

ecotel communication ag

26. AUGUST 2014

Votum:	Kaufen		
alt:	Halten	vom	21.02.2014
Kursziel (in Euro)	11,00		
Kurs (Xetra) (in Euro)	8,23		
25.08.2014	13:32 Uhr		
Kurspotenzial	34%		

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

Aktiedaten	
Aktienanzahl (in Mio. Stück)	3,510
Streubesitz	29,9%
Marktkapitalisierung (in Mio. Euro)	28,9
Ø Tagesumsatz (Stück)	4.699
52W Hoch	07.04.2014 9,20 Euro
52W Tief	26.09.2013 5,17 Euro

Termine	
Q3-Zahlen	14.11.2014
Eigenkapitalforum	25.11.2014

Performance		
	Absolut	Relativ ggü. DAX
1 Monat	-4,2%	-2,6%
3 Monate	-3,2%	-0,4%
6 Monate	9,4%	11,8%
12 Monate	52,4%	35,1%

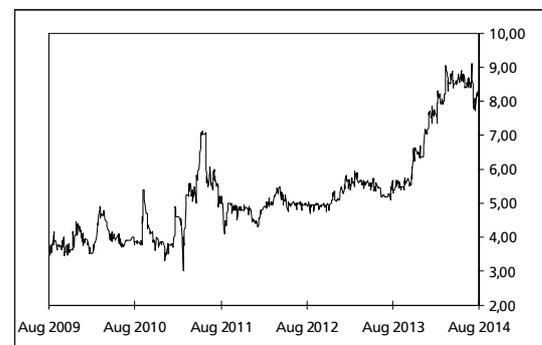
Index-Gewichtung	
Keine Indexzugehörigkeit	

B2B-Geschäft soll ab H2 anziehen/günstige 2015er Bewertung

- In H1 2014 legte der Umsatz um 14,6% auf 50,2 (43,8; unsere Prognose: 49,2) Mio. Euro zu (getrieben v.a. durch ein über den Erwartungen liegendes Wiederverkäufergeschäft, aber auch das Segment New Business). Das H1-EBITDA nahm um 8,2% auf 3,6 (3,3) Mio. Euro zu und lag damit leicht über unserer Prognose von 3,5 Mio. Euro.
- Wir haben unsere 2014er Prognose beim Umsatz auf 96,5 (bisher: 93,5) Mio. Euro leicht erhöht (neben dem in H2 anziehenden B2B-Geschäft (v.a. Allianz-Projekt) auch höher als bisher unterstellte Dynamik im Wiederverkäufergeschäft). Unsere 2014er EBITDA-Prognose von 7,4 Mio. Euro (ecotel-Ziel: 6,5 - 7,5 Mio. Euro; obere Bandbreite) halten wir aufrecht. Für 2015 rechnen wir unverändert mit einem Umsatz bzw. einem EBITDA von 97,5 Mio. Euro bzw. 9,3 Mio. Euro (ecotel wird zum Carrier; zunehmender Anteil des hochmargigen B2B-Geschäfts (u.a. bis 2015 geplanter Abschluss des Anschlusses der Allianz-Agenturen)).
- Wir bestätigen unser Kaufen-Votum (langfristige Verträge beim Allianz-Projekt; erwarteter starker 2014er und 2015er FCF; mögliche Aktienrückkäufe; günstige 2015er Bewertung) bei einem unveränderten Kursziel von 11,00 Euro (Peer Group- und DCF-Modell).

	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e
Umsatzerlöse	98,3	84,5	94,3	91,4	96,5	97,5
Umsatzwachstum	-0,4%	-14,0%	11,6%	-3,1%	5,6%	1,0%
EBITDA	4,8	7,1	6,8	6,7	7,4	9,3
EBITDA-Marge	4,9%	8,4%	7,3%	7,3%	7,7%	9,5%
Jahresüberschuss	0,1	1,1	-2,6	1,5	1,4	2,9
Nettomarge	0,1%	1,4%	neg.	1,7%	1,4%	3,0%
Gewinn je Aktie	0,02	0,29	-0,70	0,42	0,38	0,80
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Nettoverschuldung / EBITDA	1,8	0,7	0,2	0,1	-0,1	-0,4
Net Gearing	0,4	0,1	0,0	0,1	-0,1	-0,2
Free Cashflow (FCF)	3,4	4,0	3,1	-1,9	3,7	3,2
FCF je Aktie (Euro)	0,90	1,06	0,83	-0,53	1,02	0,89
EV / Umsatz	0,2	0,3	0,2	0,3	0,3	0,3
EV / EBITDA	4,2	3,2	2,7	3,5	4,5	3,6
EV / EBIT	14,1	7,2	47,2	7,0	9,9	6,2
EV / FCF	5,6	5,0	4,7	neg.	7,4	8,3
KGV	182,4	17,4	neg.	13,5	21,8	10,3
KBV	0,8	0,9	0,9	1,0	1,4	1,2
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

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



Quelle: Bloomberg

Kontakt

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

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

Thomas Aldenrath / thomas.aldenrath@wgzbank.de
 Jörg Eberhardt / joerg.eberhardt@wgzbank.de
 Oliver Garbe / oliver.garbe@wgzbank.de
 Dorothee Hönes / dorothee.hoene@wgzbank.de
 Ansgar Krekeler / ansgar.krekeler@wgzbank.de
 Thomas Reher / thomas.reher@wgzbank.de
 Udo Zartner / udo.zartner@wgzbank.de

Ersteller: A. Vashkevich, S. Röhle (Analysten)

Bewertung

Bewertungsfazit

Die zusammenfassende Bewertung ergibt unverändert ein Kursziel von 11,00 Euro je Aktie. Der faire Wert nach dem DCF-Modell beträgt nun 9,66 Euro je Aktie. Der faire Wert nach der Peer-Group-Bewertung liegt nun bei 18,39 Euro je Aktie.

Kursziel für die ecotel-Aktie von unverändert 11,00 Euro

ecotel communication ag		
Bewertung - Zusammenfassung		
Angaben in Euro		
	Fairer Wert	Gewichtung
Discounted Cashflow - Modell	9,66	80,0%
Peer Group - Analyse	18,39	20,0%
Fairer Wert	11,41	
Kursziel		11,00

Quelle: Eigene Schätzungen

ecotel communication ag										
Discounted Cashflow - Modell										
Angaben in Mio. Euro	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Umsatz	96,5	97,5	100,3	103,3	106,2	109,2	112,3	115,4	118,6	122,0
Umsatzwachstum	5,6%	1,0%	2,9%	3,0%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%
EBIT-Marge	3,5%	5,5%	5,2%	4,9%	4,6%	4,3%	4,0%	3,6%	3,3%	3,0%
EBIT	3,4	5,4	5,2	5,1	4,9	4,7	4,4	4,2	3,9	3,7
- Ertragssteuern	-1,0	-1,6	-1,6	-1,5	-1,5	-1,4	-1,3	-1,3	-1,2	-1,1
+ Abschreibungen	4,0	3,9	3,8	3,7	3,5	3,3	3,0	2,9	3,0	3,0
+/- Sonstiges (u.a. Minderheitsanteile)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Operativer Brutto-Cashflow	6,4	7,7	7,5	7,3	6,9	6,5	6,1	5,8	5,7	5,6
-/+ Investitionen in das Nettoumlaufverm.	1,5	-0,7	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
- Investitionen in das Anlagevermögen	-3,4	-3,0	-3,0	-3,2	-3,2	-3,3	-3,0	-2,9	-3,0	-3,0
Free Cashflow	4,5	4,0	4,4	4,0	3,5	3,1	3,0	2,8	2,6	2,4
Barwerte	4,3	3,5	3,5	3,0	2,4	1,9	1,7	1,5	1,3	1,1
Summe Barwerte	24,3									
Terminalwert	14,9									
										in % vom Gesamtwert: 38%
Wert des operativen Geschäfts	39,1									
+ Liquide Mittel	4,7									
- Finanzverbindlichkeiten	-7,0									
- Pensionsrückstellungen	0,0									
- Minderheitenanteile	-2,3									
Marktwert Eigenkapital	34,5									
Anzahl der Aktien in Mio. Stück	3,574									
Fairer Wert je Aktie (Euro)	9,66									

Modell-Parameter:

Langfristige Bilanzstruktur:	Eigenkapital:	75%	Fremdkapital:	25%	
Risikofreie Rendite:	3,0%	Beta:	1,6	Risikoprämie FK:	1,5%
		Risikoprämie:	5,0%	Tax-Shield:	30,0%
		Zins EK:	11,1%	Zins FK:	3,2%
Wachstum FCF (TV):	2,0%	WACC:	9,1%	Datum:	26.08.2014

Quelle: Eigene Schätzungen

Sensitivitätsanalyse (in Euro)

		Diskontierungszinssatz (WACC)			
		8,1%	8,6%	9,1%	9,6%
Wachstum FCF (TV)	1,0%	10,23	9,65	9,15	8,70
	1,5%	10,57	9,94	9,39	8,90
	2,0%	10,97	10,27	9,66	9,13
	2,5%	11,44	10,65	9,98	9,39

Quelle: Eigene Schätzungen

ecotel communication ag

Peer Group - Analyse

	KGV		EV / EBIT		EV / EBITDA		EV / Umsatz	
	2014e	2015e	2014e	2015e	2014e	2015e	2014e	2015e
Drillisch	26,4	24,5	19,6	17,1	17,4	14,8	5,1	4,6
freenet	10,7	10,5	10,2	10,0	8,6	8,5	1,0	1,0
QSC	71,9	23,7	35,3	17,6	5,5	5,0	0,7	0,7
United Internet	22,0	18,2	15,4	12,9	12,8	11,0	2,3	2,1
Median	24,2	21,0	17,5	15,0	10,7	9,7	1,6	1,6
Mittelwert	32,8	19,2	20,1	14,4	11,1	9,8	2,3	2,1
Standardabweichung	23,3	5,6	9,4	3,2	4,5	3,6	1,7	1,5
ecotel communication ag	21,5	10,1	9,9	6,2	4,5	3,6	0,3	0,3

in Mio. Euro, Ergebnis je Aktie in Euro	Ergebnis je Aktie		EBIT		EBITDA		Umsatz	
	2014e	2015e	2014e	2015e	2014e	2015e	2014e	2015e
ecotel communication ag	0,38	0,81	3,4	5,4	7,4	9,3	96,5	97,5
Unternehmenswert (EV)			58,8	81,1	78,9	90,6	158,4	152,0
Liquide Mittel			4,7		4,7		4,7	
Finanzverbindlichkeiten			-7,0		-7,0		-7,0	
Faire Marktkapitalisierung			56,5	78,8	76,6	88,3	156,1	149,7
Aktienanzahl (in Mio. Stück)			3,6		3,6		3,6	
Fairer Wert je Aktie in Euro	9,28	17,06	15,81	22,06	21,44	24,71	43,68	41,90
Durchschnittswert	13,17		18,93		23,08		42,79	
Gewichtung	1/3		1/3		1/3			
Fairer Wert je Aktie in Euro					18,39			

Quelle: Eigene Schätzungen; Bloomberg

Schlusskurse vom 25.08.2014

Anhang

ecotel communication ag

Gewinn- und Verlustrechnung

Angaben in Mio. Euro	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e
Umsatzerlöse	98,3	84,5	94,3	91,4	96,5	97,5
Erhöhung des Bestandes an fertigen und unfertigen Erzeugnissen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Andere aktivierte Eigenleistungen	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Sonstige betriebliche Erträge	1,1	1,6	1,0	0,6	0,6	0,7
Gesamtleistung	99,5	86,1	95,4	92,0	97,1	98,2
Materialaufwand	-75,5	-59,8	-69,2	-64,4	-68,6	-68,2
Personalaufwand	-9,5	-9,7	-10,0	-10,6	-10,8	-11,1
Abschreibungen	-3,4	-4,0	-6,5	-3,4	-4,0	-3,9
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-9,7	-9,5	-9,3	-10,3	-10,3	-9,6
EBIT	1,4	3,1	0,4	3,3	3,4	5,4
Sonstige Zinsen und ähnliche Erträge	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1
Sonstige Finanzaufwendungen	-0,6	-0,5	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2
Ergebnis aus At-Equity bewerteten Beteiligungen	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges Finanzergebnis	0,0	0,0	-1,1	0,0	0,0	0,0
Finanzergebnis	-0,7	-0,4	-1,3	-0,2	-0,2	-0,1
Außergewöhnliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	0,7	2,7	-0,9	3,1	3,2	5,3
Steuern von Einkommen und vom Ertrag	-0,4	-1,0	-0,8	-1,0	-0,9	-1,6
Jahresüberschuss	0,3	1,7	-1,7	2,1	2,2	3,7
Anteile anderer Gesellschafter am Jahresergebnis	-0,2	-0,6	-0,9	-0,6	-0,8	-0,8
Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter	0,1	1,1	-2,6	1,5	1,4	2,9
Anzahl Aktien (in Stück)	3,8	3,8	3,7	3,6	3,6	3,6
Gewinn je Aktie (unverwässert in EUR)	0,02	0,29	-0,70	0,42	0,38	0,80

Quelle: ecotel communication ag; eigene Schätzungen

ecotel communication ag

Gewinn- und Verlustrechnung (Positionen in % von der Gesamtleistung)

Angaben in Mio. Euro	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e
Umsatzerlöse	98,8%	98,1%	98,8%	99,3%	99,4%	99,3%
Erhöhung des Bestandes an fertigen und unfertigen Erzeugnissen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Andere aktivierte Eigenleistungen	0,1%	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige betriebliche Erträge	1,1%	1,9%	1,0%	0,7%	0,6%	0,7%
Gesamtleistung	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Materialaufwand	-75,9%	-69,5%	-72,5%	-70,0%	-70,6%	-69,5%
Personalaufwand	-9,5%	-11,3%	-10,5%	-11,5%	-11,1%	-11,3%
Abschreibungen	-3,4%	-4,6%	-6,8%	-3,7%	-4,2%	-4,0%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-9,7%	-11,0%	-9,7%	-11,2%	-10,6%	-9,8%
EBIT	1,4%	3,7%	0,4%	3,6%	3,5%	5,5%
Sonstige Zinsen und ähnliche Erträge	0,1%	0,1%	0,1%	0,0%	0,1%	0,1%
Sonstige Finanzaufwendungen	-0,6%	-0,6%	-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,2%
Ergebnis aus At-Equity bewerteten Beteiligungen	-0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstiges Finanzergebnis	0,0%	0,0%	-1,2%	0,0%	0,0%	0,0%
Finanzergebnis	-0,7%	-0,5%	-1,4%	-0,2%	-0,2%	-0,1%
Außergewöhnliches Ergebnis	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBT	0,7%	3,2%	-0,9%	3,3%	3,3%	5,4%
Steuern von Einkommen und vom Ertrag	-0,4%	-1,2%	-0,8%	-1,1%	-1,0%	-1,6%
Jahresüberschuss	0,3%	2,0%	-1,8%	2,3%	2,3%	3,8%
Anteile anderer Gesellschafter am Jahresergebnis	-0,2%	-0,7%	-0,9%	-0,7%	-0,9%	-0,8%
Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter	0,1%	1,3%	-2,7%	1,6%	1,4%	3,0%

Quelle: ecotel communication ag; eigene Schätzungen

ecotel communication ag

Bilanz

Angaben in Mio. Euro	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e
Geschäfts- oder Firmenwert	12,1	11,8	8,9	8,9	8,9	8,9
Übrige immaterielle Vermögenswerte	6,4	5,2	4,9	4,9	4,8	4,6
Sachanlagen	5,9	5,1	5,9	9,4	8,9	8,2
At-Equity-Beteiligungen	1,6	1,6	1,4	0,9	0,9	0,9
Sonstige langfristige Forderungen und Vermögenswerte	0,6	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Latente Steuern	0,6	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Langfristige Vermögenswerte	27,2	24,5	21,1	24,1	23,5	22,6
Vorräte	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	14,4	13,4	12,5	14,2	13,4	14,0
Übrige Steuerforderungen	0,2	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Sonstige nichtfinanzielle Vermögenswerte	0,8	1,2	1,4	1,5	1,7	1,8
Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente	6,1	6,2	7,5	6,1	8,1	9,2
Kurzfristige Vermögenswerte	21,6	20,9	21,6	21,9	23,2	25,1
Aktiva	48,8	45,4	42,7	46,0	46,7	47,7
Gezeichnetes Kapital	3,8	3,8	3,7	3,6	3,6	3,6
Kapitalrücklage	1,7	1,7	1,4	1,4	1,4	1,4
Sonstige Rücklagen	14,0	15,0	12,5	13,7	13,7	13,7
Konzerngewinn	0,0	0,0	0,0	0,0	1,4	4,3
Eigenkapital ohne Anteile anderer Gesellschafter	19,5	20,5	17,6	18,7	20,1	23,0
Anteile anderer Gesellschafter	0,5	0,9	1,7	2,0	2,0	2,0
Eigenkapital	20,0	21,4	19,3	20,8	22,1	25,0
Rückstellungen für Pensionen und andere Verpflichtungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Langfristige sonstige Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Langfristige Finanzverbindlichkeiten	5,4	6,6	4,8	6,5	4,6	2,7
Latente Steuerverbindlichkeiten	0,8	1,0	0,7	0,9	0,9	0,9
Langfristige Verbindlichkeiten	6,2	7,6	5,5	7,4	5,5	3,6
Kurzfristige Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	7,9	2,7	2,5	0,9	0,9	0,8
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	12,8	11,6	13,0	12,9	13,4	13,8
Steuerverbindlichkeiten	0,4	0,3	0,7	0,6	1,0	0,9
Kurzfristige sonstige Verbindlichkeiten	1,5	1,8	1,7	3,5	3,8	3,5
Kurzfristige Verbindlichkeiten	22,6	16,4	17,9	17,9	19,1	19,0
Passiva	48,8	45,4	42,7	46,0	46,7	47,7

Quelle: ecotel communication ag; eigene Schätzungen

ecotel communication ag

Bilanz (Positionen in % von Bilanzsumme)

Angaben in Mio. Euro	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e
Geschäfts- oder Firmenwert	24,8%	26,0%	20,9%	19,3%	19,1%	18,7%
Übrige immaterielle Vermögenswerte	13,1%	11,4%	11,5%	10,6%	10,3%	9,6%
Sachanlagen	12,1%	11,2%	13,8%	20,4%	19,0%	17,1%
At-Equity-Beteiligungen	3,3%	3,5%	3,3%	2,0%	1,9%	1,9%
Sonstige langfristige Forderungen und Vermögenswerte	1,2%	1,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Latente Steuern	1,2%	0,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Langfristige Vermögenswerte	55,7%	54,0%	49,4%	52,4%	50,2%	47,3%
Vorräte	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	29,5%	29,5%	29,3%	30,8%	28,7%	29,4%
Übrige Steuerforderungen	0,4%	0,0%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige nichtfinanzielle Vermögenswerte	1,6%	2,6%	3,3%	3,3%	3,5%	3,8%
Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente	12,5%	13,6%	17,6%	13,3%	17,3%	19,3%
Kurzfristige Vermögenswerte	44,2%	46,0%	50,6%	47,6%	49,8%	52,7%
Aktiva	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Gezeichnetes Kapital	7,8%	8,4%	8,6%	7,8%	7,7%	7,5%
Kapitalrücklage	3,5%	3,7%	3,3%	3,1%	3,1%	3,0%
Sonstige Rücklagen	28,7%	33,0%	29,3%	29,8%	29,3%	28,7%
Konzerngewinn	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	2,9%	9,0%
Eigenkapital ohne Anteile anderer Gesellschafter	39,9%	45,1%	41,2%	40,7%	43,1%	48,3%
Anteile anderer Gesellschafter	1,0%	2,0%	4,0%	4,4%	4,3%	4,2%
Eigenkapital	41,0%	47,1%	45,2%	45,1%	47,4%	52,5%
Rückstellungen für Pensionen und andere Verpflichtungen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Langfristige sonstige Rückstellungen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Langfristige Finanzverbindlichkeiten	11,1%	14,5%	11,2%	14,1%	9,7%	5,7%
Latente Steuerverbindlichkeiten	1,6%	2,2%	1,6%	2,0%	1,9%	1,9%
Langfristige Verbindlichkeiten	12,7%	16,7%	12,9%	16,1%	11,7%	7,6%
Kurzfristige Rückstellungen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	16,2%	5,9%	5,9%	2,0%	1,8%	1,8%
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	26,2%	25,5%	30,5%	28,0%	28,7%	28,9%
Steuerverbindlichkeiten	0,8%	0,7%	1,6%	1,3%	2,2%	1,8%
Kurzfristige sonstige Verbindlichkeiten	3,1%	4,0%	4,0%	7,6%	8,2%	7,3%
Kurzfristige Verbindlichkeiten	46,3%	36,1%	41,9%	38,8%	40,9%	39,9%
Passiva	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Quelle: ecotel communication ag; eigene Schätzungen

ecotel communication ag

Kapitalflussrechnung

Angaben in Mio. Euro	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e
Konzernjahresergebnis vor Ertragssteuern	0,7	2,7	-0,9	3,1	3,2	5,3
Abschreibungen	3,5	4,0	7,2	3,4	4,0	3,9
Gezahlte Ertragssteuern	0,1	-0,3	-0,5	-0,9	-0,9	-1,6
Nicht zahlungswirksame Aufwendungen / Erträge	0,0	0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0
Gewinne Abgang SAV	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Pensionsrückstell. u. sonst. langfr. Rückstell.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Brutto-Cashflow	4,6	6,5	5,7	5,5	6,2	7,6
Zunahme / Abnahme Vorräte, FO L.L., andere Aktiva	2,6	0,5	0,9	-1,8	0,6	-0,8
Zunahme / Abnahme VB L.L., andere Passiva	-2,3	-1,0	0,0	2,9	0,8	0,1
Zinsergebnis	0,5	0,3	0,2	0,2	0,2	0,1
Mittelzufluss/-abfluss aus der laufenden Geschäftstätigkeit	5,3	6,3	6,8	6,9	7,9	7,0
Investitionen in Sachanlagen	-1,7	-1,7	-2,8	-8,2	-2,2	-2,0
Investitionen in Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investitionen in immaterielle VG	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,2	-1,0
Investitionen	-1,7	-1,7	-2,8	-8,2	-3,4	-3,0
Zins- und sonstige Finanzeinzahlungen	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Ein-/Auszahlungen aus Positionen, die nicht der betrieblichen oder der Finanzierungstätigkeit zuzuordnen sind	-0,2	0,1	0,0	0,5	0,0	0,0
Mittelzufluss/-abfluss aus der Investitionstätigkeit	-1,8	-1,6	-2,7	-7,7	-3,4	-3,0
Dividendenausschüttung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalerhöhung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Auszahlung aus der Tilgung von Finanzkrediten	-3,8	-8,0	-2,5	-2,3	0,0	0,0
Einzahlung aus der Aufnahme von Finanzkrediten	0,0	4,0	0,5	2,6	-2,0	-1,8
Einzahlung / Auszahlung Minderheitsgesellschafter	0,0	0,0	-0,5	-0,6	-0,8	-0,8
Zins- und sonstige Finanzausgaben	-0,7	-0,5	-0,3	-0,3	0,3	-0,2
Mittelzufluss/-abfluss aus der Finanzierungstätigkeit	-4,5	-4,5	-2,8	-0,6	-2,6	-2,9
Zahlungswirksame Veränderungen des Finanzmittelbestandes	-1,0	0,2	1,3	-1,4	2,0	1,1
Veränderung: Konsolidierung/Wechselkurse/Sonstige	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzmittelbestand am Anfang der Periode	7,1	6,1	6,2	7,5	6,1	8,1
Finanzmittelbestand am Ende der Periode	6,1	6,2	7,5	6,1	8,1	9,2

Quelle: ecotel communication ag; eigene Schätzungen

ecotel communication ag

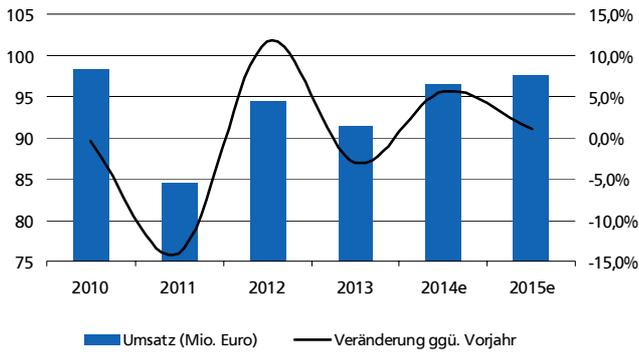
Kennzahlen

	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e
Wachstumsanalyse						
Umsatzwachstum	-0,4%	-14,0%	11,6%	-3,1%	5,6%	1,0%
EBITDA-Wachstum	-2,0%	47,9%	-2,8%	-2,9%	10,4%	25,7%
EBIT-Wachstum	-165,1%	120,5%	-87,3%	725,0%	1,8%	60,7%
EBT-Wachstum	-131,7%	277,7%	-132,8%	-442,2%	2,5%	67,8%
EpS-Wachstum (verwässert)	-104,2%	1116,2%	-340,4%	-159,6%	-9,3%	112,3%
Margenanalyse (Umsatz)						
EBITDA-Marge	4,9%	8,4%	7,3%	7,3%	7,7%	9,5%
EBIT-Marge	1,5%	3,7%	0,4%	3,6%	3,5%	5,5%
EBT-Marge	0,7%	3,2%	neg.	3,4%	3,3%	5,4%
Nettomarge	0,1%	1,4%	neg.	1,7%	1,4%	3,0%
Renditeanalyse						
ROI	0,3%	2,4%	-5,9%	3,4%	3,0%	6,2%
ROCE	3,6%	8,1%	-1,7%	10,6%	10,7%	17,9%
ROE	0,6%	5,5%	-12,8%	7,5%	6,4%	12,3%
ROIC	2,9%	6,7%	-1,4%	8,5%	8,7%	13,6%
Bilanzanalyse						
Eigenkapitalquote	41,0%	47,1%	45,2%	45,1%	47,4%	52,5%
Anlagendeckung I	73,5%	87,3%	91,4%	86,0%	94,3%	111,0%
Anlagendeckung II	96,3%	118,3%	117,5%	116,7%	117,6%	127,1%
Anlagenintensität	55,7%	54,0%	49,4%	52,4%	50,2%	47,3%
Vorratsumschlag	983,0	845,0	943,0	914,0	955,4	919,1
Debitorenumschlag	6,8	6,1	7,3	6,8	7,0	7,1
Debitorenlaufzeit/-ziel	54,0	60,0	50,1	53,3	52,2	51,3
Working Capital / Umsatz	1,3%	1,3%	0,3%	-0,7%	-1,4%	-1,8%
Kreditorenlaufzeit/-ziel	65,0	74,5	64,9	73,4	69,9	72,8
Verschuldung						
Nettoverschuldung (Mio. Euro)	7,2	3,1	-0,2	1,3	-2,7	-5,6
Nettoverschuldung / EBITDA	1,8	0,7	0,2	0,1	-0,1	-0,4
Net Gearing	0,4	0,1	0,0	0,1	-0,1	-0,2
Zinsdeckungsgrad (EBITDA)	8,0	14,2	23,0	25,8	24,7	46,5
Zinsdeckungsgrad (EBIT)	2,4	6,3	1,3	12,7	11,2	27,0
Cashflow-Analyse						
Free Cashflow (FCF)	3,4	4,0	3,1	-1,9	3,7	3,2
FCF / Umsatz	3,6%	5,4%	4,2%	-1,4%	4,7%	4,1%
FCF / Jahresüberschuss	2811,0%	400,5%	-153,8%	-87,4%	331,5%	138,1%
FCF je Aktie (Euro)	0,90	1,06	0,83	-0,53	1,02	0,89
FCF Yield	20,6%	21,1%	17,0%	-9,4%	12,4%	10,8%
Capex (Mio. Euro)	1,7	1,7	2,8	8,2	3,4	3,0
Capex / Abschreibungen	0,5%	0,5%	0,6%	1,8%	0,8%	0,8%
Capex / Umsatz	1,7%	2,1%	4,3%	7,5%	3,5%	3,1%
Bewertungsmultiplikatoren						
EV / Umsatz	0,2	0,3	0,2	0,3	0,3	0,3
EV / EBITDA	4,2	3,2	2,7	3,5	4,5	3,6
EV / EBIT	14,1	7,2	47,2	7,0	9,9	6,2
EV / FCF	5,6	5,0	4,7	neg.	7,4	8,3
KGV	182,4	17,4	neg.	13,5	21,8	10,3
KBV	0,8	0,9	0,9	1,0	1,4	1,2
KCV	3,1	3,0	2,7	3,0	3,8	4,3
KUV	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Quelle: ecotel communication ag; eigene Schätzungen

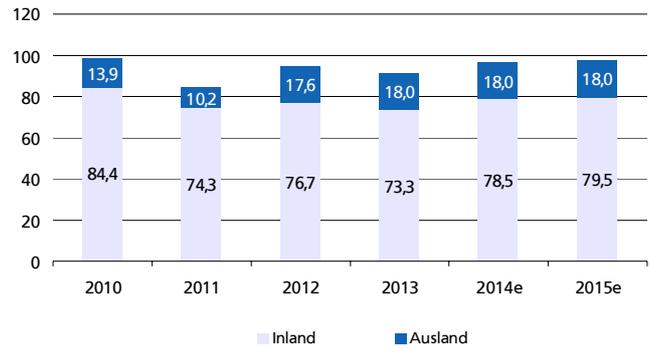
1)2)3)4)6) **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments**

Umsatzentwicklung



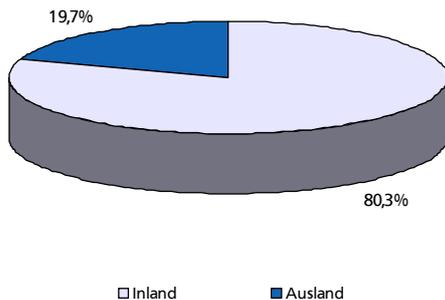
- ⇒ 2013: rückläufige Terminierungsentgelte im Mobilfunk
- ⇒ 2014e: Neben Anschluss-Migration sollen das (in H1 unerwartet starke) Wiederverkäufergeschäft sowie die Tochter easybell zum Umsatzwachstum beitragen

Umsatzentwicklung nach Regionen (Mio. Euro)



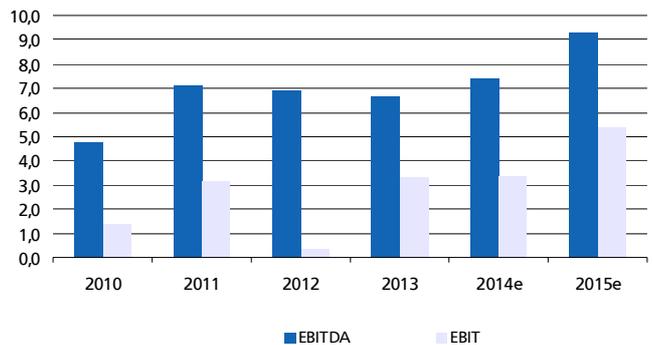
⇒ ecotel-Geschäft konzentriert sich auf das Inland

Umsatzverteilung nach Regionen (2013)



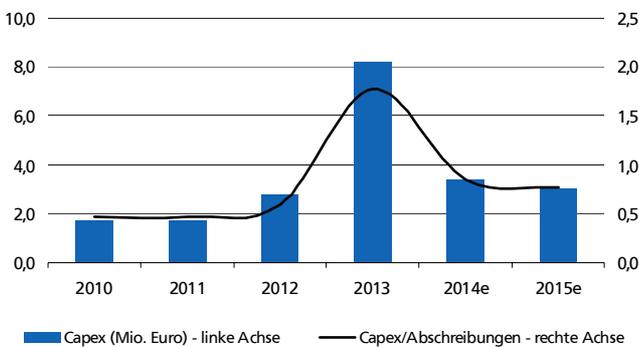
- ⇒ Im Inland dominiert das Geschäftskundensegment
- ⇒ ecotel wird sich weiter auf das Deutschland-Geschäft konzentrieren

Ergebnisentwicklung (Mio. Euro)



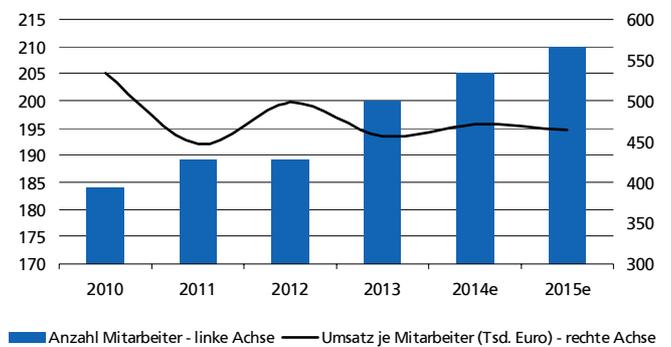
- ⇒ 2012: Wertberichtigungen belasten das Ergebnis
- ⇒ Wir erwarten 2015 einen deutlichen Anstieg des operativen Ergebnisses

Investitionen



- ⇒ 2013: Investitionen im Rahmen des Großkundenprojekts von über 5 Mio. Euro
- ⇒ Hauptaugenmerk gilt dem Bereich Geschäftskunden

Anzahl Mitarbeiter und Umsatz/Mitarbeiter



- ⇒ Hohe Handelsumsätze prägen den Umsatz je Mitarbeiter
- ⇒ 2013: Anstieg der Mitarbeiteranzahl von 189 auf 200

Quelle: ecotel communication ag; eigene Schätzungen

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

ecotel communication ag

Peer Group-Vergleich

in Mio. Landeswährung außer EpS	Kurs	Market Cap	EV	Umsatz		EBITDA		EBIT		EpS	
				2014e	2015e	2014e	2015e	2014e	2015e	2014e	2015e
ecotel communication ag (Euro)	8,23	29	31	96,5	97,5	7,4	9,3	3,4	5,4	0,38	0,80
Wachstum (Umsatz) bzw. Marge (EBITDA, EBIT)					1,0%	7,7%	9,5%	3,5%	5,5%	-	-
Drillisch (Euro)	28,50	1.516	1.463	294,2	322,2	86,4	101,2	76,6	88,8	1,09	1,22
Wachstum (Umsatz) bzw. Marge (EBITDA, EBIT)					9,5%	29,4%	31,4%	26,0%	27,5%	-	-
freenet (Euro)	19,84	2.540	3.089	3.036,4	3.031,8	366,0	370,9	306,6	314,2	1,88	1,92
Wachstum (Umsatz) bzw. Marge (EBITDA, EBIT)					-0,2%	12,1%	12,2%	10,1%	10,4%	-	-
QSC (Euro)	2,22	275	313	450,4	460,9	58,6	65,4	9,2	18,3	0,03	0,10
Wachstum (Umsatz) bzw. Marge (EBITDA, EBIT)					2,3%	13,0%	14,2%	2,0%	4,0%	-	-
United Internet (Euro)	32,40	6.286	6.548	2.937,5	3.171,5	517,7	599,3	429,5	511,8	1,49	1,80
Wachstum (Umsatz) bzw. Marge (EBITDA, EBIT)					8,0%	17,6%	18,9%	14,6%	16,1%	-	-

Quelle: Eigene Schätzungen; Bloomberg

Schlusskurse vom 25.08.2014

Rechtliche Hinweise

Erläuterung Anlageurteil Aktien - Einzelemittenten -

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

Pflichtangaben nach § 34b WpHG und Finanzanalyseverordnung

Wesentliche Informationsquellen

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

Zusammenfassung der Bewertungsgrundlagen:

Aktienanalysen:

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

Sensitivität der Bewertungsparameter:

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

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

Zeitliche Bedingungen vorgesehener Aktualisierungen:**Aktienanalysen:**

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

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

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

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

Mögliche Interessenkonflikte - Stand: 26.08.2014 -

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

Weitere mögliche Interessenkonflikte sind mit nachfolgenden Ziffern beim Emittentennamen gekennzeichnet.

Die WGZ BANK und/oder mit ihr verbundene Unternehmen:

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

Stand: 26.08.2014

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

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

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

Rechtliche Hinweise

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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