



Independent Research

Unabhängige Finanzmarktanalyse GmbH

Investment Research



Marktsegment: Freiverkehr/Entry Standard
Branche: Informationstechnologie/Telekommunikation

Initial Public Offering - Studie

3. März 2006

Bitte lesen Sie den Hinweis zur Erstellung dieses Dokumentes, die Haftungserklärung, die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die Pflichtangaben zu § 34b Wertpapierhandelsgesetz am Ende dieses Dokumentes. Diese Finanzanalyse im Sinne des § 34b WpHG ist nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die im Zusammenhang mit ihrem Handel, Beruf oder ihrer Beschäftigung übertragbare Finanzinstrumente auf Eigenrechnung oder auf Rechnung anderer erwerben oder verkaufen.

Inhaltsverzeichnis

	Seite
1. Zusammenfassung	3
2. Swot-Analyse	4
3. Unternehmensprofil	6
4. Das öffentliche Angebot	9
5. Geschäftsbereiche und Leistungsangebote	11
6. Markt und Marktumfeld	16
7. Strategische Perspektiven	23
8. Operative Entwicklung	25
9. Prognosen	26
10. Finanzierung	27
11. Bewertung	28
12. Fazit	29
ANHANG	31

ECOTEL AG ⁴⁾

Fair Value: 20,86 Euro

Ereignis:

Geplanter Börsengang

Einschätzung:

Fair Value: 20,86 Euro

IR	2	2	2
Rating	Wachstum	Investor Relations	Konstanz

Ersteller: Zafer Rüzgar (Analyst)

- ⇒ **Die ecotel AG ist ein netzunabhängiges Telekommunikationsunternehmen, das in den zwei sich ergänzenden Geschäftsbereichen Geschäftskundenlösungen und Wiederverkäuferlösungen tätig ist**
- ⇒ **Während im Bereich der Geschäftskundenlösungen das Unternehmen aus unserer Sicht über ein etabliertes Geschäftsmodell verfügt, steht der Bereich Wiederverkäuferlösungen am Anfang seiner Entwicklung. Zukünftig wird hier deutlich höheres Wachstumspotenzial erwartet als im Geschäftskundenbereich**
- ⇒ **Unabhängig von den Risiken sind wir für den Wert optimistisch eingestimmt, die Aussichten sehen wir insgesamt positiv und erwarten eine Fortsetzung der bisherigen guten operativen Entwicklung. Mögliche Akquisitionen mit Hilfe der Mittelzuflüsse aus dem Börsengang könnten den Trend zusätzlich beschleunigen**
- ⇒ **Auf Basis unserer Bewertung mit einem DCF-Modell errechnet sich bei einer post money-Betrachtung ein fairer Wert pro Aktie von 20,86 Euro**

ecotel AG							Telekommunikation
Land	DE		Geschäftsjahr 31.12.				Fairer Wert (in Euro): 20,86
Aktienanzahl (in Mio. Stk.)	3,5 (post-IPO)	2,565 (pre-IPO)	www.ecotel.de				
ISIN: DE0005854343	WKN: 585434	Börsenkürzel: E4C	RL: HGB				
Aktionäre (Pre-IPO):	Peter Zils (Vorstandsvorsitzender): 1.231.200 St. (48%); Asgard International Ltd.: 384.750 St. (15%); Tim Schulte Havermann: 641.250 St. (25%); GVA Grund- und Vermögensanlagen AG: 256.500 St. (10%); Nashon Business Inc.: 51.300 St. (2%)						Keine Indexmitgliedschaft
GJ	Umsatz	EBIT	EBT	JÜ	EpS	KGv*	EV/Umsatz 06e: 1,15
2003	18.480	509	517	516	-	-	EV/EBIT 06e: 17,79
2004	26.240	1.427	373	295	-	-	Div-Rendite 06e: -
2005	34.659	2.197	1.640	1.035	-	-	CAGR Umsatz 03-08e: 46,4%
2006e	63.300	4.103	2.605	1.372	0,39	53,2	CAGR JÜ 03-08e: 57,1%
2007e	99.300	5.761	5.763	4.033	1,15	18,1	
2008e	124.125	7.049	7.052	4.935	1,41	14,8	
Zahlen in Tsd. Euro, außer EpS (in Euro)							
* Auf Basis unseres fairen Wertes von 20,86 Euro je Aktie							
Quelle: Independent Research							

1)2)3)4) **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

STÄRKEN

- **Synergieeffekte innerhalb der Geschäftsbereiche; tiefe Wertschöpfungskette**
- **Starke Vertriebsstruktur und direkter Zugang zu KMUs über Verbundgruppen**
- **Management mit sehr guter Branchenkenntnis; gute Vernetzung innerhalb der Branche**
- **Flexible Struktur und kurze Entscheidungswege; anpassungsfähig an sich schnell verändernde Marktbedingungen**
- **Track Rekord hinsichtlich Wachstum und Profitabilität**

CHANCEN

- **Starkes Wachstum im Bereich Wiederverkäuferlösungen**
- **VoIP und IP-VPNs setzen sich immer mehr bei KMUs durch**
- **Carrier-Services und Non-Carrier-Services könnten das Wachstum zusätzlich massiv stimulieren**
- **Outsourcing-Bestrebungen von großen Telekommunikationsunternehmen**
- **Trend zu erhöhtem Kundenservice - Mehrwertdienste auf Vormarsch**
- **Hohes Potenzial im TK-Geschäftskundenmarkt für KMUs - Kundensegment wird von Großanbietern häufig vernachlässigt**
- **Ausweitung der Plattformen und neue Lösungen bspw. im Mobilfunk als zusätzliche Umsatz- und Ertragsquellen**

SCHWÄCHEN

- **Vergleichsweise geringe Unternehmensgröße**
- **Nationaler Anbieter im Geschäftskunden-Segment**
- **Gemessen am gesamten Wholesale-Markt sehr kleiner Marktanteil**
- **Fehlende Erfahrungen mit Übernahmen - Integrationsschwierigkeiten bei möglichen Übernahmen**

RISIKEN

- **Fragmentierter Markt mit vielen kleinen spezialisierten Anbietern**
- **Permanenter Markteintritt neuer Wettbewerber, bspw. VNO oder VoIP-Anbieter**
- **Intensiver und zunehmend verschärfter Wettbewerb mit Preisdruck**
- **Weitere Margenerosion im Bereich Wholesale nicht auszuschließen**
- **Rasanter technologischer Wandel - Investitionen in falsche Technologien möglich**
- **Höhere Wechselbereitschaft der Kunden im Wholesale-Geschäft**

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Das Unternehmensprofil

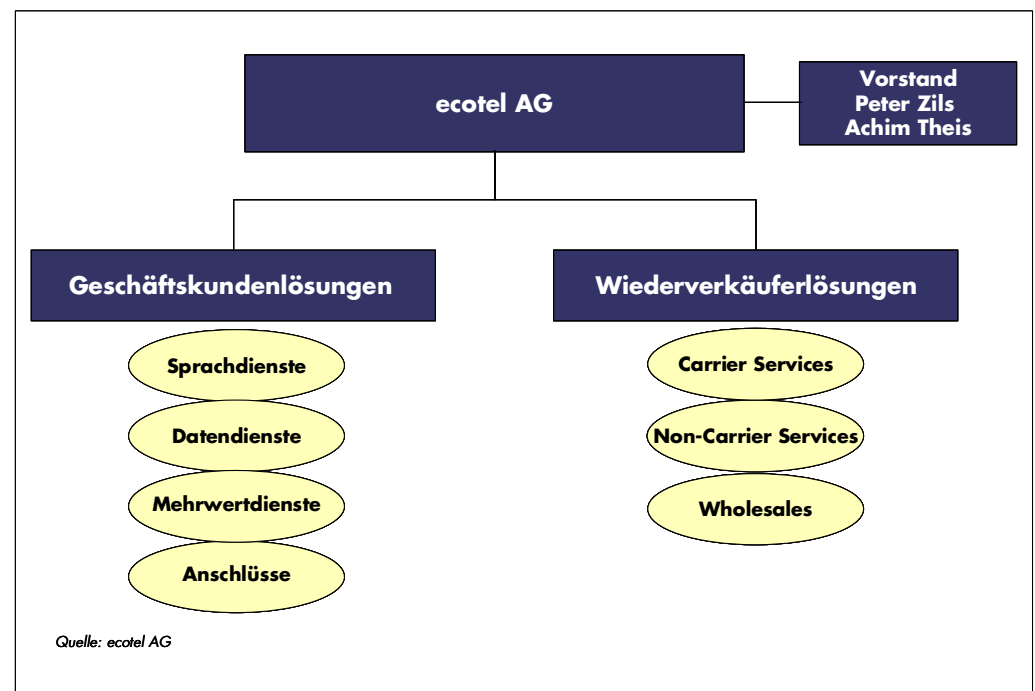
Netzunabhängiges Telekommunikationsunternehmen mit zwei sich ergänzenden Geschäftsbereichen

Die ecotel AG ist ein netzunabhängiges Telekommunikationsunternehmen, das in den zwei sich ergänzenden Geschäftsbereichen "Geschäftskundenlösungen" und "Wiederverkäuferlösungen" tätig ist. In ihrem Kernbereich "Geschäftskundenlösungen" (Umsatzanteil rund 92%) bietet die ecotel AG ein weitreichendes Produkt- und Leistungsspektrum rund um den Sprach- und Datenverkehr. Mit standardisierten und individuell gestalteten festnetzbasierten Telekommunikationslösungen richtet sich der Unternehmensfokus hierbei auf kleine und mittelständische Unternehmen (KMUs), die oft von den traditionellen Telekommunikationsanbietern vernachlässigt werden. Zu der Kundengruppe zählen u.a. Autohäuser, Einzelhandelsfachgeschäfte, Fachgroßhändler, Dienstleistungsunternehmen oder Selbständige. Zum 31. Dezember 2005 betreute die ecotel AG rund 26.300 mittelständische Geschäftskunden mit mehr als 31.400 laufenden Aufträgen für ca. 56.100 Anschlüsse.

Im Geschäftsfeld "Wiederverkäuferlösungen" bündelt ecotel sämtliche Angebote für Telekommunikationsunternehmen (Anschlüsse, technischer Support, Billing oder Ordermanagement) und branchenfremde Vermarkter von Telekommunikationsdiensten. Hierbei erhalten branchenfremde Vermarkter die Gelegenheit, über die technische Infrastruktur der ecotel ihren eigenen Kunden Telekommunikationsdienste im eigenen Namen anzubieten. Darüber hinaus ist das Unternehmen seit August 2005 im netzübergreifenden Handel mit Telefonminuten (Wholesale) tätig.

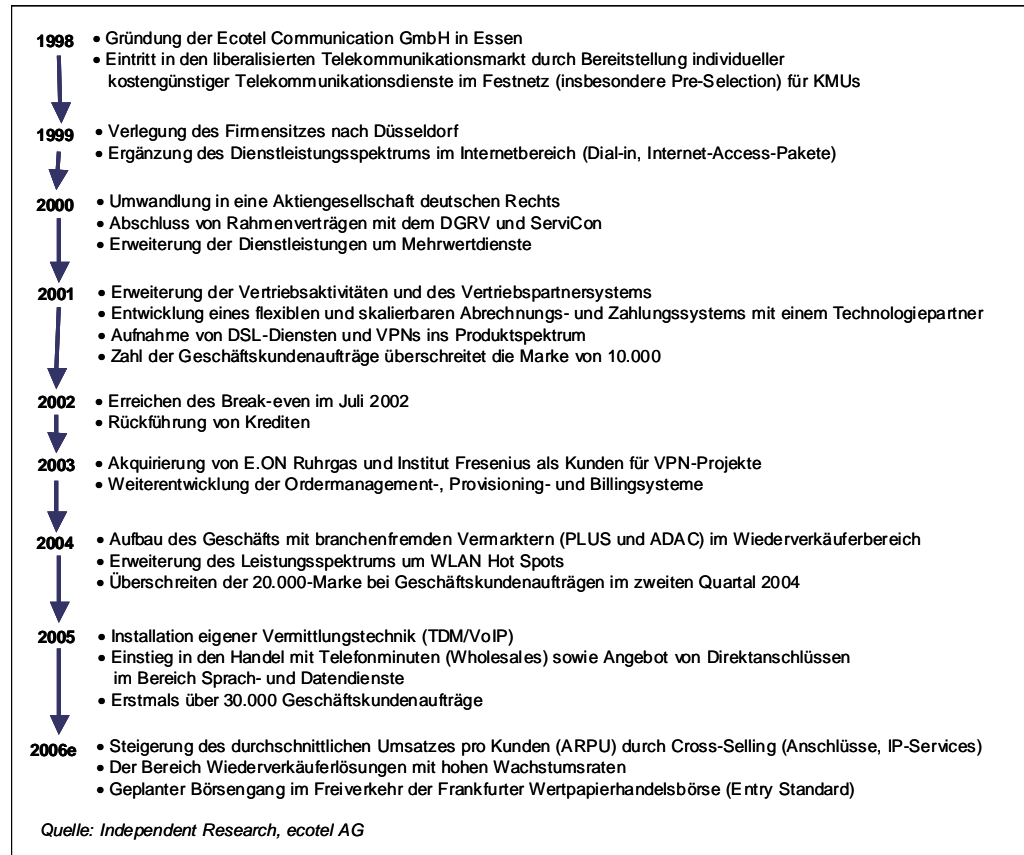
Die im Januar 1998 gegründete ecotel AG hat ihren Sitz in Düsseldorf. Derzeit beschäftigt das Unternehmen 100 Mitarbeiter an den Standorten Düsseldorf und München. In Frankfurt verfügt ecotel über einen Technikstandort (Vermittlungstechnik).

Abbildung 1



Die Geschichte der ecotel AG

Abbildung 2



Das Management-Team

Der Vorstand der ecotel AG besteht zur Zeit aus zwei Mitgliedern: Herrn Peter Zils und Herrn Achim Theis.

Der 1963 geborene **Peter Zils**, der im Januar 1998 die ecotel AG mitgründete, gehört seit der Umwandlung der Gesellschaft in eine AG dem Vorstand an. Herr Zils übernahm im Februar diesen Jahres den Vorsitz im Vorstand. Sein Arbeitsvertrag läuft bis zum 31.08.2009. Herr Zils, der ein Studium an der FH Bochum als Diplom-Ingenieur für Nachrichtentechnik abschloss, ist im Vorstand für die Bereiche Strategie und Geschäftsentwicklung, Organisation, Operations und Finanzen verantwortlich. Zuvor war Herr Zils geschäftsführender Gesellschafter bei der Talis Communication Technologies GmbH. Neben seinen Funktionen bei der ecotel AG hat er zur Zeit auch noch den Posten des Aufsichtsratsvorsitzenden bei der ecotel private AG, einer Tochter der ecotel AG, inne.

Achim Theis (geb. 1964) ist das zweite Vorstandsmitglied der ecotel AG. Er ist bereits seit dem 1. Januar 1999 für das Unternehmen tätig - zuerst als Geschäftsführer der Ecotel Communication GmbH und seit dem 1. Juni 2001 als Mitglied des Vorstandes. Sein aktueller Vorstandsvertrag ist bis zum 31.05.2007 befristet. Der Betriebswirt (VWA) verantwortet die Bereiche Marketing und Vertrieb. Auf diesen Gebieten sammelte Herr Theis bereits umfangreiche Erfahrungen. Er bekleidete u.a. eine leitende Position bei der heutigen BGW Marketing- und Management-Service GmbH und arbeitete im Vertrieb bei der heutigen ThyssenKrupp Steel AG.

Aufsichtsrat

Aufsichtsratsvorsitzender ist seit Februar 2006 der Diplom-Kaufmann **Tobias Schreyer**. Er war u.a. Leiter des Vertriebs und des Business Developments bei der heutigen Wire Card AG, begleitete mehrere nationale und internationale M&A-Geschäfte und fungierte als Berater eines im FTSE100 gelisteten Unterhaltungskonzerns. In den letzten fünf Jahren war Herr Schreyer zudem Geschäftsführer der Gemsmart Trading GmbH und der Provectus Technologies GmbH. Diese Funktionen hat er nicht mehr inne. Herr Schreyer ist jedoch weiterhin Director bei der Asgard International Ltd. sowie Geschäftsführer der Tobias Schreyer Beteiligungs GmbH und VASSOL Value Added Services Solutions GmbH.

Stellvertretender Aufsichtsratsvorsitzender ist seit Juni 2002 **Johannes Borgmann**. Der 1954 geborene Kaufmann war bereits für zahlreiche nationale und internationale Firmen im In- und Ausland tätig. Er besitzt besondere Kenntnisse in den Bereichen Organisation, Projekte und EDV. Derzeit ist Herr Borgmann zusätzlich als Geschäftsführer der ADCO Umweltdienste Holding GmbH und der QITS GmbH tätig. Zudem ist er Präsident des Verwaltungsrates der schweizerischen TOI TOI AG.

Des Weiteren gehören dem Gremium der Industriekaufmann **Baldur Lücke**, die Betriebswirtin **Brigitte Holzer**, der Wirtschaftswissenschaftler **Enrico Karolczak** und der Rechtsanwalt **Dr. Thorsten Reinhard** an.

Öffentliches Angebot

Bis zu 1.055.000 Aktien
werden platziert

Im Zuge der Platzierung werden in einem öffentlichen Angebot (Bookbuilding-Verfahren) insgesamt bis zu 1.055.000 Inhaber-Stammaktien ohne Nennbetrag mit einem Anteil am Grundkapital von jeweils 1 Euro angeboten. Alle Papiere sind ab dem 1. Januar 2006 voll gewinnanteilberechtigt. 935.000 Aktien stammen aus einer Kapitalerhöhung gegen Bareinlagen. Zudem können Altaktionäre insgesamt bis zu 120.000 eigene Aktien abgeben (Mehrzuteilungsoption, d.h. Emission mit Greenshoe). Das gegenwärtige Grundkapital der Gesellschaft erhöht sich nach der vollständigen Durchführung des Angebots von 2.565.000 Euro auf 3.500.000 Euro. Die Emission der Aktien wird von der Baader Wertpapierhandelsbank AG, Unterschleißheim, begleitet. Die Mindestzeichnung beträgt 50 Stück, wobei Orderschritte im Rahmen der Preisspanne jeweils 0,50 Euro betragen müssen. Der Börsengang ist für spätestens April 2006 geplant. Die Zeichnungsfrist könnte allerdings gegen Ende März beginnen. Die Notierung der ecotel-Aktien erfolgt im Open Market (Freiverkehr) der Frankfurter Wertpapierbörse mit gleichzeitiger Einbeziehung in den Entry Standard (Teilbereich des Freiverkehrs).

Tabelle 1

Daten und Fakten zum IPO	
Kürzel	
ISIN:	DE0005854343
WKN:	585434
Börsenkürzel:	E4C
Emissionsbank:	Baader Wertpapierhandelsbank AG
Marktsegment	Open Market (Entry Standard) der Frankfurter Wertpapierbörse
Grundkapital pre-IPO in Euro	2.565.000
Grundkapital post-IPO in Euro	3.500.000
Nennwert je Stückaktie	1,00 Euro
Zeichnungsvolumen	
Angebotene Aktien aus Kapitalerhöhung	935.000
Angebotene Aktien der Altaktionäre (Mehrzuteilungsoption)	120.000
Angebotene Aktien insgesamt	1.055.000
Abzugebende Stücke der Mehrzuteilungsoption	
Peter Zils (Vorstandsvorsitzender)	57.600
Asgard International Ltd.	18.000
Tim Schulte Havermann	30.000
GVA Grund- und Vermögensanlagen AG	12.000
Nashon Business Inc.	2.400
Designated Sponsor	HSBC Trinkaus & Burkhardt KGaA

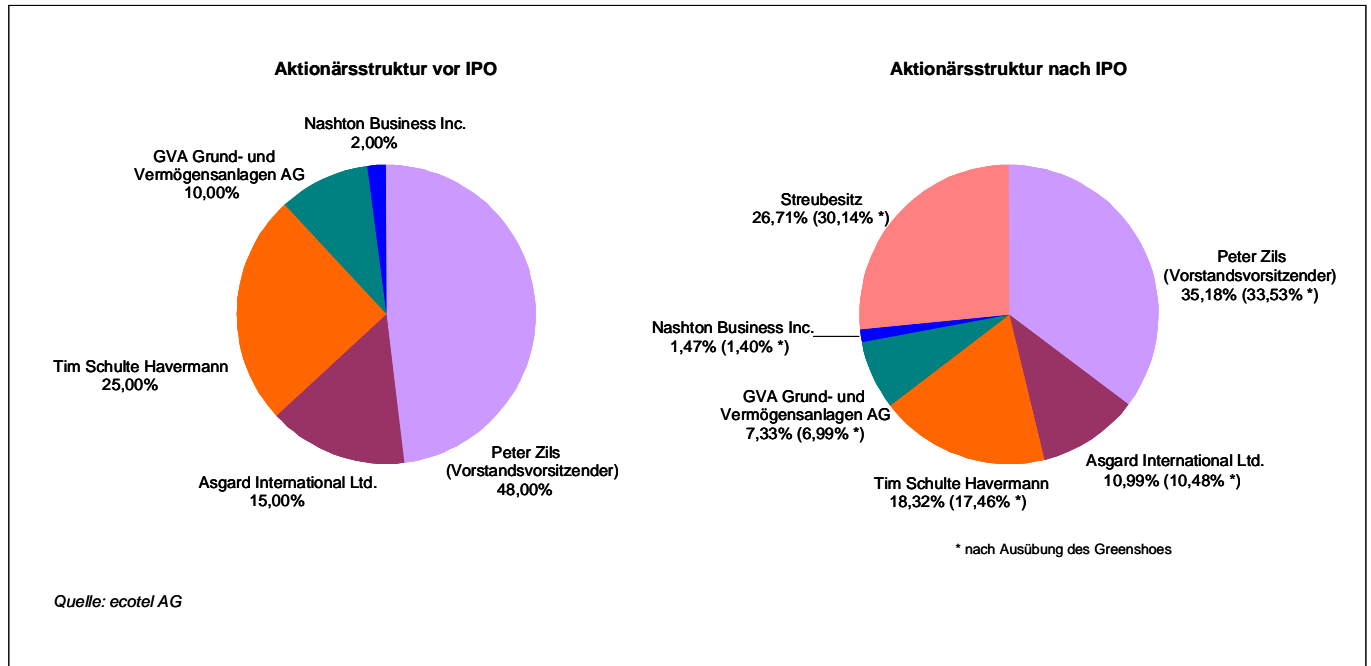
Quelle: ecotel AG

Nach dem IPO wird der Vorstandsvorsitzende Peter Zils seinen Anteil von 48,00% auf 35,18% (bzw. nach Greenshoe auf 33,53%) reduziert haben. Die Asgard International Ltd., deren Director der Aufsichtsratsvorsitzende der ecotel AG, Tobias Schreyer, ist, senkt ihren Anteil von derzeit 15,00% auf 10,99% (10,48%). Tim Schulte Havermann, vom 01.07.2002 bis zum 31.12.2005 Mitglied des Vorstandes der ecotel AG, wird nach dem Börsengang anstatt bisher 25,00% nur noch 18,32% (17,46%) der Aktien halten. Die GVA Grund- und Vermögensanlagen AG wird ihren Anteil von derzeit 10,00% auf 7,33% (6,99%) senken. Da Tim Schulte Havermann an der GVA beteiligt ist, hält er vor dem IPO mittelbar

Streubesitzanteil nach IPO bei 26,71% (nach Greenshoe 30,14%)

und unmittelbar 28,29% der Anteile. Herr Friedrich Orth, Mitglied des Aufsichtsrats der ecotel AG vom Mai 2004 bis zum 31.12.2005, ist ebenfalls Gesellschafter der GVA. Zwischen ecotel und der GVA bestand vom April 2004 bis zum 31.01.2006 ein Beratervertrag. Nashton Business Inc. plant seine Beteiligung von 2,00% auf 1,47% (1,40%) abzubauen. Nach dem Börsengang wird der Streubesitz 26,71% (nach Greenshoe 30,14%) betragen.

Tabelle 2



¹⁾²⁾³⁾⁴⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Geschäftsbereiche und Leistungsangebote

Geschäftskundenlösungen

Maßgeschneiderte Telekommunikationslösungen für KMUs

Im Unternehmensbereich Geschäftskundenlösungen bietet ecotel in den vier Geschäftseinheiten Sprach-, Daten-, Mehrwertdienste und Anschlüsse zahlreiche festnetz-basierte Telekommunikationslösungen. Das überaus breite Produktportfolio des Unternehmens umfasst dabei neben standardisierten Produkten auch individuelle maßgeschneiderte Lösungen. ecotel spricht hiermit ausschließlich Geschäftskunden an, die vornehmlich zu der Gruppe der kleinen und mittelständischen Unternehmen zählen.

Der Bereich Geschäftskunden gehört gegenwärtig zum Umsatz- und Ertragsbringer der ecotel. Das Unternehmen erwirtschaftete in 2005 rd. 92% der Umsätze mit Geschäftskundenlösungen. Die Rohmarge in dem Bereich bezifferte sich in 2005 auf 33,2%. Wir werden im folgenden die einzelnen Geschäftseinheiten mit ihren relevanten Produktlösungen näher darstellen.

Tabelle 3

Anschlüsse	Sprachdienste		Datendienste			Mehrwertdienste
Telefon und Daten	Festnetz-telefonie	VoIP	Internet	Wireless-LAN Hotspots	VPNs	Service-rufnummern
Analog ISDN DSL SFV	Preselection	IP-Telefonie	ADSL SDSL DSLselect DSLsecure	Projektmanagement	VPNbasic VPN-Projekte	0800call 0180call 0900call Fax-Services

Quelle: ecotel AG

Sprachdienste

Kernprodukte Pre-Selection

Das Kernprodukt des Telekommunikationsunternehmens ist der Pre-Selection Service für Orts- und Ferngespräche, den der Kunde bundesweit von jedem bestehenden Anschluss der Deutschen Telekom AG nutzen kann. Pre-Selection steht für die Voreinstellung auf einen bevorzugten Netzbetreiber (Carrier/Provider) für Telefonverbindungen. Für Geschäftskunden bietet ecotel spezielle Business Tarife. Unternehmen mit einem monatlichen Gesprächsvolumen ab 50 Euro erhalten attraktive Rabatte. Dabei muss eine Gesellschaft auf keine Leistungen verzichten, die der Marktführer Deutsche Telekom nicht auch anbietet. Eine flächendeckende Netzverfügbarkeit ist garantiert. Mindestumsätze und langfristige Vertragsbindungen gibt es nicht.

VoIP als Wachstumstreiber für Sprachtelefonie-Bereich

Neben der Festnetztelefonie bietet ecotel vermehrt auch Lösungen für die Internettelefonie (VoIP) an. Auf Grund der hier vergleichsweise geringeren Kosten gegenüber der Festnetztelefonie verspricht VoIP für die nahe Zukunft ein hohes Wachstumspotenzial. Infolge dessen ist davon auszugehen, dass auf lange Sicht Pre-Selection durch VoIP verdrängt wird. Derzeit erwirtschaftet ecotel rund 86% der Gesamtumsätze mit Sprachdiensten.

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

*Schnell und sicher ins
World Wide Web*

Datendienste

Zusätzlich zu den Sprachdiensten erhalten die Kunden von ecotel eine Reihe von ergänzenden Produkten. Hierzu zählen im Bereich der Datendienste (Umsatzanteil: 2,7%) Internetzugangspakete, Unternehmensnetze und WLAN Hot Spots.

Mit maßgeschneiderten Internetzugangspaketen kann die Bandbreite je nach Bedarf des Kunden angepasst werden. Angeboten werden sowohl Volumentarife (ecotel DSL 500 oder ecotel DSL 5.000) als auch die Flatrate. Für Kunden mit sensiblen Daten gibt es ecotel DSLsecure, ein Internet-Zugang mit zentral gemanagter Firewall, dessen Sicherheitssystem ständig aktualisiert und an sich ändernde System-Infrastrukturen des Abonnenten angepasst wird. Nutzt der User ferner den ecotel Pre-Selection Service reduzieren sich die Telekommunikationskosten zusätzlich. Einen gemanagten Internet-Zugang mit fester IP-Adresse, vorkonfigurierter Hardware (Router) und Internet rund um die Uhr erhalten Firmen mit ecotel DSLselect.

*Mit Unternehmensnetz-
werken stets miteinander
verbunden*

Mit Hilfe von Unternehmensnetzen (Virtual Private Networks = VPN) ist der Kunde in der Lage, von außerhalb des Unternehmens (von zu Hause oder mit mobilen Geräten) jederzeit auf das Firmennetzwerk zuzugreifen und Informationen zwischen verschiedenen Standorten schnell auszutauschen. ecotel hat dabei unterschiedliche Arten von Datennetzen im Angebot, die die Bedürfnisse der einzelnen Firmen berücksichtigen. Das ecotel MPLS-VPN (Multi Protocol Label Switching) erlaubt es, eine Vielzahl von VPNs aufzubauen. Diese sind in der Lage, den stark wachsenden IP-Verkehr zu managen, und über eine spezielle Adressierung der Datenpakete Informationen sehr schnell zu übertragen. Das ecotel IP-VPN basiert auf der Internetplattform. Wegen der weltweiten Verbreitung kann fast jeder Standort auf dem Globus, ob mobil oder fest, an das Firmennetz angeschlossen werden.

Mit ecotel ATM-VPN (Asynchronous Transfer Mode) können Sprach-, Daten- und Bildinformationen über unterschiedliche Entfernungen und verschiedenen Geschwindigkeiten transportiert werden. Es ist ein weltweit anerkannter Standard, der eine unbegrenzte Zahl an Benutzern unterstützt. Die Vernetzung über Standleitung ist mit ecotel Standleitungs-VPN möglich. Dabei handelt es sich um Punkt-zu-Punkt-Verbindungen mit einer spezifischen Bandbreite.

Mehrwertdienste

Zusätzlich bietet die ecotel AG KMUs Mehrwertdienstleistungen an. Dazu zählen zum einen Servicernummern. Das Angebot umfasst die 0800er Servicenummern, die für den Anrufer kostenfrei sind, sowie 0180er Nummern, bei denen sich Anrufer und Anbieter die Kosten teilen. Daneben vermarktet ecotel 0900er Nummern, die es Kunden ermöglichen, einen innovativen Service zu einem selbst gewählten Tarif (maximal 2 Euro/Minute) anzubieten. 0137er Servicenummern werden für Massencalling-Aktionen wie Gewinnspiele von ecotel bereitgestellt. Mit dem ecotel DDI- (Direct Dial In) Service können über eine einzige Servicenummer alle Nebenstellen eines einzigen Hauptanschlusses direkt angesteuert werden. Die Funktionalität von mehreren Servicernummer mit einer Servicernummer abzudecken ist mit ecotel Suffix möglich.

Ferner werden von ecotel Contentdienste wie Konferenzschaltungen, Faxempfang, Faxabruf und Massenfaxversand angeboten.

Mit ecotel conference call können sich Geschäftspartner von jedem beliebigen Anschluss aus in eine Telefonkonferenz einwählen. Die Einwahl erfolgt mit einer PIN. Wenn gewünscht, stellt ecotel auch eine eigene Konferenznummer mit individuellem Begrüßungstext bereit.

Beim ecotel faxempfang übernimmt die Telekommunikationsfirma stellvertretend den Empfang

*Kundenservice durch
Servicernummern*

*Mehrwert durch Konferenz-
schaltungen und Fax-
Dienstleistungen*

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

von Firmenfaxen. Diese werden dann via E-Mail oder auf CD gebrannt an das Unternehmen weitergeleitet. Der Vorteil besteht im 24-Stunden Kundenservice und in einer zentralen Servicenummer.

Der ecotel faxabruf erlaubt es KMUs, ihren Kunden Produktinformationen über eine Servicenummer rund um die Uhr zur Verfügung zu stellen.

Der personalisierte Versand von Dokumenten an eine beliebige Zahl von Empfängern per Fax ist über ecotel massenfax möglich. So können Unternehmen ihre Kunden jederzeit schnell und kostengünstig über aktuelle Entwicklungen und Aktionen informieren.

Anschlüsse

Seit Ende 2005 bietet die ecotel AG auch einen Direktanschluss im Bereich Sprach- und Datenverkehr. Das Telekommunikationsunternehmen kann seinen Kunden seine Dienstleistungen nun auch auf Grundlage anderer Carrier zugänglich machen. Die Anschlüsse, Verbindungen und Dienstleistungen werden jetzt in Eigenregie abgewickelt und abgerechnet.

Vervollständigung der Wertschöpfungskette durch Direktanschlüsse

Wiederverkäuferlösungen

Das Leistungsspektrum im Segment Wiederverkäuferlösungen ist in den Bereichen Carrier Services, Non-Carrier Services und Wholesales zusammengefasst. Auch wenn der gegenwärtige Umsatzanteil mit rd. 8% (in 2005) noch relativ gering ausfällt, zeigt das Segment Wiederverkäuferlösungen hohes Wachstumspotenzial und ist zudem synergetisch mit dem Bereich Geschäftskundenlösungen. Das hohe Wachstumspotenzial resultiert vornehmlich aus dem Geschäft Wholesales (Umsatzanteil: 70%) sowie aus dem Geschäft Carrier-Services (Bereichsumsatzanteil: 28%).

Wachstumsbereich mit Synergieeffekten

Tabelle 4

Carrier-Services	Non-Carrier-Services		Wholesales	
Direktanschlüsse für Sprach- und Datenverkehr IP-Services Verbindungsvermittlung Ordermanagement Billing Letter-Shop Service Customer Service	White-Label Angebot	Co-Branding	Netzübergreifender An- und Verkauf von Telefonminuten	weitere Dienstleistungen wie Wholesales-Outsourcing, Traffic- und Fraud-Management etc.
	Kunden mit Angebot unter eigenem Namen und mit eigenem Marktauftritt	Kunden mit eigener Vermarktung, doch mit Abwicklung durch ecotel		

Quelle: ecotel AG

Carrier Services

Im Segment Carrier Services bietet die ecotel AG Dienstleistungen für andere Telekommunikationsunternehmen wie Carrier (Netzbetreiber), Reseller und weitere Dienstleistungsanbieter an (Outsourcingprojekte). Dazu greift das Unternehmen auf die bereits vorhandene eigene Technik und Systeme zurück.

So unterstützt die ecotel AG durch IP-Services einerseits Internet Service Provider, ihr Angebot um Sprachdienstleistungen zu erweitern. Andererseits wird den Netzbetreibern, die bereits klassische Sprachdienste betreiben, die Möglichkeit gegeben, auf dem Internet Protokoll

Outsourcing: Trends erkennen - Potenziale nutzen

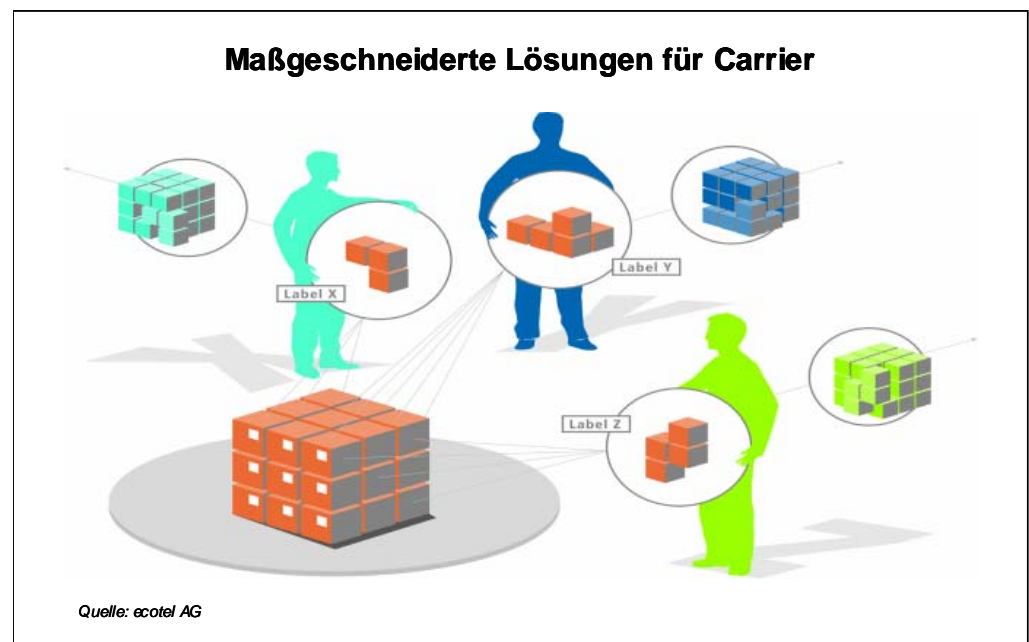
¹⁾²⁾³⁾⁴⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

basierende Dienstleistungen (Internettelefonie) anzubieten.

Andere Service Provider und Reseller haben sich auf den Vertrieb von Produkten und Dienstleistungen spezialisiert. Sie unterhalten jedoch keine eigene Vermittlungs- und Netzinfrastruktur. Die ecotel AG übernimmt für diese Kunden die Abwicklung des Geschäftsbetriebs.

Das Angebotspektrum umfasst des Weiteren die Einrichtung von Direktanschlüssen für Sprach- und Datendienste, die Verbindungsvermittlung, die Abrechnung von Telekommunikationsdienstleistungen (Billing), den Letter Shop Service (die automatische Erstellung und den Versand von Briefen wie Telefonrechnungen) das Ordermanagement sowie den Kundenservice.

Abbildung 3



White-Label und Co-Branding: Dienstleistungen für branchenfremde Vermarkter

Non-Carrier Services

Das Segment umfasst die branchenfremde Vermarktung von Telekommunikationsdiensten. ecotel ermöglicht etwa Einzelhandelsketten ihren Kunden Telefondienstleistungen unter eigenem Namen und mit eigenem Marktauftritt anzubieten. ecotel tritt hierbei als White-Label-Partner (ADAC, PLUS oder VW-Club) oder auch als Co-Brand (Stadtparkasse Südliche Weinstraße) auf. Bei dieser branchenfremden Vermarktung stellt die ecotel AG entweder einzelne Dienstleistungen oder die gesamte Servicepalette zur Verfügung: Plattform, Anschlüsse, Abrechnung, Ordermanagement, Kundenservice, technischer Support und vieles mehr. Die Gesellschaft will diesen Geschäftsbereich zukünftig stärker vermarkten.

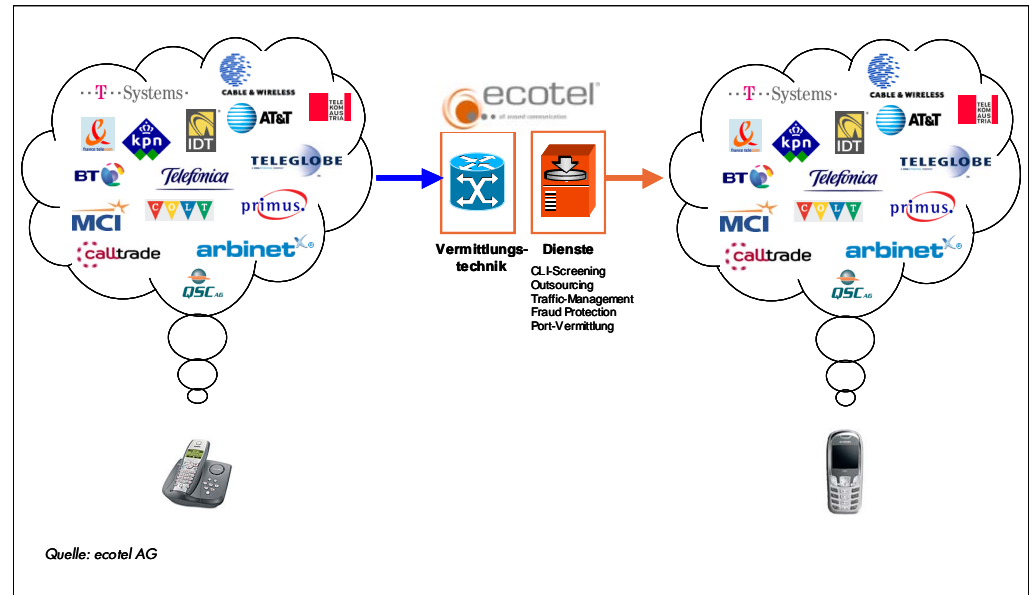
¹⁾²⁾³⁾⁴⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Je mehr Netzbetreiber, umso besser

Wholesales

In diesem Bereich betreibt die ecotel AG den netzübergreifenden Handel mit nationalen und internationalen Telefonminuten.

Abbildung 4



Zwischenhändler ecotel: Geld verdienen mit der Gesprächsdurchleitung

Um den nationalen und internationalen Telefonverkehr durchführen zu können, müssen die verschiedenen Betreiber ihre Netze zusammenschalten (Interconnection). Das Interconnection-Geschäft beruht auf dem Grundsatz, dass der Anrufer seinem Netzbetreiber für das Gespräch ein gewisses Entgelt zahlt. Ist der Angerufene an ein anderes Netz angeschlossen, so muss der Netzbetreiber des Anrufers dem Netzbetreiber des Angerufenen für die Durchleitung des Telefonats eine Gebühr zahlen. Dieser Vorgang findet zumeist nicht zwischen den Netzbetreibern selbst, sondern über einen oder mehrere Zwischenhändler statt. Diese Zwischenhändler versuchen, das Angebot und die Nachfrage zu bestimmen und handeln daher mit großen Volumina von Telefonminuten (Wholesales). Die Wholesaler erhalten vom Netzbetreiber des Anrufers ein gewisses Entgelt und zahlen ihrerseits für die Weiterleitung des Gesprächs einen festgelegten Betrag an den Netzbetreiber des Angerufenen.

Mehr als 30 nationale und internationale Carrier zusammengeschaltet

ecotel kauft und verkauft auf diese Weise Telefonminuten auf eigene Rechnung. Dieser netzunabhängige Bezug von Kapazitäten erfolgt mit einer eigenen Handels- und Vermittlungsinfrastruktur über Netzbetreiber (bspw. Colt Telecom und Verizon Communications), die ausgebaut, alternative Netze zur Deutschen Telekom AG unterhalten. Der ecotel AG ist es bis jetzt gelungen, mehr als 30 nationale und internationale Carrier zusammenzuschalten. Die VoIP-Vermittlung, die erst 2005 begonnen hat, macht bereits 30% der abgewickelten Wholesale-Minuten aus.

Neben dem Handel mit Telefonminuten stellt ecotel weitere Dienstleistungen wie Wholesale-Outsourcing oder Traffic- und Fraud-Management zur Verfügung.

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Markt und Marktumfeld

Deregulierung und technischer Wandel

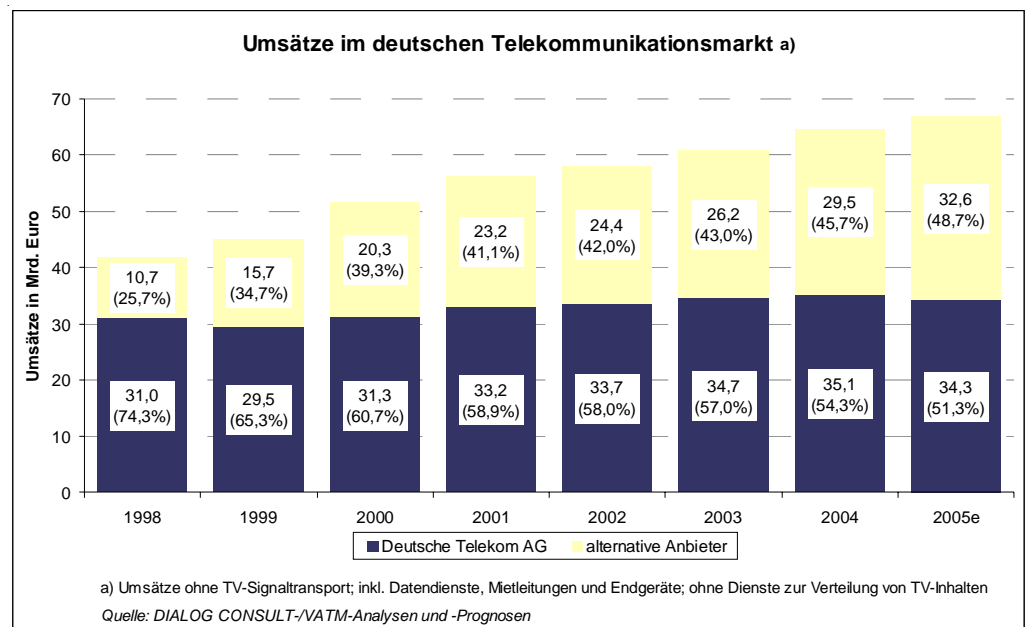
Die ecotel AG ist in vielen verschiedenen Teilmärkten der Telekommunikation tätig. Die wohl wesentlichsten Einflussfaktoren kommen aus den Märkten für Sprachtelefonie (Festnetz), für Daten- und Mehrwertdienste sowie für den Telefonminutenhandel (Wholesales). Sämtliche Teilbereiche der Telekommunikation werden dabei von Deregulierungen und dem technischen Wandel geprägt. Auffällig zu beobachten ist, dass der ganze Telekommunikationsmarkt trotz rückläufiger Preise, als Folge von Überkapazitäten und steigendem Wettbewerb, ein stetig steigendes Marktvolumen aufweisen.

Der Gesamtmarkt für Telekommunikationsdienste

Starker Umsatzanstieg durch Liberalisierung

Wie die untenstehende Grafik zeigt, sind die Umsätze im deutschen Telekommunikationsmarkt seit der Liberalisierung 1998 stark und kontinuierlich angestiegen. Für 2005 wird ein Umsatz von 66,9 Mrd. Euro prognostiziert, was im Vergleich zu 1998 (41,7 Mrd. Euro) einen Plus von über 60% entspricht. Gründe für die positive Entwicklung sind laut Bundesnetzagentur das hohe Wachstum im Mobilfunk sowie die Nutzung des Internets und die Verbreitung breitbandiger Anschlüsse. Dieses Wachstum ist umso erstaunlicher, wenn man den Preisverfall für Telekommunikationsdienstleistungen und den sich intensivierenden Wettbewerb betrachtet. Die Abbildung macht zudem deutlich, dass das Marktwachstum von den Wettbewerbern des Ex-Monopolisten Deutsche Telekom AG (DTAG) getragen wird. Diese werden 2005 immerhin 48,7% der Gesamtumsätze generieren (18,1% Festnetz; 30,6% Mobilfunk). Der DTAG verbleiben 51,3% der Umsätze (37,4% Festnetz; 13,9% Mobilfunk).

Tabelle 5



Die nachfolgende Darstellung zeigt die für das Geschäft der ecotel AG wichtige Segmentierung des Festnetz-Marktes. Demnach wird 2005 mit der Sprachtelefonie zwar immer noch der höchste Umsatz erzielt, doch machen der Internetzugang und Mehrwertdienste zusammen immerhin 7,8 Mrd. Euro des Festnetzumsatzes aus.

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Tabelle 6



Alternativanbieter überholen DTAG bei Gesprächen ins Nah-, Fern- und Mobilfunknetz

Der Markt für Sprachtelefonie

Seit der Liberalisierung des deutschen Telekommarktes 1998 hat der ehemalige Monopolist deutliche Marktanteilsverluste im Bereich der Sprachtelefonie hinnehmen müssen. Im Ortsnetz, welches erst 2003 für Call-by-Call und Pre-Selection-Anbieter geöffnet wurde, hatte die DTAG im letzten Jahr mit 128 Mio. Verbindungsminuten nur noch einen Marktanteil von 57,9%. Die alternativen Anbieter kamen mit 93 Mio. Verbindungsminuten auf 42,1% Marktanteil. Bei Gesprächen im Nah- und Fernbereich, ins deutsche Mobilfunknetz und ins Ausland haben die Alternativanbieter die Deutsche Telekom AG mittlerweile überrundet. 2005 erzielten sie mit 195 Mio. Verbindungsminuten einen Marktanteil von 50,3%. Die Telekom kam auf 193 Mio. Minuten oder 49,3% Marktanteil (Quelle: DIALOG CONSULT/VATM-Analysen und Prognosen).

Pre-Selection bei Geschäftskunden stark nachgefragt

Für Pre-Selection-Anbieter wie die ecotel AG stellt sich die Lage auf dem Geschäftskundenmarkt deutlich positiver, als auf dem Privatkundenmarkt dar. Nach ecotel-Erfahrungen greifen Unternehmen immer häufiger auf Pre-Selection zurück. Für Firmen, in denen häufig und lange telefoniert wird, ist es einfach umständlich, sich bei jedem einzelnen Anruf auf die Suche nach dem günstigsten Anbieter zu begeben. Zudem sind nicht in jeder Region alle Call-by-Call-Services verfügbar. Vieltelefonierende Geschäftskunden sind ferner daran interessiert, Rabatte auszuhandeln, was bei Call-by-Call-Anbietern in der Regel nicht möglich ist. Pre-Selection-Anbieter wie die ecotel AG können sich hingegen exakt auf die Bedürfnisse jeder einzelnen Firma einstellen und sind in der Lage, den Unternehmen bedarfsgerechte Angebote zu unterbreiten. Wir gehen davon aus, dass die Nachfrage nach Pre-Selection bei Unternehmen auch in Zukunft weiter steigen wird. Wir erwarten für den Markt ähnlich wie in der Vergangenheit eine solide Entwicklung mit entsprechend konstanten Margen.

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Internettelefonie bereit für den Massenmarkt

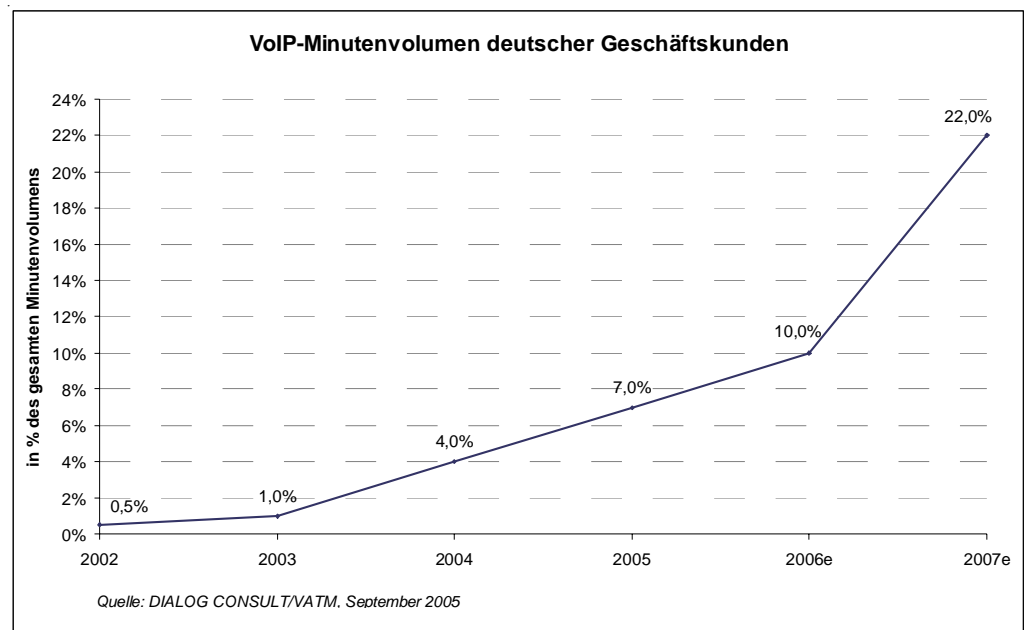
VoIP setzt sich bei Unternehmen durch

Der Markt für Internettelefonie (VoIP)

Der VoIP-Markt hat sich in letzter Zeit rasant entwickelt. Durch eine sich ständig verbessernde Technologie ist die Qualität der Internettelefonie so gut geworden, dass sie mit der klassischen Sprachtelefonie vergleichbar geworden ist. Damit entwickelt sich VoIP zu einem Konkurrenzprodukt für die klassische Sprachtelefonie.

Firmen setzen im Gegensatz zu Privatkunden, wenn auch mit geringer Penetration, bereits seit einigen Jahren auf Internettelefonie und stellen ihre Telefonie auf VoIP um. Die Marktforscher bei Ovum sind überzeugt, dass sich VoIP nun auf breiter Front durchsetzen wird. Ein Grund: die neue Technologie stellt eine attraktive und kosteneffektive Alternative zum Kauf und zur Wartung von eigenem Telefonequipment dar, insbesondere, wenn es sich um ein Flatrate-Angebot handelt. Die Marktforscher von Frost & Sullivan schätzen, dass das weltweite Gesamtumsatzvolumen im Jahr 2007 auf 8,15 Mrd. USD anwachsen wird. Das Marktforschungsinstitut Ovum sieht das Marktvolumen für netzwerkbasierte IP-Telefonie in Europa bis zum Jahr 2008 auf 1,4 Mrd. USD ansteigen. Die Bedeutung von VoIP für Geschäftskunden verdeutlicht auch noch einmal die folgende Grafik. 2005 machte die IP-basierte Telefonie bei Unternehmen nur 7% des gesamten Minutenvolumens aus. Im Jahr 2007 werden es bereits 22% sein. ecotel wickelt bereits 30% ihrer Wholesaleminuten über VoIP ab.

Tabelle 7



Laut Bundesnetzagentur agierten gegen Ende 2005 bereits knapp 50 Anbieter auf dem VoIP-Markt. Wir erwarten für die Zukunft mit zunehmender Bedeutung von VoIP eine deutliche Steigerung der Anbieterzahl. Wir sehen VoIP als einen der wichtigsten Wachstumssektoren im Bereich der Telekommunikation an. Dienste im Zusammenhang mit VoIP dürften ebenfalls zu den am schnellsten wachsenden Telekommunikationsdienstleistungen zählen.

Der Markt für Unternehmensnetzwerke

Gemäß einer Studie von Frost & Sullivan hat auf dem Markt für IP-VPN-Services (Internet Protocol Virtual Private Networks) in den letzten zwei Jahren ein substantielles Wachstum stattgefunden. Die untenstehende Abbildung stellt die Entwicklung noch einmal detailliert

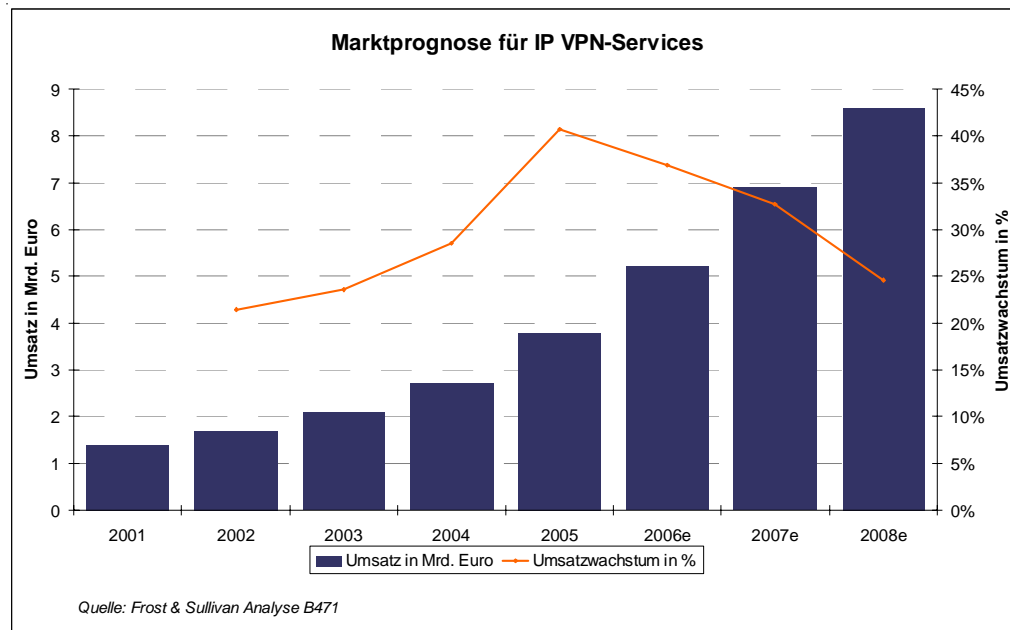
VPNs als Wachstumstreiber

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Rasantes Marktwachstum

dar. Betrug das Marktvolumen im Jahr 2004 noch 2,73 Mrd. Euro, so wird es 2008 bei 8,56 Mrd. Euro liegen. Demnach werden in drei Jahren 70% der Teilnehmer des Gesamtmarktes über IP-VPN verfügen. Besonders Unternehmen der Privatwirtschaft zeigen für diese Technologie Interesse. 2008 werden 85% des Gesamtumsatzes durch die Privatwirtschaft generiert werden.

Tabelle 8

Immer im Kontakt: weltweit, sicher und kostengünstig

Die Gründe für den (zukünftigen) Erfolg dieser Technologie sind vielfältig. Zum einen möchten vor allem Unternehmen ihren Kundenservice verbessern. Vermehrt werden daher die Marktpotenziale und Vorteile der Technologie, gerade für die anspruchsvolle Kundenbetreuung, wahrgenommen. Im Gegensatz zu bisherigen Vernetzungsmöglichkeiten hat IP-VPN eine globale Reichweite. Eine nahtlose Verbindung zwischen Niederlassungen und reisenden Mitarbeitern weltweit ist kein Problem mehr. Zudem ist die Technologie bedarfsgerecht skalierbar (Bandbreite) und inzwischen äußerst sicher. Ferner bietet sie Kostenvorteile.

Wachstumspotenzial: KMUs sind kaum vernetzt

Gerade der Markt für kleine und mittlere Unternehmen, in dem sich die ecotel AG bewegt, bietet nach Meinung von Frost & Sullivan noch großes Potenzial. Diese Firmen sind sehr preisbewusst und an kosteneffektiven Netzwerken wie IP-VPN interessiert. Dienstleister wie ecotel werden daher von der Nachfrage nach kompletten Netzwerken, die viele Services unterstützen und von vielen Mitarbeitern überall genutzt werden können, profitieren.

Jährliches Marktvolumen von 1,7 Mrd. Euro**Der Markt für Mehrwertdienste**

Nach einer Studie der Wik Consult beläuft sich das Marktvolumen für Auskunft- und Mehrwertdienste in Deutschland auf 1,6 bis 1,7 Mrd. Euro. Das entspricht 2% bis 3% des Umsatzes des Telekommunikationsmarktes bzw. 6% bis 7% des Festnetzumsatzes. Auf die einzelnen Segmente aufgeteilt ergibt sich folgendes Bild: Auf Auskunftsdienste entfallen 19% bis 21%, auf Customer Care-Dienste 36% bis 37% und auf Vertriebs-Mehrwertdienste 42% bis 43%.

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Nur 13% der Unternehmen greifen auf Mehrwertdienste zurück

Markt wächst bis 2008/2009 um mindestens 50%

Wholesales-Markt wird von Ex-Monopolisten dominiert

Wachstum zwischen 12% und 13% pro Jahr

Für ecotel von Bedeutung sind die beiden letzten Segmente. Hier ist die Deutsche Telekom mit einem Marktanteil von bis zu 43% immer noch sehr stark. Die fünf umsatzstärksten Alternativenanbieter vereinen knapp die Hälfte des Marktes auf sich. So verbleibt für die kleinen Alternativenanbieter wie die ecotel AG lediglich ein Marktanteil von etwa 10%.

Ungeachtet dessen bietet der deutsche Markt für Mehrwertdienste ein hohes Potenzial. Nur 13% der Unternehmen und Non-Profit-Organisationen setzten 2004 Mehrwertdienste ein. Im Vergleich zu den USA, die einen Wert von 30% aufweisen können, liegt Deutschland also noch weit zurück. Das Potenzial wird noch deutlicher, wenn man bedenkt, dass bisher lediglich rund 25% der Deutschen Service-Rufnummern genutzt haben.

Service-Rufnummern und Routingfunktionen stellen die Basis der Mehrwertdienste dar, während individuelle Produkte wie Spracherkennung und -automatisierung, virtuelle Vernetzung von Call Centern oder VoIP-Dienste das Angebot ergänzen. Komplettanbieter wie ecotel sollten von diesem Trend überproportional profitieren.

Wik Consult rechnet bis 2008/2009 mit einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate bei Customer Care- und Vertriebs-Mehrwertdiensten im unteren zweistelligen Prozentbereich. Über diesen Zeitraum wird der Gesamtmarkt um mindestens 50% zulegen. Die VATM hat 2005 bereits eine Aufbruchsstimmung festgestellt, insbesondere im Bereich der Call-Media-Angebote und Customer-Care-Dienste. Dabei gibt es drei wesentliche Markttreiber: das Image der Servicenummern wird sich verbessern, neue Anwendungsbereiche und neue Inhalte werden hinzukommen, der Mittelstand wird die Vorteile der Mehrwertdienste entdecken. Gerade der letzte Punkt dürfte für die ecotel als Dienstleister für KMUs von einflussreicher Bedeutung sein.

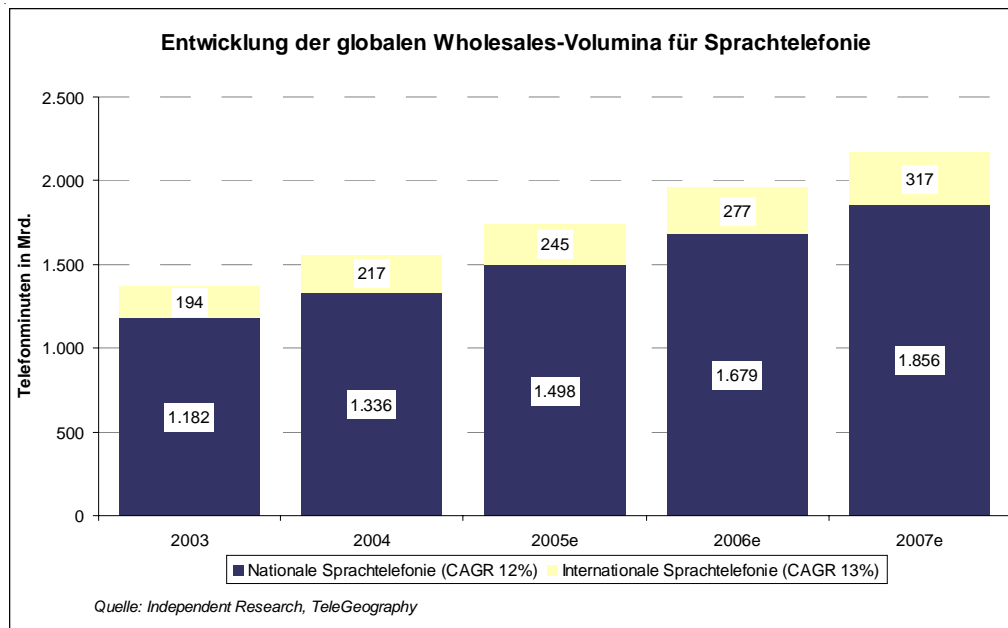
Der Markt für Telefonminuten Wholesales

In den letzten 20 Jahren hat sich der Wholesales-Markt für Telefonminuten stark verändert. Noch Mitte der 80er Jahre fand die Terminierung fast ausschließlich zwischen den Netzbetreibern, die eine Monopolstellung in ihren jeweiligen Märkten einnahmen, statt. Doch mit der Deregulierung vieler Telekommunikationsmärkte und mit der Verbreitung des Mobilfunks nahm die Anzahl und Vielfältigkeit der Netzstrukturen erheblich zu. So kamen im Jahr 2004 nach Angaben von TeleGeography ca. 92% der vermittelten Minuten aus wettbewerblich organisierten Märkten. 59% der geschalteten Rufnummern waren Nummern in Mobilfunknetze. Diese Entwicklung führte dazu, dass die Terminierung nicht mehr nur zwischen den Netzbetreibern abgewickelt wird. Es drängen immer mehr unabhängige Unternehmen auf den Markt, die die Dienstleistung Terminierung anbieten. Dennoch bleiben die ehemaligen Monopolisten immer noch die wichtigsten Akteure im Wholesales-Markt. Dazu gehören die Deutsche Telekom, France Télécom oder Telecom Italia, die über eigene Netzwerke verfügen und überschüssige Netzwerkkapazitäten veräußern. Hier tritt ecotel auf und kauft die überschüssigen Minuten, um sie anschließend für ihre eigenen Dienste weiter zu terminieren.

Wie die nachfolgende Darstellung zeigt, wird das weltweite jährliche Wholesales-Volumen im Bereich Sprachtelefonie auch in den kommenden Jahren weiter ansteigen. TeleGeography glaubt, dass das Wholesales-Minuten-Volumen der nationalen Sprachtelefonie bis 2007 um jährlich durchschnittlich 12% ansteigen wird. Bei der internationalen Sprachtelefonie werden es sogar 13% sein. Für 2007 prognostiziert TeleGeographie ein Gesamtvolumen von etwa 2.180 Mrd. Minuten p.a.. Markttreiber für den Wholesales-Markt sind vor allem die niedrigen Preise sowie der Wirtschaftsaufschwung in den Schwellenländern.

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Tabelle 9



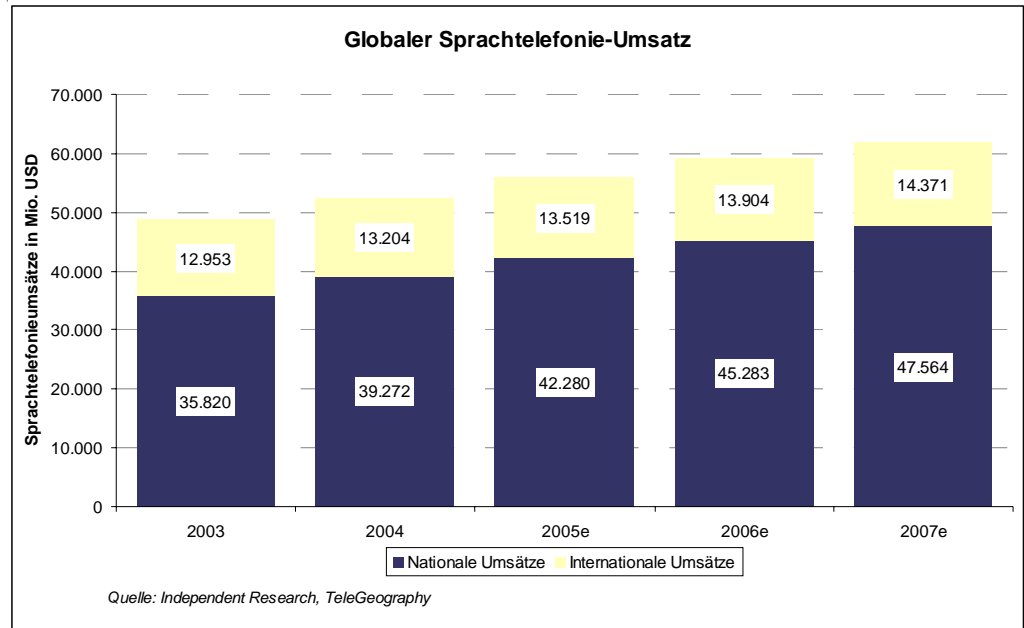
Osteuropäischer Wholesales-Markt boomt

Europäischer Wholesales-Markt ist 53 Mrd. USD schwer

Allerdings wird es in der Branche zu einem weiteren Preisverfall kommen. Das führt dazu, dass sich die Steigerung des Umsatzvolumens verglichen mit dem Wachstum des Minutenvolumens unterproportional entwickeln wird. Für 2006 erwartet TeleGeography ein Umsatzwachstum um 6,1% auf knapp 60 Mrd. USD und für 2007 eine Erhöhung um 4,6% auf ca. 62 Mrd. USD. Das Umsatzwachstum zwischen 2003 und 2007 ist jedoch nicht gleichmäßig verteilt. Während Märkte wie Osteuropa ihren Umsatz relativ stark werden ausbauen können, wird das Wachstum in Europa und Nordamerika gegen Null tendieren. Laut einer Studie des Telekommunikations-Marktforschungsinstituts Ovum für das Jahr 2005, erreichte der europäische Markt für den Großhandel von Telefonminuten ein Umsatzvolumen in der Größenordnung von rund 53 Mrd. USD. Zwei Drittel entfielen hierbei auf die Sprachtelefonie und ein Drittel auf den Datenverkehr. Wie bereits erwähnt dominierten die Ex-Monopolisten den Markt. Nach Berechnungen von Ovum war British Telecom mit einem geschätzten Marktanteil von 18% die Nummer eins. Eine wichtige Marktposition haben zudem die Carrier MCI (Marktanteil 2003: 4%), Cable & Wireless sowie Colt Telecom.

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Tabelle 10



*Outsourcing-Bestrebungen
der großen Player klar er-
kennbar*

In letzter Zeit ist in der Telekommunikationsbranche ein allgemeiner Trend zum Outsourcing von Telekommunikationsdienstleistungen zu beobachten. Die ecotel AG zieht bereits heute mit ihrem Carrier-Services-Geschäft Nutzen aus dieser Entwicklung. Derzeit lassen sich zwar keine exakten Zahlen über das zu erwartende Geschäftsvolumen sagen. Wir gehen jedoch davon aus, dass zukünftig vermehrt größere Telekomunternehmen angesichts der steigenden Kosten und des Wettbewerbsdrucks einige Geschäftsteile auslagern werden. ecotel selbst beobachtet entsprechende Bewegungen im Markt. Folglich werden Outsourcing-Dienstleister wie ecotel von diesen Bestrebungen der großen Player profitieren und versuchen, die sich ergebenden Marktchancen zu nutzen.

Strategische Perspektiven

Wachstumsstarke Segmente, solider Geschäftskundenbereich, exzellente Ausbeutung von Synergien

IP-Services und VoIP: bestehende Kundenkontakte bringen Vorteile

Wholesales-Geschäft verbessert Margen in allen Bereichen

Fokussierung auf KMUs als Wettbewerbsdifferenzierung

Das Geschäftsmodell der ecotel basiert auf den beiden Bereichen Geschäftskundenlösungen und Wiederverkäuferlösungen. Während im Bereich der Geschäftskundenlösungen das Unternehmen aus unserer Sicht über ein etabliertes Geschäftsmodell verfügt, steht der Bereich Wiederverkäuferlösungen noch am Anfang seiner Entwicklung. Zukünftiges Wachstum soll vor allem in diesem Bereich generiert werden. Angesichts der aktuellen Zahlen des noch jungen Geschäftsbereichs halten wir die Erwartungen des Unternehmens für realistisch. Von wesentlichem Vorteil für das Unternehmen ist die Tatsache, dass beide Geschäftsbereiche synergetisch zueinander stehen und dabei in sich ein geschlossenes System bilden können. Die ecotel AG ist als klassischer Virtual Network Operator (VNU) zu betrachten, der es versteht, die Vorteile hieraus, die im Wesentlichen aus der Netzunabhängigkeit resultieren, zu ziehen.

Ein strategisches Ziel des Unternehmens ist die Festigung und der Ausbau der Marktposition. Treibender Faktor hierbei soll neben diversen IP-Services vor allem VoIP sein. Angesichts der vergleichsweise geringen Kosten gegenüber der klassischen Sprachtelefonie gehen wir davon aus, dass die bisherige geringe Penetration von VoIP bei kleinen und mittelständischen Unternehmen in naher Zukunft verstärkt zunehmen wird. ecotel wird hiervon gleich mehrfach profitieren. Zum einen ist davon auszugehen, dass außer den Neukunden auch die bisherigen Pre-Selection-Kunden auf VoIP-Kunden umrüsten werden. Das hohe Wachstum bei den VoIP-Minuten wirkt sich wiederum positiv auf den Bereich Wholesale (Wiederverkäuferlösungen) aus. Infolge dessen steigt das terminierte Volumen an Minuten und verschafft dem Unternehmen somit deutlich günstigere Einkaufskonditionen.

Die günstigeren Einkaufskonditionen wiederum erlauben dem Unternehmen eine flexiblere Gestaltung der Kundenkonditionen und schlagen sich in den operativen Margen im Geschäftskundenbereich positiv nieder, ohne das ecotel mit einem spürbaren Preisdruck rechnen muss. Hierzu tragen auch die vorhandene eigene Verbindungstechnologie sowie die sonstige Infrastruktur wie bspw. Billingsysteme bei. Das Unternehmen hat früh erkannt, dass eine eigene Infrastruktur ein entscheidender Wettbewerbsfaktor ist und ohne dessen Einsatz höhermargige Dienstleistungen entlang der Wertschöpfungskette (Vermittlungstechnik) oder ganze Paketlösungen (Non-Carrier-Services) nicht angeboten werden können. Insofern ist bei der ecotel von einem Komplettanbieter zu sprechen, der über eine tiefe Wertschöpfungskette verfügt und in der Lage ist, eine Vielfalt von Telekommunikationsprodukten für Geschäftskunden und andere Kundengruppen (Carrier oder Non-Carrier) anzubieten.

Der Kundenfokus des Unternehmens im Geschäftsbereich Geschäftskundenlösungen liegt eindeutig auf den kleinen und mittelständischen Unternehmen (KMU). ecotel spricht hiermit eine breite Gruppe von Unternehmen an, die von den klassischen Telekommunikationsunternehmen auf Grund ihrer Unternehmensgröße weitgehend vernachlässigt werden. Dank ihrer frühzeitigen Ausrichtung auf die KMUs verfügt das Unternehmen über eine gute Marktposition und einen nachweisbaren Track Record (25.000 Geschäftskunden) in dem Bereich, der mit Blick auf das vorhandene Potenzial der KMUs (über 3 Mio. KMUs in Deutschland) noch deutlich ausbaufähig ist.

Betreut werden die Kunden über eine aus unserer Sicht gut organisierte Vertriebsstruktur. Die Vertriebskanäle des Unternehmens setzen sich aus einer dreiteiligen Struktur zusammen. Zum einen werden über die deutschlandweit rund 450 Vertriebspartner, die zum Teil aus

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Beratungs- und Systemhäusern bestehen, Kunden akquiriert. Rund 70% der Neukunden werden mit Hilfe der Vertriebspartner, die auf Provisionsbasis arbeiten, gewonnen. Durch die erfolgsabhängige Vergütung der Vertriebspartner wird unseres Vernehmen nach vor allem ein künstliches Aufblasen der Fixkosten vermieden.

Den zweiten Vertriebskanal stellt der Telesales dar. Hier werden insbesondere Kunden aus den Verbundgruppen (bspw. Deutscher Genossenschafts- und Raiffeisenverband) angesprochen. Die Verbundgruppen stellen eine wesentliche Zielgruppe des Unternehmens dar. Infolge langwieriger Bemühungen hat sich die ecotel eine enge Geschäftsbeziehung zu den Verbundgruppen erarbeitet, über die das Unternehmen Zugang zu zahlreichen KMUs besitzt.

Das dritte Standbein der Vertriebsstruktur resultiert aus dem Direktvertrieb, der insbesondere komplexere und individuelle Projekte betreut.

Im Geschäftsbereich Wiederverkäuferlösungen ist das Unternehmen aus unserer Sicht nicht als reiner Großhändler zu betrachten, sondern viel mehr als Anbieter von eigenen Services. Die Geschäftstätigkeit Wholesale ist mehr als nur der reine Handel mit Telefonminuten und hat weitreichenden Einfluss auf andere Bereiche, wie bspw. auf die Sprach- und Datendienste, wo der eingekaufte Rohstoff (Telefonminuten) verpackt in Service-Dienstleistungen angeboten wird. Wesentliches Unterscheidungsmerkmal im Bereich Wholesale sind die unternehmens-eigenen Vermittlungstechniken.

Allerdings ist im Bereich Wiederverkäuferlösungen auf Grund des hohen Umsatzanteils (rd. 70%) des niedrigmargigen Wholesalegeschäfts (Rohmarge 2006e: 3%) die Bereichs-Rohmarge (2006e: 7,4%) deutlich niedriger als im Bereich Geschäftskundenlösungen (Rohmarge 2006e: 35%).

Deutliche höhere Margen kann das Unternehmen in den hochmargigen Bereichen Carrier-Services (Rohmarge 2006e: 20%) und Non-Carrier-Services (Rohmarge 2006e: 30%) erzielen. Durch die vorhandenen modularen Plattformen ist das Unternehmen in der Lage, anderen Telekommunikationsunternehmen partielle Dienstleistungen anzubieten. Mit dem zunehmenden Trend zu Outsourcing-Aktivitäten der Telekommunikationsunternehmen gehen wir davon, dass ecotel in Zukunft hier ein signifikantes Umsatzpotenzial erzielen kann. Die hohen Margen in dem Bereich resultieren aus den Cross-Selling Effekten mit dem Segment Geschäftskundenlösungen. Durch den Ausbau der bereits vorhandenen Plattformen dürfte sich das Angebotsspektrum zusätzlich erweitern.

Ähnliches Potenzial prognostizieren wir für das Geschäft mit Non-Carriern. Dank seiner breiten Angebotspalette bietet ecotel branchenfremden Unternehmen die Möglichkeit, ihren Kunden Telekommunikationsdienste anzubieten. ecotel tritt hierbei i.d.R. als Whitelabel-Anbieter oder Co-Brand auf.

Wir sehen in der ecotel AG einen gefestigten Virtual Network Operator im sich schnell verändernden Telekommunikationssektor. Die Ursachen hierfür liegen neben dem technologischen Wandel in dem zunehmenden Bedürfnis der Kunden nach Service-Leistungen. Aus unserer Sicht werden langfristig die Unternehmen erfolgreich am Markt überleben, die beide Aspekte ausreichend berücksichtigen können. Die anhaltenden Marktanteilsverluste der Incumbents sind vornehmlich auf die Nichtberücksichtigung der Kundenbedürfnisse zurückzuführen.

Mehr als nur Großhändler im Handel mit Telefonminuten

Hochmargiges Carrier und Non-Carrier-Geschäft noch im Aufbau

ecotel als gefestigter VNO

Operative Entwicklung

Stetig steigende Umsätze in der Vergangenheit

Steigende Umsätze und profitables Wachstum

Die ecotel AG konnte in den letzten Jahren stetig steigende Umsätze generieren. Im Geschäftsjahr 2004 erwirtschaftete das Unternehmen mit 26,2 (18,5) Mio. Euro 42% mehr Umsatz als 2003. Im gerade abgelaufenen Geschäftsjahr 2005 hielt die Dynamik weiter an. Mit 34,7 Mio. Euro wurde fast ein Drittel mehr Erlöst. Damit hat sich der Konzernumsatz seit 2003 fast verdoppelt (+87,6%). Das Umsatzwachstum wurde in diesem Zeitraum überwiegend im Bereich der "Geschäftskundenlösungen" erzielt.

Die Umsatzverteilung spiegelt aber die sich schnell entwickelnde Diversifikation des Telekommunikationsdienstleisters wider. Im Geschäftsjahr 2003 trug der Geschäftsbereich "Wiederverkäuferlösungen" lediglich 0,3 Mio. Euro oder 1,6% zum Gesamtumsatz bei. Durch den Einstieg in das Geschäft mit branchenfremden Vermarktern 2004 und dem Aufbau des Wholesale-Geschäfts 2005 gewann dieses Geschäftsfeld wesentlich an Bedeutung. 2005 wurden im "Wiederverkäufer"-Bereich 2,656 Mio. Euro oder 7,7% des Umsatzes erzielt. Wachstumstreiber ist hier neben dem Handel mit Telefonminuten (durchschnittliches Wachstum pro Monat in 2005: 29%) das Geschäft Carrier-Services (durchschnittliches Wachstum pro Monat in 2005: 238%)

Der ecotel AG gelang es, dieses hohe Wachstumstempo auch unter dem Strich seit Juli 2002 profitabel zu gestalten. Das EBIT kletterte von 0,5 Mio. Euro 2003 auf 2,2 Mio. Euro 2005, entsprechend stieg die EBIT-Marge im gleichen Zeitraum auf 6,3%. Der Jahresüberschuss verdoppelte sich zwischen 2003 und 2005 von 0,5 Mio. Euro auf 1,0 Mio. Euro.

Breite Wertschöpfung und betriebseigene Infrastruktur als Margenbringer

Aus unserer Sicht ist die gegenwärtige Profitabilität in Anbetracht der hohen Wachstumsraten als respektabel anzusehen. Grund für die spürbare EBIT-Margen-Steigerung ist vor allem die vorhandene breite Wertschöpfungskette, die zukünftig durch die betriebseigene Infrastruktur noch weiter gesteigert werden kann.

Investitionen in die Zukunft

Die sehr gut verlaufende Geschäftstätigkeit der ecotel communications AG wird auch aus dem Cash Flow aus laufender Geschäftstätigkeit deutlich. Dieser beträgt 2005 1,4 (1,0) Mio. Euro. In den vergangenen Jahren hat das Unternehmen viel Kapital in den Ausbau seines Geschäfts investiert. Trotz der hohen Investitionen (2005: 1,4 Mio. Euro) war ecotel bisher in der Lage, diese aus dem laufenden Cash Flow zu finanzieren.

Mit dieser positiven Entwicklung geht eine stets solide Bilanz einher. Mit 1,4 Mio. Euro verfügt ecotel über eine komfortable Liquiditätslage. Zudem hat die Gesellschaft keine Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten. Bereits vor dem Börsengang beträgt die Eigenkapitalquote 31,5%.

Hoher operativer Cash Flow

Prognosen

Wachstum in 2006 über-
wiegend aus dem Bereich
Wiederverkäuferlösungen

Für das laufende Geschäftsjahr prognostizieren wir einen Umsatz von 63,30 (34,66) Mio. Euro. Der deutliche Umsatzanstieg (+83%) resultiert überwiegend aus dem Bereich Wiederverkäuferlösungen (Umsatzanteil 2006e: 36,7%) bzw. dem Wholesalesgeschäft (Umsatzanteil 2006e: 24,9%). Derzeit erwirtschaftet das Unternehmen hier monatliche Umsätze von 1,24 Mio. Euro (Januar 2006). Zum Ende des Jahres dürften in diesem Bereich die monatlichen Umsätze u.E. auf 2,3 Mio. Euro steigen. Im Kerngeschäft Geschäftskundenlösungen erwarten wir eine Fortsetzung des bisherigen Wachstums, wenn auch in abgeschwächter Form. Für die kommenden Jahre erwarten wir eine ähnliche Umsatzentwicklung wie in 2006 mit einer kontinuierlichen Verschiebung zu dem Geschäftsbereich Wiederverkäuferlösungen bei insgesamt geringerer Umsatzdynamik.

Der zunehmende Anteil des margenschwächeren Geschäfts mit Wiederverkäuferlösungen (Umsatzanteil in 2006e: 36,7%; 2005: 7,7%) wirkt sich negativ auf die Rohmargen aus. Infolge einer von uns prognostizierten Rohmarge von 7,4% im Bereich Wiederverkäuferlösungen verringert sich die Gesamt-Rohmarge in 2006 auf 24,9% (33,2%), trotz einer leichten Rohmargenverbesserung im Geschäftskundengeschäft auf 35,0% (33,2%). Bisher wurde der Gesamt-Rohertrag auf Grund des geringen Umsatzanteils der Wiederverkäuferlösungen ausschließlich aus dem Bereich Geschäftskundenlösungen generiert. Auf Sicht von 3-4 Jahren erwarten wir innerhalb der beiden Geschäftsbereiche einen weitgehend gleichverteilte Umsatzaufteilung.

Die steigenden Umsätze im Bereich Wiederverkäuferlösungen ziehen einen entsprechenden Anstieg der Materialaufwendungen, die im wesentlichen aus dem Einkauf von Telefonminuten resultieren, mit sich. Für 2006 erwarten wir einen Anstieg der Materialaufwendungen auf 47,94 (23,15) Mio. Euro. Beim Personalaufwand rechnen wir nicht mit einem vergleichbaren Anstieg wie bei dem Materialaufwendungen, da die zusätzlichen Umsätze bei den Wiederverkäuferlösungen größtenteils mit den Ressourcen aus dem Geschäftskundenbereich generiert werden. Bei einem Personalaufwand von 4,81 (3,89) Mio. Euro sollte die Personalquote für 2006 auf 7,6% (11,2%) sinken.

EBIT-Marge in 2006e:
6,5% (6,3%)

Das EBIT für 2006 prognostizieren wir auf 4,10 (2,20) Mio. Euro. Demnach steigt die EBIT-Marge trotz rückläufiger Rohmarge auf 6,5% (6,3%). Grund für den Margenanstieg beim EBIT sind die sinkenden Aufwandsquoten.

Das Nettoergebnis erwarten wir bei 1,37 (1,04) Mio. Euro, so dass sich nach unseren Prognosen für 2006 ein Ergebnis je Aktie von 0,39 Euro ergibt.

Tabelle 11

Wichtige Kennziffern							
Einheit : Tsd. Euro Geschäftsjahresende : 31. Dez Rechnungslegungsstandard : HGB	2003	2004	2005	2006e	2007e	2008e	
Umsatzerlöse	18.479,6	26.239,5	34.658,7	63.300,0	99.300,0	124.125,0	
Umsatzwachstum		42,0%	32,1%	82,6%	56,9%	25,0%	
Großkundenlösungen	18.200,0	26.000,0	32.100,0	40.100,0	51.100,0	62.689,5	
Umsatzwachstum		42,9%	23,5%	24,9%	27,4%	22,7%	
Bereichsumsatzanteil		99,1%	92,6%	63,3%	51,5%	50,5%	
Wiederverkäuferlösungen	300,0	200,0	2.656,0	23.200,0	48.200,0	61.435,5	
Umsatzwachstum		-33,3%	1228,0%	773,5%	107,8%	27,5%	
Bereichsumsatzanteil		0,8%	7,7%	36,7%	48,5%	49,5%	
Rohhertrag	6.608,8	9.039,7	11.511,7	15.751,8	21.235,0	25.607,9	
Rohmarge	35,8%	34,5%	33,2%	24,9%	21,4%	20,6%	
Geschäftskundenlösungen	0,0	0,0	0,0	14.035,0	17.885,0	21.627,9	
Bereichs-Rohmarge	35,8%	34,5%	33,2%	35,0%	35,0%	34,5%	
Wiederverkäuferlösungen	0,0	0,0	0,0	1.716,8	3.350,0	3.980,0	
Bereichs-Rohmarge	0,0%	0,0%	0,0%	7,4%	7,0%	6,5%	
Betriebsergebnis	508,9	1.426,8	2.197,3	4.103,1	5.760,7	7.048,8	
in % Umsatz	2,8%	5,4%	6,3%	6,5%	5,8%	5,7%	
Jahresüberschuß	515,9	294,7	1.035,2	1.371,8	4.032,9	4.935,0	
in % Umsatz	2,8%	1,1%	3,0%	2,2%	4,1%	4,0%	

Quelle: Independent Research, ecotel AG

Finanzierung

Ausreichend vorhandene Liquidität

Aus dem IPO erwarten wir auf Basis unserer post money-Bewertung Zuflüsse von rd. 21 Mio. Euro. Unabhängig davon halten wir die ecotel bei liquiden Mitteln von 1,42 Mio. Euro für ausreichend finanziert, um notwendige Investitionen für den Ausbau des operativen Geschäfts zu tätigen. Wir schließen daher nicht aus, dass der Mittelzufluss aus dem IPO neben dem Ausbau der Infrastruktur für Akquisitionszwecke genutzt wird.

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Bewertung

Bewertung mittels DCF-Modell

Wir haben bei unserer Bewertung der ecotel AG lediglich das Discounted Cash Flow (DCF)-Modell verwendet. Im Zuge dessen haben wir eine dreistufige Bewertung vorgenommen. Phase I berücksichtigt unsere detaillierten Prognosen aus der Gewinn- und Verlustrechnung bis 2008e. Für die Phase II gehen wir von sinkenden Umsatzsteigerungen bei konstanter EBIT-Marge aus. In der dritten Phase gehen wir von keinem weiteren Wachstum des Free Cash Flow (FCF) aus.

Angesichts fehlender börsennotierter Vergleichsunternehmen mit vergleichbarem Geschäftsmodell und Produktlösungen haben wir zwangsläufig auf die Methode der Peer-Group-Analyse verzichtet.

Für das DCF-Modell haben wir folgende Annahmen getroffen:

Für die Ermittlung des WACCs haben wir einen risikofreien Zins von 4,0% unterstellt. Die Risikoprämie auf das Eigenkapital beläuft sich auf 8,0%, beim Fremdkapital rechnen wir mit 1,0%. Darüber hinaus unterstellen wir ein Beta von 1,27. Hinsichtlich der langfristigen Bilanzstruktur gehen wir von einem Anteil des Eigenkapitals von 70% und des Fremdkapitals von 30% aus.

Wir sehen den fairen Wert je Aktie auf Basis der DCF-Bewertung bei 20,86 Euro

Unter Berücksichtigung dieser Annahmen ergibt sich ein Marktwert des Eigenkapitals von 73,008 Mio. Euro. Bei einer Aktienanzahl von 3,5 Mio. Stück nach dem IPO entspricht das einem Kurs je Aktie von 20,86 Euro.

Tabelle 12: DCF-Bewertung ecotel AG

in Tsd. Euro	2006e	2007e	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Umsatz	63.300	99.300	124.125	142.744	164.155	180.571	195.017	204.767	215.006	225.756
Wachstum Umsatz		56,9%	25,0%	15,0%	15,0%	10,0%	8,0%	5,0%	5,0%	5,0%
EBIT-Marge	6,5%	5,8%	5,7%	5,5%	5,5%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
EBIT	4.103	5.761	7.049	7.851	9.029	9.029	9.751	10.238	10.750	11.288
- Ertragssteuern	-1.231	-1.729	-2.116	2.096	2.411	2.411	2.603	2.734	2.870	3.014
+ Abschreibungen	648	906	1.103	1.268	1.459	1.605	1.733	1.820	1.911	2.006
+/- Veränderung langfristiger Rückstellungen	73	91	63	72	83	92	99	104	109	114
+/- Sonstiges	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Operativer Brutto Cashflow	3.592	5.029	6.099	11.288	12.981	13.135	14.186	14.895	15.640	16.422
-/+ Investitionen in das Nettoumlaufvermögen	5	-1.887	-2.060	-708	-814	-624	-549	-371	-389	-409
-/+ Investitionen in das Anlagevermögen	-1.612	-2.253	-2.742	-3.153	-3.626	-3.748	-3.873	-4.003	-4.137	-4.276
Free Cashflow	1.985	889	1.297	7.427	8.541	8.764	9.764	10.522	11.114	11.738
Barwerte	1.811	727	950	4.874	5.022	4.617	4.610	4.451	4.213	3.987
Summe Barwerte	35.260									
Terminalwert	36.323									
Wert des operativen Geschäfts in Tsd. Euro	71.583									
+ überschüssige liquide Mittel in Tsd. Euro	1.425									
- Fremdkapital in Tsd. Euro	0									
Marktwert Eigenkapital in Tsd. Euro	73.008									
Anzahl der Aktien in Tsd. Stück	3.500									
Kurs in Euro	20,86									

in % vom Gesamtwert : 51%

Modell-Parameter / Entity-DCF-Modell:					
langfristige Bilanzstruktur ->	Eigenkapital:	70%	Fremdkapital:	30%	
risikofreie Rendite:	4,00%	Beta:	1,27	Risikoprämie FK:	1,00%
		Risikoprämie:	8,0%	Tax-Shield:	27,7%
		Zins EK:	14,1%	Zins FK:	3,62%
Wachstumsrate FCF:	0,0%	WACC:	11,0%	Datum:	28.02.06

Quelle: Independent Research

1)2)3)4) **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Fazit

ecotel ist ein Wachstumsstarkes Telekommunikationsunternehmen

Die ecotel AG ist ein wachstumsstarkes Telekommunikationsunternehmen, das über ein breit diversifiziertes, speziell auf kleine und mittelständische Unternehmen ausgerichtetes Produktportfolio verfügt. Das bisherige Kerngeschäft, der Geschäftskundenbereich, ist schon seit einigen Jahren hoch profitabel und bietet auch zukünftig bei steigenden Umsätzen deutliches Ertragspotenzial. Überproportionales Wachstum dürfte vor allem der Bereich Wiederverkäuferlösungen mit dem Carrier-Sevices- und Wholesalesgeschäft bieten. Trotz vergleichsweise niedrigen Rohmargen ist das Geschäft mit Telefonminuten von wettbewerbsrelevanter Bedeutung. Der Handel mit Telefonminuten ist ein entscheidender Schlüssel für Synergieeffekte zwischen den beiden Geschäftsbereichen.

Weitere entscheidende Wettbewerbsvorteile der ecotel sind die Netzunabhängigkeit des Unternehmens und die vorhandene unternehmenseigene technische Infrastruktur, mit dessen Einsatz ecotel in der Lage ist, ein breites Spektrum an Lösungen anzubieten.

Der ständige Ausbau dieser Technologien wird einen entscheidender Faktor für den zukünftigen Erfolg des Unternehmens darstellen. Ohnehin liegt das Hauptrisiko für ein Unternehmen der Telekommunikation in der Größenordnung von ecotel, vor allem im schnellen technologischen Wandel und dessen Einfluss auf den Sektor bzw. die Kundenwünsche. Eine Fehleinschätzung möglicher Markttrends könnte negative wirtschaftliche Folgen für das Unternehmen haben. Weitere nennenswerte Hauptrisiken sehen wir im dem starken Wettbewerb und dem dadurch ausgelösten Preisdruck. Die Gefahr, dass neue vor allem kleinere wachstumsstarke Anbieter mit neuen Lösungen auf den Markt drängen, ist aus unserer Sicht permanent gegeben. Der bereits seit einigen Jahren anhaltende Preisdruck im Sektor für Telekommunikationslösungen könnten sich weiter verschärfen.

Unabhängig von den Risiken sind wir für den Wert optimistisch eingestimmt, die Aussichten sehen wir insgesamt positiv und erwarten eine Fortsetzung der bisherigen guten operativen Entwicklung. Mögliche Akquisitionen mit Hilfe der Mittelzuflüsse aus dem Börsengang könnten den Trend zusätzlich beschleunigen.

Wir sehen den fairen Wert je Aktie auf Basis der DCF-Bewertung bei 20,86 Euro

Unter Einbeziehung des DCF-Modells sehen wir den fairen Wert des Eigenkapitals auf Basis der post money-Bewertung bei 73,008 Mio. Euro. Hieraus resultiert ein fairer Wert je Aktie von 20,86 Euro.

ANHANG

Gewinn und Verlust Rechnung (Konzern)							
Einheit : Tsd. Euro Geschäftsjahresende : 31. Dez Rechnungslegungsstandard : HGB	2003	2004	2005	2006e	2007e	2008e	
Umsatzerlöse	18.479,6	26.239,5	34.658,7	63.300,0	99.300,0	124.125,0	
Umsatzwachstum							
Großkundenlösungen	18.200,0	26.000,0	32.100,0	40.100,0	51.100,0	62.689,5	
Umsatzwachstum	0,0%	42,9%	23,5%	24,9%	27,4%	22,7%	
Bereichsumsatzanteil	0,0%	99,1%	92,6%	63,3%	51,5%	50,5%	
Wiederverkäuferlösungen	300,0	200,0	2.656,0	23.200,0	48.200,0	61.435,5	
Umsatzwachstum	0,0%	-33,3%	1228,0%	773,5%	107,8%	27,5%	
Bereichsumsatzanteil	0,0%	0,8%	7,7%	36,7%	48,5%	49,5%	
sonst. betriebliche Erträge	219,2	243,9	162,5	296,7	465,5	581,8	
in % Umsatz	1,2%	0,9%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	
Materialaufwand	11.870,8	17.199,8	23.147,0	47.548,2	78.065,0	98.517,1	
in % Umsatz	64,2%	65,5%	66,8%	75,1%	78,6%	79,4%	
Personalaufwand	2.795,0	3.224,7	3.893,5	4.812,6	6.680,0	7.150,0	
in % Umsatz	15,1%	12,3%	11,2%	7,6%	6,7%	5,8%	
Abschreibungen	206,9	198,8	351,6	632,8	992,7	1.240,9	
in % Umsatz	1,1%	0,8%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	
sbA	3.317,1	4.433,4	5.231,8	6.500,0	8.267,0	10.750,0	
in % Umsatz	17,9%	16,9%	15,1%	10,3%	8,3%	8,7%	
sonst. Zinsen und ähnliche Erträge	28,0	25,2	15,6	60,7	95,2	119,0	
in % Umsatz	0,2%	0,1%	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%	
Zinsen und ähnliche Aufwendungen	19,9	24,5	28,6	59,0	92,6	115,7	
in % Umsatz	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	
Betriebsergebnis	508,9	1.426,8	2.197,3	4.103,1	5.760,7	7.048,8	
in % Umsatz	2,8%	5,4%	6,3%	6,5%	5,8%	5,7%	
Finanzergebnis	8,1	0,7	-13,0	1,7	2,7	3,3	
Ergebnis der gew. Geschäftstätigkeit	517,0	1.427,5	2.184,2	4.104,8	5.763,4	7.052,1	
in % Umsatz	2,8%	5,4%	6,3%	6,5%	5,8%	5,7%	
Ausserordentliche Aufwendungen	0,0	1.054,2	544,4	1.500,0	0,0	0,0	
in % Umsatz	0,0%	4,0%	1,6%	2,4%	0,0%	0,0%	
sonstige Steuern	1,1	1,6	1,2	1,5	1,5	1,5	
Ertrags-/Einkommenssteuer	0,0	77,1	603,4	1.231,4	1.729,0	2.115,6	
Steuerquote	-0,2%	-21,1%	-36,9%	-47,3%	-30,0%	-30,0%	
Jahresüberschuß	515,9	294,7	1.035,2	1.371,8	4.032,9	4.935,0	
in % Umsatz	2,8%	1,1%	3,0%	2,2%	4,1%	4,0%	

Quelle: Independent Research, ecotel AG

Bilanz (Konzern)						
Einheit : Tsd. Euro Geschäftsjahresende : 31. Dez Rechnungslegungsstandard : HGB	2003	2004	2005	2006e	2007e	2008e
Aktiva						
Aufwendungen für Ingangsetzung	51,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anlagevermögen						
Immaterielle Vermögensgegenstände	35,9	62,0	302,9	506,4	794,4	993,0
Geschäfts- und Firmenwerte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sachanlagen	295,9	476,9	1.075,0	2.029,6	3.527,2	5.399,2
Finanzanlagen	50,0	500,0	700,0	1.016,5	1.513,0	2.133,6
Summe Anlagevermögen	381,8	1.038,9	2.077,9	3.552,5	5.834,6	8.525,8
Umlaufvermögen						
Vorräte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände	2.240,9	3.559,7	4.958,3	8.929,4	14.007,7	17.509,6
- Forderungen aus Lieferung und Leistungen	2.000,0	3.199,3	4.212,7	7.694,0	12.069,8	15.087,2
- gegen verbundene Unternehmen	36,5	74,7	173,1	189,9	297,9	372,4
- sonstige Vermögensgegenstände	204,3	285,7	572,4	1.045,4	1.640,0	2.050,0
Wertpapiere der Umlaufvermögens	567,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
liquide Mittel	727,2	1.459,1	1.424,7	23.970,4	26.440,8	29.180,8
(liquide Mittel -berechnet-)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summe Umlaufvermögen	3.536,0	5.018,7	6.383,0	32.899,7	40.448,5	46.690,4
Latente Steuern	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rechnungsabgrenzungsposten	5,2	10,6	37,6	68,7	107,8	134,7
Summe Aktiva	3.974,1	6.068,2	8.498,5	36.520,9	46.390,8	55.350,9
Passiva						
Eigenkapital						
gezeichnetes Kapital	2.565,0	2.565,0	2.565,0	3.500,0	3.500,0	3.500,0
Kapitalrücklagen	0,0	0,0	0,0	21.071,7	21.071,7	21.071,7
Gewinnrücklagen	0,0	0,0	5,7	5,7	5,7	5,7
Kumulierter übriger Comprehensive Loss	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilanzgewinn	-1.215,9	-921,2	108,2	1.480,1	5.513,0	10.447,9
Summe Eigenkapital	1.349,1	1.643,8	2.678,9	26.057,5	30.090,4	35.025,4
Steuerrückstellungen	0,0	73,2	0,0	0,0	0,0	0,0
sonstige Rückstellungen	36,9	36,2	87,9	160,4	251,7	314,6
Summe der Rückstellungen	36,9	109,4	87,9	160,4	251,7	314,6
Verbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- finanzielle	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
- gegenüber fremden Gesellschaften	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- erhaltene Anzahlungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- aus Lieferung und Leistungen	2.408,4	4.079,6	5.341,1	9.754,9	15.302,8	19.128,5
- gegenüber verbundenen Unternehmen	0,0	0,0	200,0	200,0	200,0	200,0
- sonstige Verbindlichkeiten	176,9	235,3	190,6	348,0	546,0	682,5
(davon zinstragend)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summe der Verbindlichkeiten	2.585,3	4.315,0	5.731,7	10.303,0	16.048,8	20.010,9
Latente Steuern	2,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summe Passiva	3.974,1	6.068,2	8.498,5	36.521,0	46.390,8	55.350,9

Quelle: Independent Research, ecotel AG

1)2)3)4) **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Cash Flow Rechnung (Konzern)								
	Einheit : Geschäftsjahresende : Rechnungslegungsstandard :	Tsd. Euro 31. Dez HGB	2003	2004	2005	2006e	2007e	2008e
Periodenergebnis vor ausserordentlichen Posten			516	1.349	1.580	2.872	4.033	4.935
+ Abschreibungen Ingangsetzung			51	51	0	0	0	0
+ Abschreibungen des AV			156	148	352	642	1.007	1.259
- Zunahme Forderungen aus LuL			-324	-1.199	-1.013	-3.481	-4.376	-3.017
-/+ Zunahme/Abnahme Forderungen gegen verbundenen Unternehmen			54	-38	-98	-17	-108	-74
- Zunahme sonstige Vermögensgegenstände			-92	-81	-287	-473	-595	-410
+/- Abnahme/Zunahme aktive Rechnungsabgrenzung			9	-5	-27	-31	-39	-27
+/- Zunahme/Abnahme Steuerrückstellungen			0	73	-73	0	0	0
-/+ Abnahme/Zunahme sonstige Rückstellungen			-49	-1	52	73	91	63
- Abnahme Verbindlichkeiten ggü. Kreditinstitute			-387	0	0	0	0	0
+ Zunahme Verbindlichkeiten aus LuL			1.168	1.671	1.262	4.414	5.548	3.826
+ Zunahme Verbindlichkeiten ggü. Verbundenen Unternehmen			-1	0	200	0	0	0
-/+ Abnahme/Zunahme sonstige Verbindlichkeiten			-98	58	-45	157	198	136
- Abnahme passive Rechnungsabgrenzung			3	-3	0	0	0	0
- Auszahlungen aus ausserordentlichen Posten			0	-1.054	-544	-1.500	0	0
A. = Cash Flow aus laufender Geschäftstätigkeit			1.006	969	1.356	2.656	5.760	6.690
Einzahlungen aus Anlageabgänge			0	30	0	0	0	0
Investitionen in immaterielle Vermögensgegenstände			-27	-48	-316	-203	-288	-199
Investitionen in das SV			-155	-337	-874	-1.597	-2.505	-3.131
Investitionen in das FV			-50	-450	-200	-317	-497	-621
B. = Cash Flow aus der Investitionstätigkeit			-231	-805	-1.391	-2.117	-3.289	-3.950
Auszahlungen aus der Tilgung von Finanzkrediten			-38	0	0	0	0	0
Einzahlung in die Kapitalrücklage			0	0	0	22.007	0	0
C. = Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit			-38	0	0	22.007	0	0
Finanzmittelfonds am 31. Dezember Vorjahr			558	1.295	1.459	1.425	23.970	26.441
Finanzmittelfonds am 31. Dezember laufendes GJ			1.295	1.459	1.425	23.970	26.441	29.181

Quelle: Independent Research, ecotel AG

Disclaimer

Erläuterung Anlageurteil Aktien - Einzelemittenten -:

Kaufen:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Gewinn von mindestens 15% aufweisen.
Akkumulieren:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Gewinn zwischen 0% und 15% aufweisen.
Reduzieren:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Verlust zwischen 0% und 15% aufweisen.
Verkaufen:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Verlust von mindestens 15% aufweisen.

Hinweis zum Anlageurteil: Seit 01.01.2006 verwendet Independent Research neue Prozentgrenzen (15% statt 20%) bei dem für das entsprechende Anlageurteil veranschlagten Kurspotenzial.

Haftungserklärung

Dieses Dokument ist von der Independent Research GmbH unabhängig von den genannten Emittenten erstellt worden. Die in diesem Dokument enthaltenen Meinungen und Prognosen sind allein diejenigen der Independent Research GmbH. Die Informationen und Meinungen sind datumsbezogen und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern.

Die Independent Research GmbH hat den Inhalt dieses Dokumentes erstellt auf der Grundlage von allgemein zugänglichen Quellen, die als zuverlässig gelten, diese aber nicht unabhängig geprüft. Daher wird die Ausgewogenheit, Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen oder Meinungen weder ausdrücklich gewährleistet noch eine solche Gewährleistung hierdurch impliziert. Der Empfänger dieses Dokumentes sollte sich auf diese Informationen oder Meinungen nicht verlassen. Die Independent Research GmbH übernimmt keine Verantwortung oder Haftung für einen Schaden, der sich aus einer Verwendung dieses Dokumentes oder der darin enthaltenen Angaben oder der sich anderweitig im Zusammenhang damit ergibt. Eine Investitionsentscheidung sollte auf der Grundlage eines ordnungsgemäß genehmigten Prospekts oder Informationsmemorandums erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage dieses Dokumentes.

Dieses Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Einladung zur Zeichnung oder zum Kauf eines Wertpapiers dar, noch bildet dieses Dokument oder die darin enthaltenen Informationen eine Grundlage für eine vertragliche oder anderweitige Verpflichtung irgendeiner Art.

Das Dokument ist nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die im Zusammenhang mit ihrem Handel, Beruf oder ihrer Beschäftigung übertragbare Wertpapiere auf Eigenrechnung oder auf Rechnung anderer erwerben oder verkaufen. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt. Dieses Dokument unterliegt dem Urheberrecht der Independent Research GmbH; es darf weder als Ganzes noch teilweise reproduziert werden oder an eine andere Person weiterverteilt werden. Zitierungen aus diesem Dokument sind mit einer Quellenangabe zu versehen. Jede darüber hinaus gehende Nutzung bedarf der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch die Independent Research GmbH.

Dieses Dokument ist in Großbritannien nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die in Art. 11(3) des Financial Services Act 1986 (Investments Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (in der jeweils geltenden Fassung) beschrieben sind, und darf weder direkt noch indirekt an einen anderen Kreis von Personen weitergeleitet werden. Weder dieses Dokument noch eine Kopie hiervon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika, nach Kanada oder nach Japan oder in ihre jeweiligen Territorien oder Besitzungen geschickt, gebracht oder verteilt werden noch darf es an eine US-Person im Sinne der Bestimmungen des US Securities Act 1933 oder an Personen mit Wohnsitz in Kanada oder Japan verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokumentes in anderen Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz dieses Dokument gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis, diese Beschränkungen zu beachten, kann eine Verletzung der geltenden Wertpapiergesetze darstellen.

Die Independent Research GmbH und ihre verbundenen Unternehmen und/oder Mitglieder ihrer Geschäftsleitung, ihrer leitenden Angestellten und/oder ihrer Mitarbeiter können Positionen in irgendwelchen in diesem Dokument erwähnten Finanzinstrumenten oder in damit zusammenhängenden Investments halten und können diese Finanzinstrumente oder damit zusammenhängende Investments jeweils aufstocken oder veräußern. Die Independent Research GmbH und ihre verbundenen Unternehmen können als Berater für die Finanzinstrumente oder damit zusammenhängender Investments fungieren, Dienstleistungen für oder in Bezug auf diese Emittenten erbringen oder solche Dienstleistungen anbieten und können auch im Vorstand, sonstigen Organen oder Ausschüssen dieser Emittenten vertreten sein. Pflichtangaben nach § 34b WpHG und Finanzanalyseverordnung

Wesentliche Informationsquellen

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

Zusammenfassung der Bewertungsgrundlagen:

Aktienanalysen:

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

Technische Analysen:

Zur technischen Analyse werden historische Kurs- und Umsatzentwicklungen mit Hilfe mathematisch-statistischer Verfahren (Charttechnik, Indikatorteknik, Elliott-Wellen-Theorie, Sentiment-Betrachtungen sowie Relative Stärke-Ansätze) analysiert und Prognosen über künftige Entwicklungen erstellt.

Sensitivität der Bewertungsparameter:

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

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

Zeitliche Bedingungen vorgesehener Aktualisierungen:

Aktienanalysen:

Die Independent Research GmbH führt eine Liste der Emittenten, für die unternehmensbezogene Finanzanalysen ("Coverliste Aktienanalysen") veröffentlicht werden. Kriterium für die Aufnahme oder Streichung eines Emittenten ist die Zugehörigkeit zu einem Index (DAX® und EuroStoxx 50SM). Zusätzlich werden ausgewählte Emittenten aus dem Mid- und Small-Cap-Segment sowie des US-Marktes berücksichtigt. Hierbei liegt es allein im Ermessen der Independent Research GmbH, jederzeit die Aufnahme oder Streichung von Emittenten auf der Coverliste vorzunehmen. Für die auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführten Emittenten wird fortlaufend über aktuelle unternehmensspezifische Ereignisse berichtet. Ferner werden täglich zu einzelnen auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführten Emittenten unternehmensspezifische Ereignisse wie z.B. Ad-hoc-Meldungen oder wichtige Nachrichten bewertet. Für welche Emittenten solche Veröffentlichungen vorgenommen werden, liegt allein im Ermessen der Independent Research GmbH. Darüber hinaus werden für auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführte Emittenten Fundamentalanalysen erstellt. Für welche Emittenten solche Veröffentlichungen vorgenommen werden, liegt allein im Ermessen der Independent Research GmbH.

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

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

Mitarbeiter/-innen der Independent Research GmbH, die mit der Erstellung und/oder Darbietung von Finanzanalysen befasst sind, unterliegen den hausinternen Compliance-Regelungen, die sie als Mitarbeiter/-innen eines Vertraulichkeitsbereiches einstufen. Die hausinternen Compliance-Regelungen entsprechen den Vorschriften der Richtlinie zur Konkretisierung der Organisationspflichten von Wertpapierdienstleistungsunternehmen gemäß § 33 WpHG (<http://www.bafin.de>).

Mögliche Interessenkonflikte - Stand: 03.03.2006

Weder die Independent Research GmbH noch ein mit ihr verbundenes Unternehmen


- 1) hält in Wertpapieren, die Gegenstand dieser Studie sind, 1% oder mehr des Grundkapitals.
- 2) war an einer Emission von Wertpapieren, die Gegenstand dieser Studie sind, beteiligt.
- 3) halten an den Aktien des analysierten Unternehmens eine Netto-Verkaufsposition in Höhe von mindestens 1% des Grundkapitals
- 4) hat die analysierten Wertpapiere aufgrund eines mit dem Emittenten abgeschlossenen Vertrages an der Börse oder am Markt betreut. **Ausnahme hiervon ist das Unternehmen Baader Wertpapierhandelsbank AG; zwischen diesem Unternehmen und Independent Research bestehen vertragliche Beziehungen für die Erstellung von Research-Berichten.**

DURCH ANNAHME DIESES DOKUMENTS AKZEPTIERT DER EMPFÄNGER DIE VERBINDLICHKEIT DER VORSTEHENDEN BESCHRÄNKUNGEN.

Stand: 03.03.2006

**Independent Research GmbH
Staufenstr. 46
60323 Frankfurt**

Zuständige Aufsichtsbehörde:
Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn
und
Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt

 Independent Research

Staufenstraße 46
60323 Frankfurt am Main

Telefon: +49 (69) 971490-0
Telefax: +49 (69) 971490-90
E-Mail: info@irffm.de