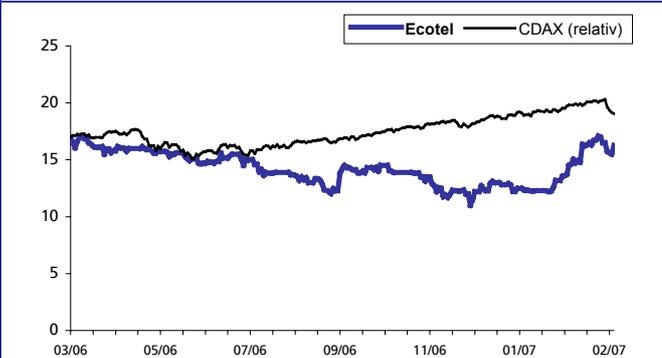


Kaufen Risiko: **Kursziel: EUR 23,80**
(alt: Kaufen) hoch

Noch deutlich unterbewertet!

Bloomberg: E4C GY Kurs: EUR 16,26
Reuters: E4CG.DE CDAX: 587,79
ISIN: DE0005854343
Internet: www.ecotel.de
Segment: Freiverkehr
Branche: Telekommunikationsdienstleistungen



Kursdaten: Bloomberg 02.03.2007 / Schlusskurs

Kurs Hoch / Tief 52 Wochen: EUR 17,50 / EUR 11,00
Marktkapitalisierung: EUR 56,91 Mio.
Aktienzahl: 3,5 Mio.

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

Termine: Geschäftsbericht 2006 April 2007
Quartalsbericht Q1/2007 Mai 2007
Hauptversammlung Juni 2007

Analyse: SES Research

Veröffentlichung: 05.03.2007
Jochen Reichert (Analyst) +49-(0)40 309537-13

Institutionelle Kundenbetreuung: M.M.Warburg & CO

Barbara C. Effler (Head of Equities) +49-(0)40 3282-2636

Institutional Equity Sales

Christian Alisch +49-(0)40 3282-2667
Matthias Fritsch +49-(0)40 3282-2696
Dr. James F. Jackson +49-(0)40 3282-2664
Oliver Jürgens +49-(0)40 3282-2666
Marina Konzog +49-(0)40 3282-2669
Dirk Rosenfelder +49-(0)40 3282-2692
Marco Schumann +49-(0)40 3282-2665
Andreas Wessel +49-(0)40 3282-2663

Sales Trading

Oliver Merckel +49-(0)40 3282-2634
Thekla Struve +49-(0)40 3282-2668
Gudrun Bolsen +49-(0)40 3282-2679
Niils Carstens +49-(0)40 3282-2701

Sales Assistance

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

Ecotel veröffentlichte am 02.03.2007 die vorläufigen Zahlen für das abgelaufene Geschäftsjahr 2006. Der Umsatz konnte um 77% auf EUR 61,4 Mio. (SES e: EUR 63,5 Mio.) und das EBIT um 105% auf EUR 4,5 Mio. (SES e: EUR 4,5 Mio.) gesteigert werden. Die Zahlen lagen damit im Rahmen unserer Erwartungen. Dabei ist allerdings zu beachten, dass die in 2006 akquirierte DSLCOMP zum Umsatz knapp EUR 12 Mio. beigetragen haben dürfte.

Gleichzeitig gab der Vorstand eine Guidance für das laufende Geschäftsjahr 2007. Für dieses wird ein Umsatz von mehr als EUR 100 Mio. (SES e: EUR 108 Mio.) sowie ein EBIT von mehr als EUR 10 Mio. (SES e: EUR 10,8 Mio.) erwartet. Am 05.02.2007 gab ecotel bekannt, für EUR 18,5 Mio. das B2B-Geschäft von Tiscali (Tiscali Nacamar GmbH) erworben zu haben. Neben der Veröffentlichung der vorläufigen Geschäftszahlen 2006 gab ecotel am Freitag bekannt, dass die Übertragung der Geschäftsanteile an der Tiscali Nacamar GmbH erfolgreich vollzogen wurde. Wir gehen davon aus, dass Nacamar in 2007 knapp EUR 23 Mio. zum Umsatz der ecotel-Gruppe beitragen wird.

Der Netzbetreiber ecotel vermarktet integrierte TK- und Internet-Lösungen für Geschäftskunden. Im Bereich kleine und mittelständische Unternehmen (Unternehmen mit einem durchschnittlichen jährlichen TK-Budget von weniger als EUR 15 Tsd.) verfügt ecotel derzeit über knapp 45 Tsd. Kundenverträge mit einem durchschnittlichen Umsatz pro Kundenauftrag von knapp EUR 980 in 2006. Bisher wurden die Kunden hauptsächlich mit Sprachlösungen bedient. Durch Erweiterung der Wertschöpfungskette um Internetzugang-, Mobilfunk- und VoIP-Lösungen erwarten wir einen Anstieg des Umsatzes pro Kundenauftrag auf EUR 1.600 bis 2008e.

Die vor knapp einem Monat erworbene Nacamar ist auf das Lösungs- und Projektgeschäft mit Großkunden spezialisiert. Das Unternehmen hat mehr als 1.200 Geschäftskunden und gehört zu den führenden Anbietern von Streaming-Produkten (IP-TV, etc.).

Relevanten Newsflow erwarten wir bereits im laufenden Monat März. Mit Vorlage des Jahresabschlusses 2006 stellt ecotel die Rechnungslegung auf IFRS um. Dies erhöht die Transparenz und schafft die Grundlage für den anstehenden Segmentwechsel in den Prime Standard der Deutschen Börse. Des Weiteren endet im laufenden Monat die Lock-up der Altaktionäre (knapp 70% der Aktien).

Auf Basis unserer Prognosen ist ecotel mit einem KGV 07e von 9,8 und 08e von 6,9 bewertet. Unser DCF-Kursziel lautet EUR 23,80. Wir empfehlen die Aktie weiter zum Kauf.

Geschäftsjahresende	12/04	12/05	12/06e	12/07e	12/08e
Kennzahlen je Aktie in €, andere Angaben in Mio. €, Kurs: 16,26 €					
Umsatz	26,2	34,7	61,4	108,0	138,7
<i>Rohertagsmarge</i>	34,5%	33,2%	28,6%	32,7%	31,9%
EBITDA	1,6	2,5	5,3	12,2	16,2
<i>EBITDA-Marge</i>	6,2%	7,4%	8,6%	11,3%	11,7%
EBIT	1,4	2,2	4,5	10,4	14,3
<i>EBIT-Marge</i>	5,4%	6,3%	7,3%	9,7%	10,3%
Nettoergebnis	0,3	1,0	-5,4	5,9	8,2
Ergebnis je Aktie	0,11	0,40	-1,53	1,68	2,35
Cash-Flow je Aktie	-0,24	-0,34	-2,23	-4,34	2,11
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>Dividendenrendite</i>	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Umsatz	1,83	1,39	0,78	0,45	0,35
EV/EBITDA	29,57	18,86	9,15	3,93	2,97
EV/EBIT	33,69	21,87	10,68	4,61	3,37
KGV	147,82	40,65	n.m.	9,68	6,92
ROCE	-417,2%	878,9%	199,6%	44,7%	58,9%
Adj. Free Cash Flow Yield	-1,7%	-2,5%	-16,2%	-31,6%	15,4%

Kennzahlen (ecotel)

GuV (in Mio. €)	2005	2006e	2007e	2008e
Umsatz	34,7	61,4	108,0	138,7
Gesamtleistung	34,7	61,4	108,0	138,7
Materialaufwand	23,1	43,9	72,7	94,4
Rohertrag	11,5	17,5	35,3	44,3
Personalkosten	3,9	5,2	13,5	14,5
Sonstiger betrieblicher Aufwand	5,2	7,1	11,7	15,6
EBITDA	2,5	5,3	12,2	16,2
Abschreibungen	0,4	0,8	1,8	1,9
- davon Goodwill-Abschreibungen	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	2,2	4,5	10,4	14,3
Finanzergebnis	0,0	0,2	-0,8	-0,8
Außerordentliches Ergebnis	-0,5	-8,9	0,0	0,0
EBT	1,6	-4,3	9,6	13,5
Steuern	0,6	1,1	3,8	5,3
Nettoergebnis vor Minoritäten	1,0	-5,4	5,9	8,2
Nettoergebnis	1,0	-5,4	5,9	8,2
Ausschüttung	0,0	0,0	0,0	0,0

Cash-Flow	2005	2006e	2007e	2008e
Operativer Cash-Flow	1,4	-4,6	7,7	10,1
Free-Cash-Flow	-0,9	-7,8	-15,2	7,4
Investitionen	1,4	3,0	20,5	2,0

Bilanz (Mio. €)	2005	2006e	2007e	2008e
Sachanlagen	1,1	2,8	6,3	6,8
Immat. Vermögen	0,3	0,3	15,4	15,1
Net Working Capital	-1,1	-0,8	1,6	2,4
Umlaufvermögen	6,4	18,3	24,1	35,9
Liquide Mittel	1,4	9,8	9,1	16,5
Eigenkapital	2,7	11,4	17,3	25,5
Rückstellungen	0,1	0,2	0,2	0,3
Finanzverbindlichkeiten	0,0	0,0	14,5	14,5
Nettoliiquidität	1,4	9,8	-5,4	2,0
Bilanzsumme	8,5	22,8	47,3	59,3

Rechnungslegung	HGB	HGB	HGB	HGB
Geschäftsjahresende	31.12.2005	31.12.2006	31.12.2007	31.12.2008

Wachstumsraten	2005	2006e	2007e	2008e
Umsatz	32,1%	77,2%	75,9%	28,5%
EBITDA	56,8%	106,0%	133,0%	32,4%
EBIT	54,0%	104,8%	131,7%	37,0%
EBT	339,2%	n.m.	n.m.	40,0%
Nettoergebnis	251,3%	n.m.	n.m.	40,0%
Dividende	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

Kostenintensitäten	2005	2006e	2007e	2008e
Materialaufwand / Umsatz	66,8%	71,4%	67,3%	68,1%
Personalaufwand / Umsatz	11,2%	8,5%	12,5%	10,5%

Umsaufteilung	2005	2006e	2007e	2008e
Geschäftskunden	32	44	80	101
Wiederverkäufer	3	19	28	38

Kursdaten	2005	2006e	2007e	2008e
Kurs (€)				16,26
Marktkap. (Mio. €)				57
Enterprise Value (Mio. €)				48

Aktienkennzahlen	2005	2006e	2007e	2008e
Ergebnis je Aktie (€)	0,40	-1,53	1,68	2,35
Umsatz je Aktie (€)	13,51	17,54	30,85	39,64
Free-Cash-Flow je Aktie (€)	-0,34	-2,23	-4,34	2,11
Dividende je Aktie (€)	0,00	0,00	0,00	0,00

Bewertungskennzahlen	2005	2006e	2007e	2008e
KGV	40,29	neg.	9,69	6,92
KUV	1,20	0,93	0,53	0,41
EV/SALES	1,39	0,78	0,45	0,35
EV/EBITDA	18,86	9,15	3,93	2,97
EV/EBIT	21,87	10,68	4,61	3,37
KBV	21,24	4,98	3,29	2,23
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

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

Rentabilität	2005	2006e	2007e	2008e
EBITDA / Umsatz	7,4%	8,6%	11,3%	11,7%
EBIT / Umsatz	6,3%	7,3%	9,7%	10,3%
EBT / Umsatz	4,7%	-6,9%	8,9%	9,7%
Nettoergebnis / Umsatz	3,0%	-8,7%	5,4%	5,9%
EK-Rendite	38,6%	-47,0%	34,0%	32,2%
GK-Rendite	12,2%	-23,5%	14,5%	15,5%
ROCE	878,9%	199,6%	44,7%	58,9%

Unternehmensprofil

ecotel ist ein Anbieter von integrierten TK- und Datenlösungen (Sprachlösungen, Access, Mobilfunk, VOIP, etc.) mit Fokus auf kleine und mittelständische Unternehmen in Deutschland. Kernpunkte der Strategie sind die Positionierung als virtueller Netzbetreiber (Netzunabhängigkeit), eigene Vermittlungstechnik und Billing-System, Großhändler von Telefonminuten zur Erzielung von Einkaufsvorteilen sowie die Erweiterung der Wertschöpfungskette. Diese bildet gleichzeitig die Grundlage der Wachstumsstrategie, die darauf beruht, den Umsatz pro Kundenauftrag von 980 € in 2006e auf 1.600 € in 2008e zu erhöhen.

Management

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

Aktionäre

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

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

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