verweis auf die abweichenden Geschäftsgegenstände einen Vergleich ab: Bob Mobile ist ein europaweit tätiges Unternehmen im Bereich Mobilfunk/Gaming und Mox Telecom ist ein inzwischen weltweit agierender Calling-Card-Anbieter.

...und Mox und Bob Mobile auch nicht!

Ohne vergleichsgerechte Unternehmen macht eine Gegenüberstellung von Multiplikatoren wenig Sinn. Dabei wäre eine zumindest einigermaßen homogene Gruppe nur eine Voraussetzung, um die Analyse zu beginnen. Selbst wenn es die Peer-Group gäbe, wären Aussagen über eine vermeintliche Über- oder Unterbewertung der Ecotel-Aktie aus zwei Gründen mit großer Vorsicht zu betrachten. Erstens gibt die Peer-Analyse keine Antwort auf die Frage, ob der ganze Sektor über- oder unterbewertet ist, und zweitens ist der Vergleich der einzelnen Bewertungsrelationen teilweise extrem irreführend, da bewertungsrelevante Besonderheiten bei fast allen Unternehmen die Multiplikatoren verzerren. Beispielsweise wird die GuV-Rechnung von Freenet noch bis 2013 von akquisitionsbedingten Abschreibungen belastet, welche den Gewinn nach Steuern um 50-60% schmälern. Ferner schätzen wir, dass 25% des berichteten EBITDA von QSC durch Umsätze generiert werden, denen kein Zahlungseingang gegenübersteht und die somit nicht zum Cash Flow beitragen.

Generell ist bei einer Peer-Group-Analyse Vorsicht geboten

Um interessierten Anlegern wenigstens ein grobes Bild über die relative Bewertung deutscher Telekommunikationsunternehmen zu verschaffen, haben wir für die von uns analysierten Gesellschaften den Quotienten aus der Marktkapitalisierung und dem von uns geschätzten proportionalen Equity-Free-Cash-Flow ermittelt. Diese Bewertungskennziffer eignet sich unter zusätzlicher Berücksichtigung des mittelfristigen FCF-Trends unserer Meinung nach am ehesten, Fehlbewertungen aufzudecken.

Proportionale Free-Cash-Flows...

Equity-FCF-Multiplikatoren sind immun gegen inflationierte EBITDAs, Sonderabschreibungen jeder Art und Verzerrungen durch Verlustvorträge. Die proportionale Variante dieser Kennzahl berücksichtigt außerdem Minderheitenanteile. Diese spielen bei Ecotel eine bedeutende Rolle: Die Beteiligung Easybell gehört Ecotel nur zu 51%, und wird in 2012 geschätzt 20% zum berichteten EBITDA und 30% zum (nicht-proportionalen) Free Cash Flow beisteuern.

...noch am ehesten als Bewertungsvergleich geeignet

RELATION AUS MARKTKAPITALISIERUNG UND PROPORTIONALEM EQUITY-FCF IN 2012

Company	DTAG	KD	UI	FN	QSC	VS	ECO
P/EqFCF (Proportional)	6,5	12,1	12,4	5,6	13,4	6,1	6,7
Medium term FCF trend	Falling	Climbing	Climbing	Stable	Stable	Falling	Stable

Quelle: DZ BANK Schätzungen

Die Tabelle oben zeigt, dass die Multiplikatoren recht stark mit dem von uns prognostizierten mittelfristigen FCF-Trend korrelieren. So nimmt der Kapitalmarkt in dem hohen Multiple von United Internet und Kabel Deutschland vorweg, dass die Cash Flows beider Unternehmen auch mittel- und langfristig signifikant steigen

Ergebnis: Ecotel sieht günstig bewertet aus

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾⁵⁾⁶⁾ Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die Disclaimer am Ende dieser Studie.

werden. QSC bewertet die Börse ebenfalls mit einem zweistelligen FCF-Multiple. Allerdings sind wir der Überzeugung, dass die Gesellschaft ihre Ertragskraft mittelfristig nicht steigern kann. Auch deshalb empfehlen wir, die QSC-Aktie zu verkaufen. Ecotel lässt sich am ehesten mit Freenet vergleichen: Das Multiple ist mit Blick auf die angenommene mittelfristige Cash-Flow-Stabilität zu niedrig.

4.3 DCF

Als wir das erste Mal unser DCF-Modell mit den Ecotel-Daten gespeist haben, waren wir vom Ergebnis sehr überrascht. Unter den Annahmen eines Beta von 1,7 und einer Rate für das ewige Wachstum von 0% errechnete das Modell einen fairen Wert von EUR 10 je Ecotel-Aktie. Dabei haben wir keine zusätzlichen außergewöhnlichen Annahmen gemacht. Die Exit-EBITDA-Marge beträgt in der Projektion 10% und liegt damit auf dem Niveau, das wir bereits für 2013 erwarten. Die Kapitalintensität ändern wir ebenfalls nicht: Die Capex-to-Sales-Ratio bleibt bei konstant 2,3%.

Fair Value auf DCF-Basis bei EUR 10 je Ecotel-Aktie

Prämissen in unserem DCF-Modell

- Beta von 1,7
- Ewige Wachstumsrate von 0%
- Exit-EBITDA-Marge von 10%
- Capex-to-Sales-ratio stabil bei 2,3%

Wir haben die DCF-Arithmetik zweimal geprüft und konnten keinen Fehler entdecken. Unter dem gegebenen Prämissengerüst ist das Resultat von EUR 10 korrekt. Die signifikante Abweichung vom aktuellen Börsenkurs von EUR 4,90 signalisiert entweder eine massive Unterbewertung der Aktie, oder aber unsere zentralen Annahmen sind falsch.

Nach Double-Check: Kein Modellfehler

Erklärungen für extreme Abweichung des „DCF-Fair-Value“ vom Börsenkurs

- DAX-Rückgang um 2.000 Punkte in nur zwei Monaten
- Fall der Kapitalmarktzinsen von 3% im Juli unter 2%
- Extrem dünne Handelsliquidität in der Ecotel-Aktie
- Langfristige Angst vor hohem Preselection-Exposure

Zunächst einmal haben wir die vieljährige Erfahrung gemacht, dass von Analysten durch das DCF-Verfahren kalkulierte Fair Values selbst in „normalen“ Börsenphasen nicht erreicht werden. Möglicherweise liegt dies daran, dass die Methode auch die Schätzung der weiter entfernten Zukunft voraussetzt und diese objektiv stärker unsicherheitsbehaftet ist. Künftige Risiken, die heute noch nicht erkennbar sind, werden vom Modell nicht erfasst.

Unsere Erfahrung: DCF-Fair-Values werden selbst in „normalen“ Börsenphasen selten erreicht

Nun durchleben wir derzeit alles andere als eine gewöhnliche Kapitalmarktphase. Aus der europäischen Schuldenkrise ist unlängst eine Finanz- und Währungskrise entstanden, und in den kommenden Monaten werden vermutlich Märkte und Politiker darüber entscheiden, ob wir in Europa auf eine Fiskal- und Transferunion, eine Spaltung des Währungsraums in ein Nord- und ein Südsegment oder den vollständigen Zusammenbruch des Euro zusteuern.

Transferunion, Nordeuro oder DM 2?

Die Kapitalmärkte haben die Folgen dieser historischen Veränderungen bereits teilweise vorweggenommen. So verlor beispielsweise der DAX in nur zwei Monaten 2.000 Punkte. Dies hat auch eine Bewandnis für die Bewertung von Ecotel. Denn infolge der Implosion der Indices notieren momentan fast alle deutschen Aktien deutlich unter den Fair Values, welche die Analysten ermitteln.

DAX-Rückgang von 2.000 Punkten in zwei Monaten...

Ein weiterer krisenbezogener Aspekt hat Einfluss auf die Interpretation von Ergebnissen aus DCF-Analysen; und zwar sind die deutschen Kapitalmarktzinsen seit Juli drastisch gefallen. So sank die Rendite von Bundesanleihen mit zehnjähriger Laufzeit von 3% auf weniger als 2%. Auch dieser Umstand ist relevant, denn jedes DCF-Modell fußt unter anderem auf der Verzinsung der risikolosen Anlage. Mit anderen Worten hat der jüngste Zinsrutsch die Fair Values in den DCF-Modellen nach oben gehievt, ohne dass sich an den FCF-Prognosen etwas oder etwas Wesentliches geändert hat.

...und Sinkflug der Kapitalmarktzinsen von 3% unter 2%

Auffällig ist die Koinzidenz des DAX-Rückgangs und der Hausse am deutschen Bondmarkt. Wenn langfristige Zinsen fallen, erfreut dies üblicherweise Aktionäre, denn die Unternehmen können sich günstiger refinanzieren. Faktisch verrät aber der jüngst gesunkene Zins etwas anderes. Zum einen ist er Vorbote für eine handfeste Rezession, welche nicht vor den Grenzen der europäischen Mittelmeeranrainer haltmachen wird. Zum anderen ist er Ausdruck verängstigter Südeuropäer, welche sich nicht mehr trauen, ihre eigenen Anleihen zu kaufen respektive zu halten. Letzter Sachverhalt ist besonders wichtig, denn er deutet darauf hin, dass der Zinsrückgang hierzulande nur ein temporäres Phänomen sein könnte. In Abhängigkeit vom jeweiligen Europa-Szenario dürfte Deutschland nämlich am Ende vom Tag für die Schulden vieler oder aller Länder aufkommen müssen. Wenn sich diese Erkenntnis durchsetzt, verliert der deutsche Bond-Markt seinen heutigen Scarcity-Status und macht den Weg frei für eine im Europa-Kontext risikoadäquate Verzinsung.

Zinsrückgang ist Vorbote für eine Rezession und Ausdruck des Anlagenotstands in Südeuropa

Auch die extrem geringe Handelsliquidität belastet den Kurs der Ecotel-Aktie. Die freie Marktkapitalisierung liegt bei nur EUR 4m. Nicht selten werden pro Tag nur ein paar Hundert Aktien gehandelt, und wer 1.000 Stück verkaufen will, kann dies meist nur mit einem erheblichen Abschlag tun. Die Geld-Brief-Spanne beträgt oft 10%. Übrigens verstärkt die allgemeine Finanzkrise unser Free-Float-Argument. Denn gerade in der gegenwärtigen Börsenphase suchen die Investoren nicht nur Sicherheit sondern auch hohe Liquidität.

Niedrige Handelsliquidität belastet ebenfalls die Notierung

Ein weiterer Grund für die große Differenz zwischen DCF-Fair-Value und Börsenkurs könnte im operativen Bereich von Ecotel selbst liegen. So können wir

Hohes Preselection-Exposure als Risiko

uns vorstellen, dass einige Kapitalmarktteilnehmer Angst vor dem hohen Preselection-Exposure haben und daher dem Unternehmen längerfristig keine stabile Cash-Flow-Produktion zutrauen. Wir haben das Problem in unserer Studie adressiert und begründet, warum wir im relevanten B2B-Segment sehr wohl eine Stabilisierung erwarten.

Wir haben erläutert, warum das DCF-Verfahren in der gegenwärtigen Kapitalmarktverfassung stark verzerrte Ergebnisse liefert. Dennoch können die Baisse und das Liquiditätsargument nach unserem Dafürhalten nur einen großen Teil der Lücke zwischen dem DCF-Fair-Value und dem aktuellen Aktienkurs erklären. Der verbleibende Teil, so unsere Interpretation, indiziert schlicht die derzeitige Unterbewertung des Unternehmens.

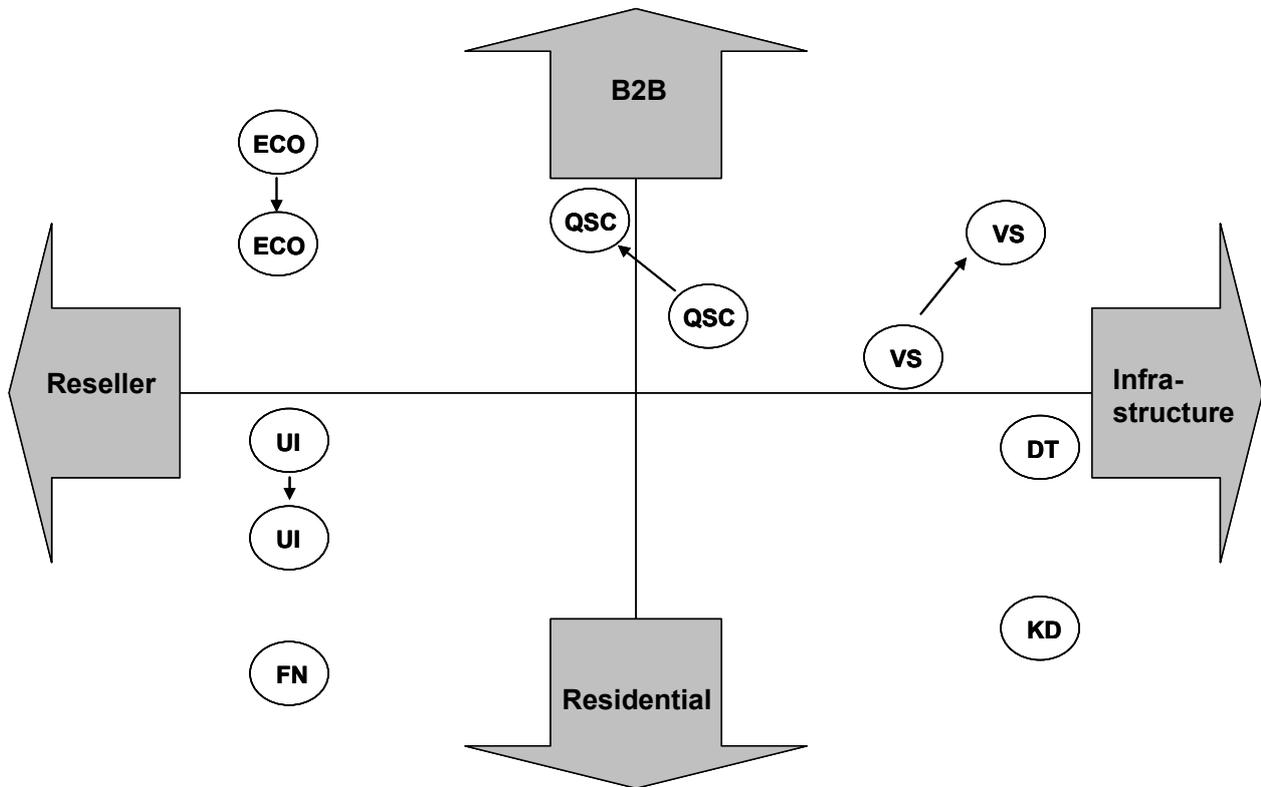
Auch DCF indiziert Unterbewertung der Ecotel-Aktie

4.4 Profil-Analyse

Ecotel ist im deutschen Telekommunikationsmarkt das einzige Unternehmen, welches ohne eigene Infrastruktur schwerpunktmäßig Kleinunternehmen versorgt. Der Ecotel-Vorstand betont zwar immer wieder, die Gesellschaft halte mit den beiden Netzknoten in Frankfurt und Düsseldorf ein Minimum an Infrastruktur vor. Im Vergleich mit den Konzernen, die in der Vergangenheit Hunderte von Millionen oder sogar wenige Milliarden Euro in Verbindungs- und Anschlussnetze in Deutschland investiert haben, betrachten wir Ecotel aber sehr wohl als reinen Reseller und vergleichen es in punkto Kapitalintensität mit United Internet und Freenet.

Ecotel ist einmalige Kombination aus Asset-Light und B2B-Fokus

KUNDENFOKUS UND KAPITALINTENSITÄT



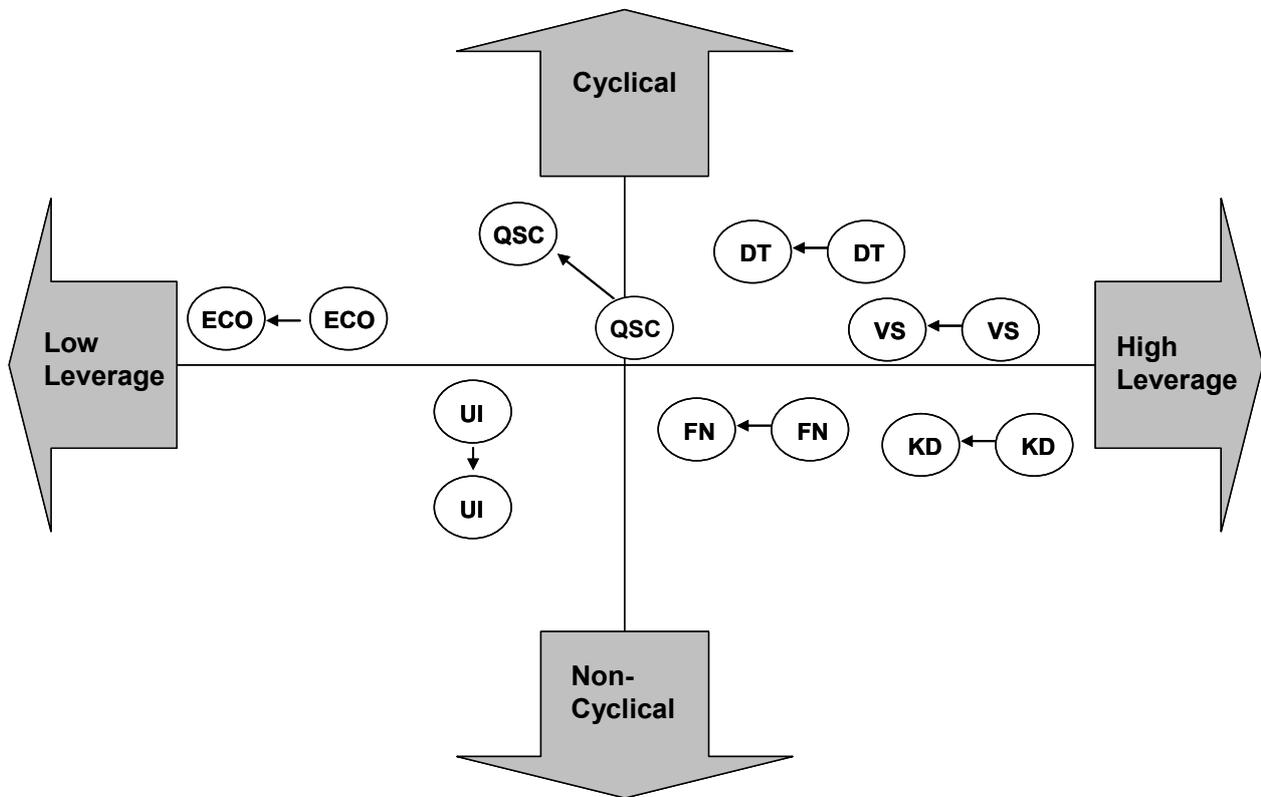
Quelle: DZ BANK Überlegungen

Mit Interesse haben wir verfolgt, wie unterschiedlich sich der Kundenfokus der deutschen Telekommunikationskonzerne entwickelt. So ist bereits heute absehbar, dass das Unternehmenskundengeschäft von QSC einen noch größeren Stellenwert einnehmen wird. Dies liegt zum einen am strukturell bedingten, drastischen Rückgang des verbliebenen Call-by-Call- und Preselection-Geschäfts und zum anderen an den Akquisitionen im Hosting-Bereich. Auch bei Versatel steigt die Bedeutung des B2B-Segments, weil der Umsatz mit privaten DSL-Haushalten kontinuierlich zurückgeht. Es fällt auf, dass die Stoßrichtung von Ecotel eine andere ist. Die Versorgung von kleinen Unternehmen bleibt zwar auf absehbare Zeit das Kerngeschäft, aber durch den ansehnlichen Erfolg von Easybell ist das Privatkunden-Exposure zuletzt deutlich gestiegen. Einen vergleichbaren Trend beobachten wir mit Blick auf das rasante Wachstum des neuen Mobilfunk-Segments von United Internet.

Privatkundengeschäft wird von niedrigerem Niveau aus wichtiger

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾⁵⁾⁶⁾ Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die Disclaimer am Ende dieser Studie.

ZYKLIZITÄT UND LEVERAGE



Quelle: DZ BANK Überlegungen

Ecotel hat von allen börsennotierten Telekommunikationskonzernen in Deutschland den kleinsten Verschuldungsgrad. Noch vor einem Jahr hätte QSC den ersten Platz belegt, aber nach den Übernahmen von IP Partner und INFO AG ist der Kölner Netzbetreiber heute wieder moderat verschuldet. Kabel Deutschland und Versatel sind die Gesellschaften, welche die höchste relative Verschuldung aufweisen.

Ecotel hat kleinsten Verschuldungsgrad in der Peer-Gruppe

Insgesamt haben wir den Telekommunikationssektor in unserer Studie „Die Evolution der Zyklizität“ vom März 2009 als schwach-zyklisch und spät-zyklisch eingestuft. Dennoch haben wir innerhalb der Branche in Abhängigkeit vom Produkt- und Kundenfokus Unterschiede in der Konjunkturanfälligkeit festgestellt. So haben wir begründet, warum Unternehmenskunden schneller auf eine sich verändernde gesamtwirtschaftliche Dynamik reagieren als private Haushalte. Ferner ergab unsere Untersuchung, dass der Mobilfunk zyklischer ist als das Festnetzgeschäft. Diese Zusammenhänge erklären, warum im Schaubild oben alle Unternehmen in der Nähe der Abszisse zu finden sind: Es gibt in Deutschland kein Telekommunikationsunternehmen, das sich auf Mobilfunkdienste für Geschäftskunden konzentriert und keine an der Börse notierte Gesellschaft mehr, die auf Festnetzdienste für Privatkunden spezialisiert ist.

Zyklizität „moderat“

Unsere Profilanalyse hat ergeben, dass Ecotel als Asset-Light-Unternehmen mit Fokus auf Geschäftskunden in Deutschland eine einmalige Position besetzt. Mit Blick auf die moderate Zyklizität und den kleinen Leverage erscheint uns die Gesellschaft überdies gut gewappnet, sollte sich die globale Finanzkrise verschärfen und die Weltwirtschaft in eine Rezession gleiten.

Ecotel ziemlich krisensicher

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾⁵⁾⁶⁾ Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die Disclaimer am Ende dieser Studie.

4.5 Akquisitionen und Marktkonsolidierung

Die Strategie von Ecotel ist primär auf die Stabilisierung und Steigerung der organisch generierten Roherträge ausgerichtet. Auf kurze Sicht halten wir weder Verkäufe von Unternehmensteilen noch Akquisitionen für wahrscheinlich.

Divestments machen nicht viel Sinn, weil es zwischen den drei Segmenten durchaus Synergien gibt. Das Medienhaus Nacamar ließe sich noch am einfachsten aus dem Konzernverbund herauslösen, aber nach dem überraschenden Verlust des wichtigsten Kunden versucht Ecotel erst einmal, neue Kunden zu finden, um den Verlust von Umsatz und Ertrag auszugleichen.

Bedeutende Akquisitionen sehen wir in den kommenden 1-2 Jahren ebenfalls nicht. Der Aktienkurs von Ecotel liegt unter dem fairen Wert, so dass eine Kapitalerhöhung kaum in Betracht kommt. Eine kreditfinanzierte Übernahme können wir uns ebenso schwerlich vorstellen, besteht doch das Ziel des Ecotel-Managements darin, die Gesellschaft völlig zu entschulden und auf diesem Wege die Dividendenfähigkeit wiederherzustellen.

An die Übernahme von Ecotel durch ein anderes Telekommunikationsunternehmen mögen wir ebenso wenig glauben. Dies liegt nicht daran, dass Ecotel per se kein interessantes Kaufobjekt darstellt; im Gegenteil argumentieren wir, dass das Unternehmen seinen Akquisitionswert nach der gelungenen Stabilisierung des Geschäftsverlaufs und der stärkeren Konzentration auf hochwertige Vollanschlusszugänge erhöht hat. Außerdem klassifizieren wir die Unternehmensbewertung aus Sicht eines Akquisiteurs als attraktiv. Vielmehr haben die potentiellen Bieter gemäß unserer Einschätzung aus unterschiedlichen Gründen gegenwärtig wenig Akquisitionsappetit.

Zu den potentiellen Erwerbern zählen wir Vodafone und Telefonica sowie QSC und Versatel, also Netzbetreiber, die in Deutschland bereits über ein Unternehmenskundengeschäft verfügen und sich nicht geographisch wie Colt Telecom oder British Telecom Deutschland auf die große Städte beschränken. Mit Vodafone respektive der Festnetztochter Arcor arbeitet Ecotel bereits heute stark zusammen. Durch eine Akquisition könnte Arcor sein Geschäftskundensegment ausbauen, die Rohertragsmargen ohne allzu große Risiken erhöhen und Synergien in den Bereich Kosten und Steuern realisieren. Die Akquisitionsrationale von Telefonica, QSC und Versatel sähe ähnlich aus. Alle Erwerber kämen ihrem Ziel, im Unternehmenskundenbereich eine kritische Größe zu erreichen, ein Stück näher und könnten Synergien heben.

Trotz der Vorteile einer Zusammenlegung homogener Sparten rechnen wir derzeit nicht mit einer Übernahme. Die Gründe hierfür sind vielschichtig. QSC hat mit den Käufen von IP Partner und INFO AG den Grundstein für eine neue strategische Ausrichtung gelegt und forciert die Transformation vom reinen Telekommunikationsanbieter zum Software-Konzern. Nun ist es nicht so, dass der Zukauf einer weiteren Geschäftskundenbasis diese neue Strategie konterkarieren würde, aber das Management des Kölner Unternehmens muss sich zunächst einmal darauf konzentrieren, die erworbenen Einheiten zu integrieren und die Produkte und Schnittstellen zu entwickeln, welche das geplante „Cloud-Cross-Selling“ überhaupt erst ermöglichen.

Keine Divestments zu erwarten...

...und Akquisitionen ebenso nicht

Übernahme von Ecotel möglich, aber nicht wahrscheinlich

Vier potentielle Akquisiteure identifiziert

Individuelle Gründe gegen Akquisitionsinitiative bei QSC...

Wie Zeitungsberichten zu entnehmen ist, verläuft die Integration von Hansenet bei Telefonica Deutschland äußerst holprig. Überdies droht die spanische Wirtschaft in den kommenden Quartalen in eine Rezession abzurutschen, und Spanien ist der mit Abstand bedeutsamste Markt für Telefonica. Vor diesem Hintergrund glauben wir nicht, dass die Deutschlandtochter des spanischen Incumbents grünes Licht für eine weitere Festnetzakquisition bekommt.

...Telefonica...

KKR hat vor wenigen Monaten Versatel übernommen und im Zuge dessen weitere Zukäufe angekündigt, um das Unternehmen größer und stärker zu machen. Allerdings haben wir die Aussagen so verstanden, dass KKR ein größeres Glasfaser-Exposure anstrebt und daher eher nach weiteren Stadtwerken Ausschau hält statt nach Kundenstämmen.

...Versatel...

Vodafone ist ein global tätiger Mobilfunkkonzern, in welchem das Festnetzgeschäft nur randständig geführt wird. Mit dem Rückkauf der Arcor-Minderheit in 2008 kann der Mutterkonzern nicht wirklich zufrieden sein. Das einst lautstark proklamierte Ziel eines Anteils von 20% am deutschen DSL-Markt ist in weite Ferne gerückt. Ferner hat Vodafone im Mai 2010 grob EUR 1,4 Mrd für deutsches Mobilfunkspektrum ausgegeben. Mit Blick auf diese Fakten hegen wir große Zweifel daran, dass Deutschland-Chef Jousen von seinem britischen Chef die Erlaubnis für eine weitere Akquisition im Festnetzsegment bekommt.

...und Vodafone

Unser Käufer-Screening führt zu dem Ergebnis, dass Ecotel wahrscheinlich in der nächsten Zeit nicht das Ziel einer Übernahme werden wird. Daher sehen wir auch keinen Anlass dafür, auf unser Kursziel für die Ecotel-Aktie eine Akquisitionsprämie aufzuschlagen.

Ergebnis: Übernahme von Ecotel in der nächsten Zeit unwahrscheinlich

4.6 Risiko-Analyse

Wie jedes andere Unternehmen in der Telekommunikationsbranche unterliegt auch Ecotel diversen operativen, regulatorischen, finanziellen, strategischen und marktbezogenen Risiken. Wir haben die im Geschäftsbericht von 2009 und 2010 detailliert aufgeführten Risiken studiert und bescheinigen Ecotel hinsichtlich des Spektrums und der Schwere der Risiken ein „normales“ Profil. Im Besonderen haben wir kein Risiko entdeckt, dass das Erreichen der operativen Management-Guidance aus heutiger Sicht gefährden könnte. Zudem führen wir ins Feld, dass Ecotel das Gesamtmaß an Risiko durch die Stabilisierung der Roherträge und durch den massiven Abbau der Verschuldung deutlich reduziert hat.

Normales Risikoprofil attestiert

Das größte kurzfristige Einzelrisiko ist für uns ein potentielles Impairment in der „New Business“-Sparte. Eine weitere Sonderabschreibung auf Nacamar wäre sicher ein störender News Flow, hätte jedoch mangels Auswirkung auf den Cash-Flow kaum eine Auswirkung auf den fairen Wert je Aktie.

Impairment auf Nacamar wäre störender „News Flow“

Das größte längerfristige Einzelrisiko besteht hinsichtlich der Stabilität des Preselection-Kundenstamms. Das Szenario einer weiteren Abwanderungswelle bei den Preselection-Kunden stufen wir aber als unwahrscheinlich ein. Zum einen kann Ecotel im Zuge der fortschreitenden Vollanschlussmigration in den kommenden Quartalen weitere Tausende Kunden „sichern“. Die noch verbleibenden Preselection-Kunden, die sich dann schwerpunktmäßig in ländlichen Regionen befinden sollten, können kaum durch neue Produkte oder neue Technologien erreicht werden. Die neueste Mobilfunkgeneration LTE wäre hierfür noch am besten geeignet. Aber an dem Einsatz der neuen Technologie im Geschäftskundensegment glauben wir nicht, jedenfalls nicht als Substitution des Festnetzanschlusses.

Zweite Erosionswelle bei Preselection-Kunden nicht wahrscheinlich

AUF EINEN BLICK

Unternehmensbeschreibung

Die ecotel communication AG ist ein bundesweit tätiges Telekommunikationsunternehmen mit dem Geschäftsschwerpunkt auf Unternehmenskunden. Neben diesem Kernbereich betreibt der Konzern auch eine Sparte für Wiederverkäuferlösungen und ein wachstumsstarkes "New-Business"-Segment.

Begründung des Anlageurteils

In den letzten Quartalen gelang es Ecotel, das operative Geschäft zu stabilisieren und parallel die Verschuldung stark abzubauen. Die künftigen Perspektiven sind durchweg gut. Wir erwarten in den kommenden Jahren deutlich steigende Gewinne. Diese Aussichten sind in der gegenwärtigen Unternehmensbewertung noch nicht enthalten.

Kursrelevante aktuelle Themen

- » Stabilisierung des Geschäfts
- » Steigerung der Marge
- » Dividende

Chancen und Risiken

Chancen	Risiken
Besser als erwartete Geschäftsentwicklung	Abschreibung auf Nacamar
Vorzeitige Dividende	Hohes Preselection-Exposure
Konsolidierung	

GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

Mio. Euro	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Umsatzerlöse	98,3	79,1	77,8	78,4	78,4	78,4
Bestandsveränd./Eigenleistungen	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gesamtleistung	98,4	79,1	77,8	78,4	78,4	78,4
% ggü. Vorjahr		-20%	-2%	1%	0%	0%
Materialkosten	-75,4	-55,4	-54,6	-54,8	-54,8	-54,8
Personalkosten	-9,4	-9,2	-9,0	-8,8	-8,8	-8,8
Sonstige betriebliche Erträge	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-9,7	-9,0	-8,2	-7,8	-7,8	-7,8
Sondererträge/-aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	4,9	6,5	7,0	8,0	8,0	8,0
Nachrichtlich: EBITDA bereinigt	4,8	6,3	7,0	8,0	8,0	8,0
Abschreibungen	-3,4	-3,6	-3,1	-2,8	-2,6	-2,4
davon: Goodwillabschreibungen	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Betriebsergebnis (EBIT)	1,5	2,9	3,9	5,2	5,4	5,5
Nachrichtlich: EBIT bereinigt	1,5	3,1	3,9	5,2	5,4	5,5
% ggü. Vorjahr		106%	27%	32%	4%	3%
Finanzergebnis	-0,8	-0,4	-0,3	-0,2	-0,1	-0,1
Ergebnis vor Steuern	0,7	2,5	3,6	5,0	5,2	5,4
Nachrichtlich: EBT bereinigt	0,7	2,7	3,6	5,0	5,2	5,4
% ggü. Vorjahr		282%	35%	38%	5%	4%
Ertragsteuern (fortgeführt)	-0,4	-0,7	-1,1	-1,5	-1,6	-1,6
Steuerquote	57%	30%	30%	30%	30%	30%
Ergebnis nach Ertragsteuern (fortgeführt)	0,3	1,7	2,5	3,5	3,6	3,8
Ergebnis nach Ertragsteuern (nicht fortgeführt)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnis nach Ertragsteuern	0,3	1,7	2,5	3,5	3,6	3,8
Ergebnisanteile der Minderheiten	-0,3	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6	-0,6
Ergebnis nach Anteilen Dritter	0,0	1,2	2,0	2,9	3,0	3,2
davon: aus fortgeführten Geschäftsbereichen	0,0	1,2	2,0	2,9	3,0	3,2
davon: aus nicht fortgeführten Geschäftsber.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gewicht. dschn. Anz. Aktien, verwäss. (Mio. Stck.)	3,900	3,900	3,900	3,900	3,900	3,900
IFRS-Ergebnis je Aktie, verwässert	0,00	0,31	0,52	0,74	0,78	0,82
Bereinigtes Ergebnis je Aktie, verwässert (fortgeführt)	0,00	0,37	0,52	0,74	0,78	0,82

Geschäftsjahresende per 31.12.

Quelle: ecotel communication und DZ BANK
Schätzung

KENNZAHLEN

Euro	2010	2011e	2012e	2013e	2014e
GuV-Kennzahlen					
Gesamtleistung (in Tsd.)	98.400,0	79.095,0	77.790,2	78.391,6	78.391,6
EBITDA-Rendite	4,9%	8,0%	9,0%	10,2%	10,2%
EBIT-Rendite	1,5%	3,9%	5,0%	6,6%	6,8%
Nettorendite	0,3%	2,4%	3,2%	4,4%	4,7%
Investitionsquote	0,0%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%
F&E-Quote					
Sonst. betr. Aufw. u. Ertr. / Gesamtl.	8,8%	10,1%	9,2%	8,6%	8,6%
Finanzergebnis / Gesamtl.	-0,8%	-0,5%	-0,4%	-0,3%	-0,2%
Zinsdeckungskoeffizient	2,5	6,9	12,4	25,7	38,6
Dschn. Umsatzwachstum nächste 5 J.	-4,4%				
Dschn. Ergebniswachstum nächste 5 J.					

Kapitalrentabilitäts-Kennzahlen					
Eigenkapitalrendite (ROE)	1,5%	8,8%	10,4%	12,9%	12,4%
Betriebskapitalrendite (ROCE)	5,9%	13,1%	17,5%	24,2%	26,1%

Produktivitätskennzahlen					
Umsatz je Mitarbeiter (in Tsd.)					
EBIT je Mitarbeiter (in Tsd.)					

Bilanzkennzahlen					
Eigenkapitalquote	41,2%	47,3%	52,4%	56,4%	59,8%
Anlagendeckungsgrad	96,7%	110,3%	126,6%	143,0%	159,4%
Liquidität (Quick Ratio)	95,6%	114,0%	139,8%	167,9%	197,3%
Forderungen / Gesamtl.	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%
Investitionen / Abschreibungen		56,3%	58,4%	64,0%	68,6%
Working Capital-Quote	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%
Net Debt (in Tsd.)	7.900,0	4.415,5	614,8	-2.895,8	-6.196,7
Net Debt komplett (in Tsd.)	6.800,0	3.315,5	-485,2	-3.995,8	-7.296,7

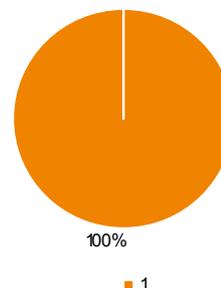
Kennziffern je Aktie					
Ergebnis je Aktie, verwässert	0,00	0,37	0,52	0,74	0,78
Cash Earnings je Aktie, verwässert	0,85	1,19	1,31	1,46	1,45
Dividende je StA	0,00	0,00	0,25	0,30	0,35
Cash je Aktie, verwässert	1,56	2,07	2,53	3,05	3,64
Net Debt je Aktie, verwässert	2,03	1,13	0,16	-0,74	-1,59

Bewertungskennzahlen					
Enterprise Value / Umsatz	0,2	0,3	0,3	0,2	0,2
Enterprise Value / EBITDA	4,5	4,0	3,1	2,4	2,0
Enterprise Value / EBIT	14,3	8,1	5,5	3,6	3,0
EV/Umsatz zu Umsatzwachstum		-0,07	-0,06	-0,05	-0,05
PEG-Ratio StA					

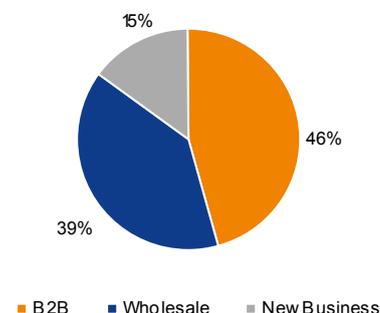
Geschäftsjahresende per 31.12.

Quelle: ecotel communication, DZ BANK Schätzung

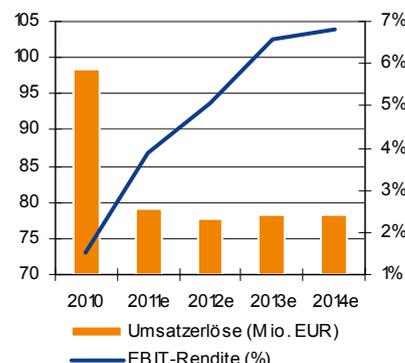
UMSATZ NACH REGIONEN 2010



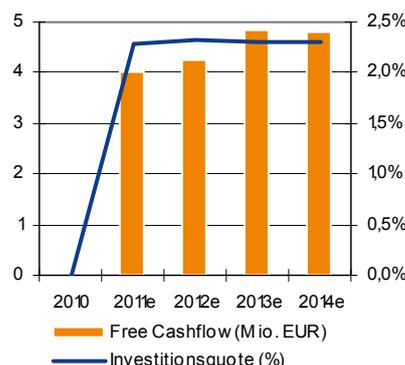
UMSATZ NACH GESCHÄFTSFELDERN 2010



UMSATZ- UND MARGENTWICKLUNG



FREE CASHFLOW UND INVESTITIONSQUOTE



¹⁾²⁾³⁾⁴⁾⁵⁾⁶⁾ Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die Disclaimer am Ende dieser Studie.

ÜBERSICHT

	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
GuV (Mio. EUR)						
Gesamtleistung	98,4	79,1	77,8	78,4	78,4	78,4
Materialkosten	-75,4	-55,4	-54,6	-54,8	-54,8	-54,8
Personalkosten	-9,4	-9,2	-9,0	-8,8	-8,8	-8,8
Sonst. betr. Erträge/Aufwendungen	-8,7	-8,0	-7,2	-6,8	-6,8	-6,8
EBITDA	4,9	6,5	7,0	8,0	8,0	8,0
Betriebsergebnis (EBIT)	1,5	2,9	3,9	5,2	5,4	5,5
Finanzergebnis	-0,8	-0,4	-0,3	-0,2	-0,1	-0,1
Ertragsteuern (fortgeführt)	-0,4	-0,7	-1,1	-1,5	-1,6	-1,6
Ergebnis nach Ertragsteuern (fortgeführt)	0,3	1,7	2,5	3,5	3,6	3,8
Ergebnis nach Ertragsteuern	0,3	1,7	2,5	3,5	3,6	3,8
Ergebnis nach Anteilen Dritter	0,0	1,2	2,0	2,9	3,0	3,2
GuV-Kennzahlen						
EBITDA-Rendite	4,9%	8,0%	9,0%	10,2%	10,2%	10,2%
EBIT-Rendite	1,5%	3,9%	5,0%	6,6%	6,8%	7,0%
Steuerquote	57,1%	30,3%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Nettorendite	0,3%	2,4%	3,2%	4,4%	4,7%	4,9%
Investitionsquote	0,0%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%
Dschn. Umsatzwachstum nächste 5 J.	-4,4%					
Dschn. Ergebniswachstum nächste 5 J.						
Bilanzkennzahlen						
Eigenkapitalquote	41,2%	47,3%	52,4%	56,4%	59,8%	62,3%
Anlagendeckungsgrad	96,7%	110,3%	126,6%	143,0%	159,4%	175,5%
Liquidität (Quick Ratio)	95,6%	114,0%	139,8%	167,9%	197,3%	224,8%
Forderungen / Gesamtl.	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%
Investitionen / Abschreibungen		56,3%	58,4%	64,0%	68,6%	73,5%
Working Capital-Quote	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%
Kapitalflussrechnung (Mio. EUR)						
CF betrieblich fortgeführt	0,0	5,7	5,9	6,5	6,4	6,3
CF betrieblich nicht fortgeführt	0,0					
CF Investitionen fortgeführt	0,0	-1,7	-1,7	-1,7	-1,6	-1,6
CF Investitionen nicht fortgeführt	0,0					
Free CF fortgeführt	0,0	4,0	4,2	4,8	4,8	4,7
Free CF nicht fortgeführt	0,0					
CF Finanzierung fortgeführt	0,0	-2,0	-2,4	-2,8	-2,5	-2,2
CF Finanzierung nicht fortgeführt	0,0					
Veränderung der liquiden Mittel	0,0	2,0	1,8	2,0	2,3	2,6
Kapitalrentabilitäts-Kennzahlen						
Eigenkapitalrendite (ROE)	1,5%	8,8%	10,4%	12,9%	12,4%	12,0%
Betriebskapitalrendite (ROCE)	5,9%	13,1%	17,5%	24,2%	26,1%	27,8%
Kennziffern je Aktie (EUR)						
Ergebnis je Aktie, verwässert	0,00	0,37	0,52	0,74	0,78	0,82
Cash Earnings je Aktie, verwässert	0,85	1,19	1,31	1,46	1,45	1,45
Net Debt je Aktie, verwässert	2,03	1,13	0,16	-0,74	-1,59	-2,38
Bewertungskennzahlen						
Enterprise Value / Umsatz	0,2	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2
Enterprise Value / EBITDA	4,5	4,0	3,1	2,4	2,0	1,7
Enterprise Value / EBIT	14,3	8,1	5,5	3,6	3,0	2,5

	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
KGV StA		13,7	9,6	6,8	6,4	6,1

Quelle: ecotel communication und DZ BANK
Schätzung

RESEARCH-TEAM TELEKOMMUNIKATION

Christoph Bast		+49 – (0)69 – 74 47 – 36 33	christoph.bast@dzbank.de
Marcus Pratsch		+49 – (0)69 – 74 47 – 15 82	Marcus.Pratsch@dzbank.de
Joeri Sels		+49 – (0)69 – 74 47 – 62 45	joeri.sels@dzbank.de

SALES INSTITUTIONELLE

Deutschland, Benelux, Skandinavien, Schweiz, Österreich, UK	Sandra Münstermann	+49 – (0)69 – 74 47 – 49 90	sandra.muenstermann@dzbank.de
--	--------------------	-----------------------------	-------------------------------

Equity Sales

Deutschland	Kai Böckel	+49 – (0)69 – 74 47 – 12 28	kai.boeckel@dzbank.de
Benelux, Skandinavien	Heiko Klebing	+49 – (0)69 – 74 47 – 49 95	heiko.klebing@dzbank.de
Schweiz	Petra Bukan	+49 – (0)69 – 74 47 – 4992	petra.bukan@dzbank.de
Österreich	Thomas Reichelt	+49 – (0)69 – 74 47 – 6709	thomas.reichelt@dzbank.de
UK	Jonathan Cox Lars Wohlers	+44 - 20 - 7776 – 6075 +49 – (0)69 – 74 47 – 68 34	jonathan.cox@dzbank.de lars.wohlers@dzbank.de

Sales Trading

Sales Trading	Sacha Kaiser	+49 – (0)69 – 74 47 – 4 28 28	sacha.kaiser@dzbank.de
---------------	--------------	-------------------------------	------------------------

DERIVATIVES SALES

Derivatives Sales	Michael Menrad	+49 – (0)69 – 74 47 – 9 91 95	michael.menrad@dzbank.de
-------------------	----------------	-------------------------------	--------------------------

ZUGANG ZU DZ RESEARCH (KONTAKT ANJA.BECK@DZBANK.DE)

Bloomberg	DZAG <GO>
Reuters	"DZ Bank" & RCH <NEWS>

ANSPRECHPARTNER DEPOT A

Depot A Sales Aktien/Rohstoffe	Sven Köhler	+49 – (0)69 – 74 47 – 78 71	sven.koehler@dzbank.de
--------------------------------	-------------	-----------------------------	------------------------

ANSPRECHPARTNER SALES RETAIL

Sales Drittmarkt (In- und Ausland)	Markus Reitmeier	+49 – (0)69 – 74 47 – 4 23 67	markus.reitmeier@dzbank.de
------------------------------------	------------------	-------------------------------	----------------------------

IMPRESSUM

Herausgeber: DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Platz der Republik, 60265 Frankfurt am Main
 Vorstand: Wolfgang Kirsch (Vorsitzender), Lars Hille, Wolfgang Köhler, Hans-Theo Macke, Albrecht Merz, Thomas Ullrich, Frank Westhoff
 Verantwortlich: Stefan Bielmeier, Leiter Research und Volkswirtschaft
 © DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main 2011
 Nachdruck und Vervielfältigung nur mit Genehmigung der DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main

ZEITLICHE BEDINGUNGEN VORGESEHENER AKTUALISIERUNGEN (AKTIEN) UND ZEITLICHE ANGABEN ZU KURSEN/PREISEN

Die DZ BANK führt eine Liste der Unternehmen, für die unternehmensbezogene Finanzanalysen ("Masterliste") veröffentlicht werden. Zu allen Unternehmen auf der Masterliste werden kursrelevante Ereignisse kommentiert. Ob und warum solche Veröffentlichungen vorgenommen werden, liegt allein im Ermessen der DZ BANK. Darüber hinaus werden für Werte auf der Masterliste umfangreiche Analysen verfasst. Für welche Unternehmen solche Veröffentlichungen vorgenommen werden, liegt allein im Ermessen der DZ BANK. Zur Einhaltung der Vorschriften des Wertpapierhandelsgesetzes kann es jederzeit vorkommen, dass für einzelne auf der Masterliste aufgeführte Unternehmen die Veröffentlichung von Finanzanalysen ohne Vorankündigung gesperrt wird. Die Aktienkurse sind Datastream entnommen auf Basis der angegeb. Datastream-Kürzel; es sind Schlusskurse gemäß Datastream-Systematik.

ZUSTÄNDIGE AUFSICHTSBEHÖRDE

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt am Main, Germany

VERANTWORTLICHES UNTERNEHMEN

DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Platz der Republik, 60265 Frankfurt am Main, Germany

VERGÜTUNG DER ANALYSTEN

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 DZ BANK basiert, welche Erträge aus dem Investment Banking-Geschäft und anderen Geschäftsbereichen des Unternehmens einschließt. Die Analysten der DZ BANK und deren Haushaltsmitglieder sowie Personen, die den Analysten Bericht erstatten, dürfen grundsätzlich kein finanzielles Interesse an Finanzinstrumenten von Unternehmen haben, die vom Analysten gecovert werden.

DIE NACHFOLGENDEN ERLÄUTERUNGEN (1-6) BEZIEHEN SICH AUF DIE ANGEgebenEN HOCHZIFFERN IN DER FINANZANALYSE.

Die DZ 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.
- 5) halten Aktien des analysierten Emittenten im Handelsbestand.
- 6) haben mit den Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse getroffen.

Weitere Informationen und Pflichtangaben zu Finanzanalysen finden Sie unter www.dzbank.de

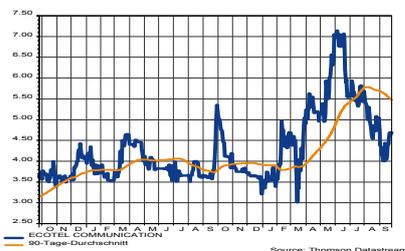
DISCLAIMER

1. a) Dieses Dokument wurde von der DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main, Deutschland ("DZ BANK") erstellt und von der DZ BANK für die Verteilung in Deutschland und solchen Orten, die nachstehend genannt sind, genehmigt. Die Analysten, die dieses Dokument verfasst haben, sind bei der DZ BANK angestellt.
 b) Unsere Empfehlungen stellen keine Anlageberatung dar und können deshalb je nach den speziellen Anlagezielen, dem Anlagehorizont oder der individuellen Vermögenslage für einzelne Anleger nicht oder nur bedingt geeignet sein. Die in diesem Dokument enthaltenen Empfehlungen und Meinungen geben die nach besten Kräften erstellte Beurteilung der DZ BANK zum Zeitpunkt der Erstellung des Dokuments wieder und können aufgrund künftiger Ereignisse oder Entwicklungen ohne Vorankündigung geändert werden. Dieses Dokument darf in allen Ländern nur in Einklang mit dem jeweils dort geltenden Recht verteilt werden, und Personen, die in den Besitz dieses Dokuments gelangen, sollten sich über die dort geltenden Rechtsvorschriften informieren und diese befolgen. Dieses Dokument stellt eine unabhängige Bewertung der entsprechenden Emittentin beziehungsweise Wertpapiere durch die DZ BANK dar und alle hierin enthaltenen Bewertungen, Meinungen oder Erklärungen sind diejenigen des Verfassers des Dokuments und stimmen nicht notwendigerweise mit denen der Emittentin oder dritter Parteien überein.
 c) Dieses Dokument wurde Ihnen lediglich zu Informationszwecken übergeben und darf weder ganz noch teilweise vervielfältigt, an andere Personen weiter verteilt oder veröffentlicht werden.
 d) Die DZ BANK hat die Informationen, auf die sich das Dokument stützt, aus Quellen übernommen, die sie als zuverlässig einschätzt, hat aber nicht alle diese Informationen selbst nachgeprüft. Dementsprechend geben die DZ BANK, DZ Financial Markets LLC und/oder ihre jeweiligen Tochtergesellschaften keine Gewährleistungen oder Zusicherungen hinsichtlich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen oder Meinungen ab. Des Weiteren übernimmt die DZ BANK keine Haftung für Verluste, die durch die Verteilung und/oder Verwendung dieses Dokuments verursacht und/oder mit der Verwendung dieses Dokuments im Zusammenhang stehen.
 Eine Entscheidung bezüglich einer Wertpapieranlage sollte auf der Grundlage unabhängiger Investmentanalysen und Verfahren sowie anderer Studien, einschließlich, jedoch nicht beschränkt auf, Informationsmemoranden, Verkaufs- oder Emissionsprospekte erfolgen und nicht auf der Grundlage dieses Dokuments. Obgleich die DZ BANK Hyperlinks zu Internet-Seiten von in dieser Studie erwähnten Unternehmen angeben kann, bedeutet die Einbeziehung eines Links nicht, dass die DZ BANK sämtliche Daten auf der verlinkten Seite bzw. Daten, auf welche von dieser Seite aus zugegriffen werden kann, bestätigt, empfiehlt oder genehmigt. Die DZ BANK übernimmt weder eine Haftung für solche Daten noch für irgendwelche Konsequenzen, die aus der Verwendung dieser Daten entstehen.
 e) Dieses Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Erwerb von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten dar und darf auch nicht dahingehend ausgelegt werden. Die Informationen in diesem Dokument stellen keine Anlageberatung dar. Mit der Ausarbeitung dieses Dokuments wird die DZ BANK gegenüber keiner Person als Anlageberater oder als Portfolioverwalter tätig.
 f) Die DZ BANK ist berechtigt, Investment Banking- und sonstige Geschäftsbeziehungen zu dem/den Unternehmen zu unterhalten, die Gegenstand dieser Studie sind. Die Research-Analysten der DZ BANK liefern ebenfalls wichtigen Input für Investment Banking- und andere Verfahren zur Auswahl von Unternehmen. Anleger sollten davon ausgehen, dass die DZ BANK, DZ Financial Markets LLC 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. DZ BANK, DZ Financial Markets LLC und/oder deren jeweilige Tochtergesellschaften sowie deren Mitarbeiter halten möglicherweise Positionen in diesen Wertpapieren oder tätigen Geschäfte mit diesen Wertpapieren.
 g) 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 DZ BANK basiert, welche Erträge aus dem Investment Banking-Geschäft und anderen Geschäftsbereichen des Unternehmens einschließt. Die Analysten der DZ BANK und deren Haushaltsmitglieder sowie Personen, die den Analysten Bericht erstatten, dürfen grundsätzlich kein finanzielles Interesse an Wertpapieren oder Futures von Unternehmen haben, die vom Analysten gecovert werden.
 2. **Spezifische Angaben für die Vereinigten Staaten von Amerika und Kanada:**
 Dieses Research-Dokument wird US-amerikanischen Investoren durch die DZ BANK gemäß Vorschrift 15a-6 des *Securities and Exchange Act of 1934* zur Verfügung gestellt. Im Falle von Aktienresearch geschieht dies in Kooperation mit Auerbach

Grayson and Company, Inc., ein in den USA registrierter Broker-Dealer („Auerbach“). Die Verteilung an US Investoren erfolgt entweder durch Auerbach, entsprechend der Vorschriften der „Financial Industry Regulatory Authority“ der USA oder direkt durch die DZ BANK an große institutionelle Investoren entsprechend der Definition in Vorschrift 15a-6. Im Falle einer direkten Verteilung durch die DZ BANK ist es ausschließlich dazu bestimmt, von diesen gelesen zu werden. Jeder Auftrag zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren, die in diesem Dokument analysiert werden, muss bei Auerbach platziert werden. Sie erreichen Auerbach in der 25 West 45th Street, New York, NY 10036, 212-557-4444. Dieses Dokument wurde außerhalb der Vereinigten Staaten von Analysten verfasst, für die möglicherweise keine Vorschriften über die Erstellung von Analysen und die Unabhängigkeit von Research-Analysten gelten, die den Vorschriften entsprechen, die in den Vereinigten Staaten gelten. Die in diesem Dokument enthaltenen Meinungen, Schätzungen und Prognosen sind diejenigen der DZ BANK zum Zeitpunkt der Erstellung des Dokuments und können ohne Mitteilung geändert werden. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen wurden von der DZ BANK aus Quellen zusammengestellt, die als zuverlässig eingeschätzt wurden; es übernimmt jedoch weder die DZ BANK noch ihre Tochtergesellschaften noch irgendeine andere Person ausdrücklich oder stillschweigend irgendwelche Garantien oder Gewährleistungen bezüglich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit dieses Dokuments. Im Anwendungsbereich der bundesrechtlichen Rechtsvorschriften der Vereinigten Staaten von Amerika (USA) oder dem Recht der Einzelstaaten der USA geht der vorstehende Garantie-, Haftungs- und Gewährleistungsausschluss der Klausel zum Haftungsausschluss oben in Ziffer 1 d) vor. Die in diesem Dokument analysierten Wertpapiere/ADRS sind entweder an einer US-amerikanischen Börse notiert bzw. werden am US-amerikanischen Over-the-Counter-Markt oder ausschließlich am Devisenmarkt gehandelt. Diejenigen Wertpapiere, die nicht in den USA registriert sind, dürfen nicht innerhalb der USA oder US-amerikanischen Personen angeboten oder innerhalb der USA oder an US-amerikanische Personen verkauft werden (im Sinne von Regulation S und gemäß Securities Act of 1933 (das „Wertpapiergesetz“), es sei denn, es liegt eine Ausnahme entsprechend des Wertpapiergesetzes vor. Dieses Dokument stellt weder ein Angebot zum Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers im Sinne von Abschnitt 5 des Wertpapiergesetzes dar und weder dieses Dokument noch irgendwelche darin enthaltenen Bestandteile bilden die Grundlage irgendeines Vertrages oder anderweitigen Verpflichtung irgendeiner Art. Darüber hinaus ist es nicht zulässig, sich im Zusammenhang mit irgendeinem Vertrag oder einer anderweitigen Verpflichtung auf dieses Dokument oder irgendwelche darin enthaltenen Bestandteile zu stützen. In Kanada darf dieses Dokument nur an die dort gebietsansässigen Personen verteilt werden, die, befreit von der Prospektpflicht gemäß den im jeweiligen Territorium bzw. der jeweiligen Provinz geltenden wertpapierrechtlichen Bestimmungen, berechtigt sind, Abschlüsse im Zusammenhang mit den hierin beschriebenen Wertpapieren zu tätigen.

3.a) **Spezifische Angaben für Großbritannien:** Die DZ BANK unterliegt hinsichtlich ihrer Verhaltens- und Organisationspflichten der Aufsicht durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. Soweit allerdings dieses Dokument in Großbritannien verteilt wird, darf es nur an berechnete Gegenparteien (*Eligible Counterparties*) und professionelle Kunden (*Professional Clients*) entsprechend der Definition dieser Begriffe in den FSA (Financial Services Authority) Regularien verteilt und an diese gerichtet sein (diese Personen werden folgend als „relevante Personen“ bezeichnet). Keine anderen als die relevanten Personen sollen auf der Grundlage dieses Dokuments handeln oder darauf vertrauen. Jede Investitionen oder Investmentaktivität, auf die sich dieses Dokument bezieht, steht nur relevanten Personen zur Verfügung und nur relevante Personen können diese Investitionen tätigen.

- b) Die DZ BANK, DZ Financial Markets LLC und/oder ihre jeweiligen Tochtergesellschaften schließen ausdrücklich alle Bedingungen, Garantien, Gewährleistungen und Bestimmungen (gleich, ob sie auf Gesetz, *Common Law* oder auf anderer Grundlage beruhen) jeglicher Art aus, gleichgültig, ob sie sich auf die Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit dieser Information oder der in diesem Dokument vertretenen Meinungen oder Sonstiges beziehen. Ferner übernimmt die DZ BANK keinerlei Haftung für direkte oder indirekte Schäden oder Verluste jeglicher Art, gleichgültig, ob sie aus einer Vertragsverletzung, unerlaubter Handlung (inklusive Fahrlässigkeit), Verletzung einer gesetzlichen Pflicht, Freistellung oder sonstigen Tatbeständen herrühren, welche durch die Veröffentlichung und/oder Nutzung dieses Dokuments entstanden sind. Mit keiner Angabe in diesem Disclaimer ist beabsichtigt, die Haftung für (i) Betrug, (ii) den Tod oder körperliche Verletzungen aufgrund von Fahrlässigkeit, (iii) Verletzung von Bedingungen mit Bezug auf Ansprüche gemäß Abschnitt 2 *Sale of Goods Act 1979* und/oder Abschnitt 2 *Supply of Goods and Services Act 1982*, oder (iv) in Bezug auf Tatbestände, bei denen die Haftung kraft Gesetzes nicht begrenzt oder aufgehoben werden darf, ganz oder teilweise auszuschließen. Im Anwendungsbereich der in England geltenden Rechtsvorschriften geht diese Ziffer 3 b) den Bestimmungen zum Haftungsausschluss oben in Ziffer 1d) vor.
- 4. **Spezifische Angaben für Italien:** Dieses Dokument darf in Italien nur an Personen weitergeleitet werden, die in Artikel 2 (1) (e) der Richtlinie 2003/71/EG definiert sind („Qualifizierte Anleger“). Andere Personen als Qualifizierte Anleger sollten die Informationen in diesem Dokument weder lesen, noch danach handeln oder sich darauf verlassen. Jegliche Handlungen, die in diesem Dokument genannt werden, werden nur mit oder für Qualifizierte Anleger vorgenommen.
- 5.a) **Hinweis:** Sämtliche Fair Value-Werte / 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 DZ BANK bzw. sonstiger Quellen, auf welche sich die DZ BANK in diesem Dokument stützt, auswirkt, möglicherweise nicht erreicht werden.
- b) Die DZ BANK ist ebenfalls berechtigt, während des Analysezeitraums eine andere Studie über das Unternehmen zu veröffentlichen, in der kein Fair Value-Wert / Kursziel angegeben wird, sondern Bewertungsprobleme erörtert werden. Die angegebenen Fair Value-Werte / 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.
- c) Die DZ BANK trifft keine Pflicht zur Aktualisierung des Research Reports. Anleger müssen sich selbst über den laufenden Geschäftsgang und etwaige Veränderungen im laufenden Geschäftsgang der Emittentin informieren.
- d) Indem Sie dieses Dokument nutzen oder sich gleich in welcher Weise darauf verlassen, akzeptieren Sie die vorstehenden Beschränkungen als für Sie verbindlich. Zusätzliche Informationen über den Inhalt dieser Studie erhalten Sie auf Anfrage.
- e) Sollte sich eine Bestimmung dieses Disclaimers unter dem jeweils anwendbaren Recht als rechtswidrig, unwirksam oder nicht durchsetzbar herausstellen, ist die betreffende Bestimmung so zu behandeln, als wäre sie nicht Bestandteil dieses Disclaimers; in keinem Fall berührt sie die Rechtmäßigkeit, Wirksamkeit oder Durchsetzbarkeit der übrigen Bestimmungen.



RATING-HISTORIE

Empfehlung	Datum	Kurs
Kaufen	28.9.2011	5,00 EUR

1)2)3)4)5)6) Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die Disclaimer am Ende dieser Studie.