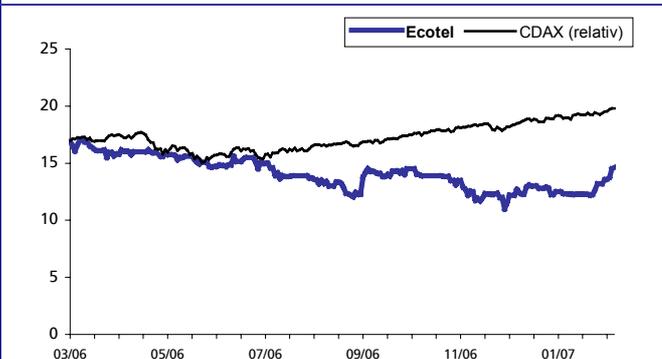


**Kaufen** Risiko: **Kursziel: EUR 23,80**  
(alt: Kaufen) hoch (alt: EUR 20,50)

## Tiscali Nacamar von erheblicher strategischer Bedeutung

Bloomberg: E4C GY Kurs: EUR 14,62  
Reuters: E4CG.DE CDAX: 625,10  
ISIN: DE0005854343  
Internet: www.ecotel.de  
Segment: Freiverkehr  
Branche: Telekommunikationsdienstleistungen



Kursdaten: Bloomberg 05.02.2007 / Schlusskurs

Kurs Hoch / Tief 52 Wochen: EUR 17,45 / EUR 11,00  
Marktkapitalisierung: EUR 51,17 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

### Analyse: SES Research

Veröffentlichung: **06.02.2007**  
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

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

#### Sales Assistance

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

ecotel hat am 05.02.07 bekannt gegeben, für EUR 18,5 Mio. das B2B-Geschäft von Tiscali (Tiscali Nacamar GmbH) in Deutschland erworben zu haben. Tiscali Nacamar ist ein Anbieter von Internet- und Datendiensten (VPN, Hosting, Housing, etc.) für Geschäftskunden. Das Unternehmen hat mehr als 1.200 Geschäftskunden und erzielte im Geschäftsjahr 2006 einen Jahresumsatz von EUR 21 Mio. bei einem geschätzten EBIT von EUR 4 Mio. Nacamar verfügt über ein eigenes Backbone-Netz sowie über ein Network Operating Center in Frankfurt.

Die Akquisition ist aus unserer Sicht für ecotel von erheblicher strategischer Tragweite:

- ecotel erweitert das Produktportfolio um professionelle Internet- und Datenlösungen für Geschäftskunden
- ecotel war bisher als Anbieter von TK-Lösungen für kleine und mittelständische Unternehmen positioniert. Mit der Akquisition von Tiscali Nacamar erschließt sich ecotel den Markt für größere Unternehmen.
- ecotel kann zukünftig hochwertige Internet- und Datenprodukte an das bestehende Kundenportfolio vertreiben (Cross Selling-Potenzial)
- Tiscali Nacamar gehört zu den führenden Anbietern von Streaming-Produkten (IP-TV etc.). Somit dringt ecotel in einen neuen, dynamisch wachsenden Markt vor.

Darüber hinaus erachten wir einen EV/EBIT-Multiplikator von rund 4,5 für Tiscali Nacamar als günstig.

Auf Basis unserer neuen Prognosen ergibt sich für 07e ein KGV von 8,8 und für 08e von 6,3. Unser neues DCF-basiertes 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: 14,62 €					
<b>Umsatz</b>	26,2	34,7	63,5	108,0	138,7
Umsatz (alt)				84,9	113,3
Delta			n.a.	27,2%	22,5%
<b>EBITDA</b>	1,6	2,5	5,3	12,2	16,2
Marge	6,20%	7,35%	8,27%	11,33%	11,67%
EBITDA (alt)				7,6	10,1
Delta			n.a.	60,9%	60,3%
<b>EBIT</b>	1,4	2,2	4,5	10,4	14,3
Marge	5,44%	6,34%	7,09%	9,66%	10,29%
EBIT (alt)				6,8	9,2
Delta			n.a.	53,3%	55,2%
<b>Nettoergebnis</b>	0,3	1,0	-5,4	5,9	8,2
Marge	1,12%	2,99%	-8,45%	5,44%	5,93%
Nettoergebnis (alt)				4,2	5,7
Delta			n.a.	39,8%	44,3%
<b>Ergebnis je Aktie</b>	0,11	0,40	-1,53	1,68	2,35
Ergebnis je Aktie (alt)				1,21	1,63
Delta			n.a.	38,8%	44,2%
<b>Dividende je Aktie</b>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dividendenrendite	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Dividende (alt)				0,00	0,00
Delta			n.a.	n.m.	n.m.
<b>EV/Umsatz</b>	1,61	1,22	0,67	0,39	0,31
<b>EV/EBITDA</b>	26,04	16,60	8,06	3,46	2,61
<b>EV/EBIT</b>	29,66	19,26	9,40	4,06	2,96
<b>KGV</b>	132,91	36,55	n.m.	8,70	6,22
<b>ROCE</b>	-417,2%	878,9%	199,6%	44,7%	58,9%
<b>Adj. Free Cash Flow Yield</b>	-0,02	-0,03	-0,18	-0,36	0,17

Unterstützend für die Aktie dürfte der erwartete Newsflow sein. Mit dem Jahresabschluss 2006 erfolgt die Umstellung auf IFRS. Damit werden gleichzeitig die Voraussetzungen für den Wechsel in den Prime Standard geschaffen. Zudem erwarten wir, dass ecotel das Mobilfunkgeschäft in 2007 durch eine weitere Akquisition stärken dürfte. Für März/April gehen wir von einer Erhöhung des Freefloats aus (Ende der lock-up für Altaktionäre).

Planungsgrundlagen ecotel Small Business				
	2005	2006e	2007e	2008e
Zahl der Kundenverträge	36.800	45.000	45.500	46.500
ARPU pro Kundenvertrag in €	870	980	1.250	1.620
<b>Umsatz in Mio. €</b>	<b>32,0</b>	<b>44,1</b>	<b>56,9</b>	<b>75,3</b>
Veränderung in%	22%	37,7%	29,0%	32,4%
<b>Rohhertrag</b>	<b>11,3</b>	<b>16,4</b>	<b>21,6</b>	<b>29,0</b>
Rohhertrags-Marge	35,3%	37,3%	38,0%	38,5%
<b>EBIT</b>	<b>2,5</b>	<b>4,5</b>	<b>6,0</b>	<b>8,5</b>
EBIT-Marge	7,8%	10,2%	10,5%	11,3%
Veränderung in%	57%	80,0%	33,3%	41,7%

Tabelle 1, Quelle: SES Research

Planungsgrundlagen ecotel Nacamar		
	2007e	2008e
<b>Umsatz in Mio. €</b>	<b>23,1</b>	<b>25,41</b>
Veränderung in%	10,0%	10,0%
<b>Rohhertrag</b>	<b>11,6</b>	<b>12,7</b>
Rohhertrags-Marge	50,0%	50,0%
<b>EBIT</b>	<b>3,9</b>	<b>5,1</b>
EBIT-Marge	17,0%	20,0%
Veränderung in%	-1,8%	29,4%

Tabelle 2, Quelle: SES Research

Prognosen Segment Wiederverkaufslösungen				
	2005	2006e	2007e	2008e
<b>Umsatz</b>	<b>2,7</b>	<b>19,4</b>	<b>28</b>	<b>38</b>
Veränderung	n.a.	619%	44%	36%
<b>Rohhertrag</b>	<b>0,2</b>	<b>1,1</b>	<b>2,1</b>	<b>2,6</b>
Rohhertrags-Marge	7,4%	5,7%	7,5%	6,8%
Veränderung	n.a.	450%	91%	24%
<b>EBIT</b>	<b>-0,60</b>	<b>0</b>	<b>0,5</b>	<b>0,7</b>
EBIT-Marge	n.a.	n.a.	1,8%	1,8%
Veränderung	n.a.	n.a.	n.a.	40%

Tabelle 3, Quelle: SES Research

DCF Modell															
	2007e	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	
Umsatz	108,0	138,7	149,8	161,8	171,5	176,7	182,0	187,4	193,1	198,9	204,8	211,0	217,3	223,8	
Veränderung	70,0%	28,5%	8,0%	8,0%	6,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	
EBIT	10,4	14,3	15,7	17,0	17,2	17,7	18,2	18,7	17,4	17,9	18,4	17,9	18,5	19,0	
EBIT-Marge	9,7%	10,3%	10,5%	10,5%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	9,0%	9,0%	9,0%	8,5%	8,5%	8,5%	
Steuerquote	39,0%	39,0%	39,0%	39,0%	39,0%	39,0%	39,0%	39,0%	39,0%	39,0%	39,0%	39,0%	39,0%	39,0%	
Abschreibungen	1,8	1,9	3,0	3,2	3,4	3,5	3,6	3,7	3,9	4,0	4,1	4,2	4,3	4,5	
in % vom Umsatz	1,7%	1,4%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	
Liquiditätsveränderung															
- Working Capital	-2,4	-0,8	-0,3	-0,5	-0,2	-0,1	-0,1	-2,0	-0,2	-0,2	-0,2	-2,3	-0,3	-0,3	
- Investitionen	-20,5	-2,0	-3,0	-3,2	-3,4	-3,5	-3,6	-3,7	-3,9	-4,0	-4,1	-4,2	-4,3	-4,5	
Investitionsquote	19,0%	1,4%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	
Übriges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Free Cash Flow (WACC-Modell)	-14,7	7,8	9,3	9,8	10,3	10,7	11,0	9,5	10,4	10,7	11,1	8,6	11,0	11,3	
<b>Wertermittlung (Mio. €)</b>															
Barwerte bis 2020	53,3														
Terminal Value	39,4														
Verbindlichkeiten	-14,5														
Liquide Mittel	5,0														
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>83,2</b>														
Aktienzahl (Mio.)	3,50														
<b>Wert je Aktie (€)</b>	<b>23,76</b>														
<b>Modellparameter</b>															
Fremdkapitalquote					15,00%										
Fremdkapitalzins					6,8%										
Marktrendite					9,50%										
risikofreie Rendite					4,00%										
Beta					1,20										
WACC					9,63%										
ewiges Wachstum					1,50%										
<b>Sensitivität Wert je Aktie (€)</b>															
WACC															
0,75%															
1,00%															
1,25%															
1,50%															
1,75%															
2,00%															
2,25%															
10,63%									19,58	19,79	20,02	20,25	20,50	20,77	21,05
10,13%									21,11	21,36	21,62	21,90	22,20	22,52	22,85
9,88%									21,94	22,21	22,50	22,80	23,13	23,48	23,84
9,63%									22,81	23,11	23,43	<b>23,76</b>	24,12	24,50	24,90
9,38%									23,74	24,06	24,41	24,78	25,17	25,59	26,04
9,13%									24,72	25,08	25,46	25,86	26,30	26,76	27,26
8,63%									26,88	27,31	27,77	28,26	28,79	29,36	29,97

## Kennzahlen (ecotel)

GuV (in Mio. €)	2005	2006e	2007e	2008e
Umsatz	34,7	63,5	108,0	138,7
Gesamtleistung	34,7	63,5	108,0	138,7
Materialaufwand	23,1	46,0	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
Nettoliqidität	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%	83,2%	70,0%	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%	72,4%	67,3%	68,1%
Personalaufwand / Umsatz	11,2%	8,2%	12,5%	10,5%

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

Kursdaten	2005	2006e	2007e	2008e
Kurs (€)				14,62
Marktkap. (Mio. €)				51
Enterprise Value (Mio. €)				42

Aktienkennzahlen	2005	2006e	2007e	2008e
Ergebnis je Aktie (€)	0,40	-1,53	1,68	2,35
Umsatz je Aktie (€)	13,51	18,14	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	36,23	neg.	8,71	6,22
KUV	1,08	0,81	0,47	0,37
EV/SALES	1,22	0,67	0,39	0,31
EV/EBITDA	16,60	8,06	3,46	2,61
EV/EBIT	19,26	9,40	4,06	2,96
KBV	19,10	4,48	2,96	2,01
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

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

Rentabilität	2005	2006e	2007e	2008e
EBITDA / Umsatz	7,4%	8,3%	11,3%	11,7%
EBIT / Umsatz	6,3%	7,1%	9,7%	10,3%
EBT / Umsatz	4,7%	-6,7%	8,9%	9,7%
Nettoergebnis / Umsatz	3,0%	-8,5%	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%

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

**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.