

# ecotel communication ag

25. MAI 2012

Votum:		Kaufen	
alt:	-	vom	-
Kursziel (in Euro)	<b>8,30</b>		
Kurs (Xetra) (in Euro)	5,25		
24.05.2012	15:59 Uhr		
Kurspotenzial	58%		

## Highlights

- 2011 gelang es der ecotel communication ag (ecotel) die Rohertragsmarge, bei rückläufigem Umsatz, von 23,2% auf 29,2% zu steigern. Das Ergebnis je Aktie stieg auf 0,29 (0,02) Euro.
- Die fortgesetzte Umstellung der Geschäftskunden hin zum "Vollanschluss" bedeutet für ecotel eine Kostenersparnis von etwa 35%; davon kommen ecotel etwa 2/3 zugute.
- 2012 erwarten wir die Wiederaufnahme der Dividendenzahlung und rechnen mit einer Ausschüttung je Aktie von 0,15 (0,00) Euro. Für 2013 rechnen wir mit einer weiteren Erhöhung auf 0,20 Euro.
- Der finanzielle Handlungsspielraum für weiteres Wachstum ist unseres Erachtens gegeben. Wir gehen davon aus, dass die kommende Hauptversammlung am 27. Juli 2012 sowohl das genehmigte als auch das bedingte Kapital (bisheriges Volumen: 1,75 und 1,5 Mio. Euro) erneuert wird.
- In Q1 2012 konnte der Umsatz um 13,9% gesteigert werden, während der Rohertrag bei 6,3 (6,3) Mio. Euro stabilisiert werden konnte. Die Finanzziele 2012 wurden bestätigt.
- Als Ergebnis einer DCF- und Peer Group-Bewertung ergibt sich ein Kursziel von 8,30 Euro. Die Coverage nehmen wir mit dem Votum Kaufen auf.

	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e
Umsatzerlöse	105,5	98,7	98,3	84,5	83,0	85,2
Umsatzwachstum	-	-6,4%	-0,4%	-14,0%	-1,8%	2,7%
EBIT	-3,7	-2,2	1,4	3,1	3,4	4,2
EBIT-Marge	-3,5%	-2,2%	1,5%	3,7%	4,1%	5,0%
Jahresüberschuss	-4,2	-2,2	0,1	1,1	1,6	2,1
Nettomarge	-4,0%	-2,2%	0,1%	1,4%	1,9%	2,5%
Gewinn je Aktie	-1,07	-0,57	0,02	0,29	0,41	0,57
Dividende je Aktie	0,25	0,25	0,30	0,00	0,15	0,20
Nettoverschuldung / EBITDA	2,0	2,2	1,8	0,7	0,4	0,1
Net Gearing	0,5	0,5	0,4	0,1	0,1	0,0
Free Cashflow (FCF)	4,0	2,5	3,6	4,6	2,9	3,2
FCF je Aktie (Euro)	1,03	0,67	0,95	1,22	0,78	0,84
EV / Umsatz	0,2	0,3	0,2	0,3	0,3	0,2
EV / EBITDA	4,3	5,4	4,1	3,2	3,2	2,7
EV / EBIT	neg.	neg.	13,1	7,2	6,1	4,5
EV / FCF	6,5	10,5	5,6	5,0	7,2	6,0
KGV	neg.	neg.	182,4	17,4	12,0	8,8
KBV	1,0	0,7	0,8	0,9	0,8	0,8
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	3,0%	4,0%

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

## Unternehmensdaten

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

## Aktiennotierungen

Aktienanzahl (in Mio. Stück)	3,753
Streubesitz	21,6%
Marktkapitalisierung (in Mio Euro)	19,7
Ø Tagesumsatz (Stück)	2.025
52W Hoch	06.06.2011
52W Tief	25.01.2012
	7,19 Euro
	4,00 Euro

## Termine

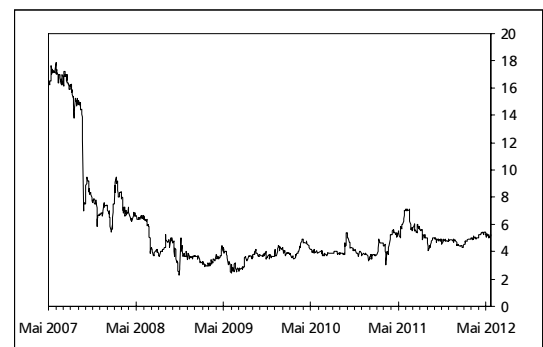
Hauptversammlung	27.07.2012
H1-Bericht	15.08.2012

## Performance

	Absolut	Relativ ggü. DAX
1 Monat	-2,8%	3,2%
3 Monate	7,1%	16,4%
6 Monate	9,4%	-4,9%
12 Monate	-18,6%	-7,6%

## Index-Gewichtung

Keine Indexzugehörigkeit



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

Oliver Garbe / oliver.garbe@wgzbank.de

Ansgar Krekeler / ansгар.krekeler@wgzbank.de

Alexander Lachmann / alexander.lachmann@wgzbank.de

Thomas Reher / thomas.reher@wgzbank.de

Peter Richards / peter.richards@wgzbank.de

Udo Zartner / udo.zartner@wgzbank.de

Ersteller: Winfried Becker (Analyst)

## Inhalt

---

▪ Investment Case	3
▪ SWOT	3
▪ Bewertung	4
→ Bewertungsfazit	4
→ DCF-Bewertung	4
→ Peer Group Bewertung	6
▪ Bilanz-, Finanz- und Ergebnisplanung	9
→ Ergebnisanalyse	9
→ Finanzanalyse	12
▪ Unternehmensüberblick	13
→ Unternehmensprofil	13
→ Historische Entwicklung	14
→ Geschäftsmodell	15
→ Management	17
→ Aktionärsstruktur	18
▪ Strategische Perspektiven	19
▪ Marktumfeld und Wettbewerber	21
▪ Anhang	23

**Investment Case**

- ecotel wurde 1998 gegründet und ist heute ein in Deutschland tätiges Telekommunikationsunternehmen mit den drei Standbeinen Geschäftskunden, Wiederverkäufer und New Business.
- Nach zwei Verlustjahren 2008 und 2009 ist dem Unternehmen der Turnaround gelungen und das Management hat die Basis für weitere Ertragssteigerungen gelegt. Dazu gehören neue Produktangebote und ein striktes Kostenmanagement.
- Der deutsche Telekommunikationsmarkt (TK-Markt) ist seit 2006 ein wertmäßig schrumpfender Markt. Dies ist vor allem durch rückläufige Minutenpreise zu erklären. Auch für 2012 rechnen wir mit einem leichten Marktrückgang auf 60,1 (60,3) Mrd. Euro.
- Im Bereich Geschäftskunden von ecotel führt die Migration zum "Vollanschluss" zu einer Kostenersparnis von etwa 35% gegenüber des "alten" Anschlusses und sorgt so für eine deutliche Verbesserung der Rohertragsmarge.
- Die Konzernbilanz enthält mit 11,8 Mio. Euro Geschäfts- und Firmenwerte. 2011 wurden darauf 0,4 Mio. außerplanmäßig abgeschrieben. In Höhe von 3,1 Mio. Euro sind Kundenstämme aktiviert. Sie stammen aus früheren Akquisitionen (nacamar, ADTG Allgemeine Telefondienstleistungen GmbH, DSLCOMP GmbH).
- ecotel finanziert sich zum überwiegenden Teil über den operativen Cashflow und zu einem geringeren Teil über zinstragende Finanzverbindlichkeiten.
- Mit einer Eigenkapitalquote von 47,1% (2011) ist ecotel solide finanziert. Das Unternehmen plant, die Nettoverschuldung bis Ende 2012 auf Null zurückzuführen.
- In den nächsten Jahren rechnen wir mit einer weiteren qualitativen Verbesserung der Ertragskraft. Die EBIT-Marge 2013 wird auf 5,0% (4,1%) ansteigen. Beim EpS 2012 schätzen wir 0,41 Euro und 2013 0,57 Euro.
- Die Aktie hat mit knapp 22% einen vergleichsweise niedrigen Streubesitz.

Mittelfristig wird ecotel die Ertragskraft weiter steigern

ecotel mit hoher Innenfinanzierungskraft

SWOT-Analyse	
Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Solide Position bei deutschen Mittelstandskunden</li> <li>▪ Niedrige Finanzverschuldung</li> <li>▪ Vollanschluss-Umstellung stärkt Ertragskraft</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Tätigkeit auf Deutschland beschränkt</li> <li>▪ Geringer Streubesitz</li> </ul>
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Neue Anwendungen im Bereich Cloud Computing</li> <li>▪ Ab Geschäftsjahr 2012 Dividendenzahlungen zu erwarten</li> <li>▪ Wechsel zum "Vollanschluss" verbessert Ertragskraft</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Regulatorische Risiken</li> <li>▪ Deutscher Telekommarkt schrumpft</li> <li>▪ Impairment-Risiken</li> </ul>
Quelle: Eigene Darstellung	

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

## Bewertung

### Bewertungsfazit

Wir haben die ecotel-Aktie anhand unseres DCF-Modells und auf Basis einer Peer Group bewertet. Bei der Auswahl der Peer Group Unternehmen haben wir uns bewusst auf deutsche Wettbewerber konzentriert, da sich ecotel ebenfalls auf den deutschen Markt fokussiert. Auf Grund unterschiedlicher Unternehmensgrößen und Schwerpunkten in den Strategien sind auch die Risikoprofile unterschiedlich. Wir gewichten unser DCF-Modell und die Peer Group mit jeweils 50%.

Als Ergebnis dieser Vorgehensweise ergibt sich für die ecotel-Aktie ein Kursziel von 8,30 Euro auf Sicht von sechs Monaten. Somit hat die Aktie aktuell ein Kurspotential von 58%. Dies reflektiert die Ertragspotenziale insbesondere im Geschäftskundensegment durch die Migration zum sogenannten "Vollanschluss".

---

ecotel: Kursziel bei 8,30 Euro

---

ecotel communication ag		
Bewertung - Zusammenfassung		
Angaben in Euro		
	Fairer Wert	Gewichtung
Discounted Cashflow - Modell	8,40	50,0%
Peer Group - Analyse	8,33	50,0%
<b>Fairer Wert</b>	<b>8,37</b>	
<b>Kursziel</b>		<b>8,30</b>

Quelle: eigene Schätzungen

### DCF-Bewertung

Wir bewerten die ecotel communication ag anhand unseres dreistufigen Discounted Cashflow-Modells (WACC-Ansatz mittels Free Cashflow). Es basiert in der ersten Stufe auf einer detaillierten Jahresplanung für den Konzern von Bilanz, Gewinn- und Verlustrechnung und Kapitalflussrechnung bis einschließlich 2014. In der zweiten Stufe wechseln wir von unserer Detailplanung zu einer Grobplanung (Trendanalyse) bis 2021. Dabei untersuchen wir die wichtigsten Werttreiber wie zum Beispiel das Umsatzwachstum, die Entwicklung der EBIT-Marge oder die Investitionen. In Stufe drei ermitteln wir den Endwert (Terminal Value). Wir folgen in diesem Teil, der mit dem größten Prognoserisiko behaftet ist, dem "going-concern"-Ansatz.

Gemäß unserer eigenen Annahmen und nach Eingaben in das DCF-Modell ergibt sich für die ecotel communication ag ein Unternehmenswert von 35,2 Mio. Euro. Der Terminal Value hat darin einen Anteil von lediglich 35% bzw. 12,5 Mio. Euro. Obwohl der Telekommunikationsmarkt in Deutschland unseres Erachtens eher weiter moderat schrumpfen wird, trauen wir ecotel weiteres Wachstum zu. Dies erwarten wir insbesondere im Bereich Geschäftskunden sowie im Bereich "New Business". Für die Berechnung des Terminal Value haben wir eine Wachstumsrate von 2% angesetzt. Unter Einbeziehung

---

Fairer Wert nach DCF-Modell bei 8,37 Euro je Aktie

---

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

der Nettoverschuldung, der Pensionsrückstellungen sowie der Minderheitenanteile errechnet sich für den Konzern ein Marktwert des Eigenkapitals von 32,8 Mio. Euro. Dabei haben wir, wie von der Gesellschaft angekündigt, einen weiteren Rückgang der Nettofinanzverschuldung 2012 unterstellt. Bezogen auf die Aktienanzahl von 3,9 Mio. Stück entspricht dies einem fairen Wert je Aktie von 8,40 Euro.

ecotel communication ag																																												
Discounted Cashflow - Modell																																												
Angaben in Mio. Euro	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e																																		
Umsatz	83,0	85,2	87,5	90,5	93,1	95,8	98,2	100,9	103,4	106,0																																		
Umsatzwachstum	-1,8%	2,7%	2,7%	3,4%	2,9%	2,8%	2,6%	2,8%	2,4%	2,6%																																		
EBIT-Marge	4,1%	5,0%	5,8%	6,0%	5,6%	5,3%	5,2%	5,0%	5,1%	4,7%																																		
<b>EBIT</b>	<b>3,4</b>	<b>4,2</b>	<b>5,0</b>	<b>5,5</b>	<b>5,2</b>	<b>5,1</b>	<b>5,2</b>	<b>5,0</b>	<b>5,2</b>	<b>5,0</b>																																		
- Ertragssteuern	-1,0	-1,3	-1,5	-1,6	-1,6	-1,5	-1,5	-1,5	-1,6	-1,5																																		
+ Abschreibungen	3,2	2,9	2,3	2,2	2,4	2,3	2,1	2,0	1,7	2,1																																		
+/- Veränderung langfristiger Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0																																		
+/- Sonstiges (u.a. Minderheitsanteile)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0																																		
<b>Operativer Brutto-Cashflow</b>	<b>5,6</b>	<b>5,9</b>	<b>5,8</b>	<b>6,0</b>	<b>6,1</b>	<b>5,8</b>	<b>5,7</b>	<b>5,5</b>	<b>5,4</b>	<b>5,6</b>																																		
-/+ Investitionen in das Nettoumlaufvermögen	-0,6	-0,4	-0,1	-0,5	0,2	-0,1	0,3	0,2	0,2	-0,1																																		
- Investitionen in das Anlagevermögen	-1,8	-2,1	-2,1	-1,9	-1,7	-1,8	-1,9	-1,9	-2,0	-2,1																																		
<b>Free Cashflow</b>	<b>3,2</b>	<b>3,4</b>	<b>3,7</b>	<b>3,6</b>	<b>4,6</b>	<b>3,9</b>	<b>4,2</b>	<b>3,8</b>	<b>3,6</b>	<b>3,4</b>																																		
<b>Barwerte</b>	<b>3,0</b>	<b>2,9</b>	<b>2,8</b>	<b>2,5</b>	<b>2,9</b>	<b>2,2</b>	<b>2,1</b>	<b>1,7</b>	<b>1,5</b>	<b>1,3</b>																																		
Summe Barwerte	22,7																																											
Terminalwert	12,5	in % vom Gesamtwert: 35%																																										
Wert des operativen Geschäfts	35,2																																											
+ Liquide Mittel	6,6																																											
- Finanzverbindlichkeiten/	-8,1																																											
- Pensionsrückstellungen	0,0																																											
- Minderheitenanteile	-0,9																																											
<b>Marktwert Eigenkapital</b>	<b>32,8</b>																																											
Anzahl der Aktien in Mio. Stück	3,900																																											
<b>Fairer Wert je Aktie (Euro)</b>	<b>8,40</b>																																											
<table border="1"> <thead> <tr> <th colspan="5">Modell-Parameter:</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Langfristige Bilanzstruktur:</td> <td>Eigenkapital:</td> <td>93%</td> <td>Fremdkapital:</td> <td>7%</td> </tr> <tr> <td>Risikofreie Rendite:</td> <td>4,00%</td> <td>Beta:</td> <td>1,50</td> <td>Risikoprämie FK:</td> <td>3,0%</td> </tr> <tr> <td></td> <td></td> <td>Risikoprämie:</td> <td>5,0%</td> <td>Tax-Shield:</td> <td>30,0%</td> </tr> <tr> <td></td> <td></td> <td>Zins EK:</td> <td>11,5%</td> <td>Zins FK:</td> <td>4,9%</td> </tr> <tr> <td>Wachstum FCF (TV)</td> <td>2,0%</td> <td>WACC:</td> <td>10,9%</td> <td>Datum:</td> <td>25.05.2012</td> </tr> </tbody> </table>											Modell-Parameter:					Langfristige Bilanzstruktur:	Eigenkapital:	93%	Fremdkapital:	7%	Risikofreie Rendite:	4,00%	Beta:	1,50	Risikoprämie FK:	3,0%			Risikoprämie:	5,0%	Tax-Shield:	30,0%			Zins EK:	11,5%	Zins FK:	4,9%	Wachstum FCF (TV)	2,0%	WACC:	10,9%	Datum:	25.05.2012
Modell-Parameter:																																												
Langfristige Bilanzstruktur:	Eigenkapital:	93%	Fremdkapital:	7%																																								
Risikofreie Rendite:	4,00%	Beta:	1,50	Risikoprämie FK:	3,0%																																							
		Risikoprämie:	5,0%	Tax-Shield:	30,0%																																							
		Zins EK:	11,5%	Zins FK:	4,9%																																							
Wachstum FCF (TV)	2,0%	WACC:	10,9%	Datum:	25.05.2012																																							
Quelle: Eigene Schätzungen																																												

Sensitivitätsanalyse (in Euro)					
		Diskontierungszinssatz (WACC)			
		9,9%	10,4%	10,9%	11,4%
Wachstum FCF (TV)	1,0%	8,88	8,46	8,08	7,74
	1,5%	9,08	8,64	8,24	7,87
	2,0%	9,31	8,83	<b>8,40</b>	8,02
	2,5%	9,57	9,05	8,59	8,18

Quelle: Eigene Schätzungen

### Peer Group Bewertung

Die Unternehmenslandschaft im deutschen Telekommunikationsmarkt ist sehr facettenreich, ein Umstand, der die Auswahl geeigneter Peer Group-Kandidaten erschwert. Neben den "großen" Spielern wie zum Beispiel Deutsche Telekom und Vodafone haben sich zahlreiche Dienstleistungsunternehmen erfolgreich in verschiedenen Nischen positioniert. ecotel hat sich dabei auf den deutschen Mittelstand fokussiert und bietet im Bereich Festnetz und Mobilfunk kombinierte Sprach- und Datendienste an. Die vier von uns in die Peer Group einbezogenen Unternehmen überschneiden sich nur teilweise in ihren Aktivitäten. Wir halten die Geschäfts- und Finanzprofile jedoch für soweit vergleichbar, dass sie eine Einbeziehung in die Peer Group zulassen. Wegen seiner geringen Aussagekraft haben wir den Multiplikator EV/Umsatz lediglich zu Informationszwecken in der Tabelle auf Seite acht aufgeführt; der Multiplikator wurde bei der Ermittlung des fairen Wertes für ecotel nicht berücksichtigt.

### Peer Group Unternehmen

Die **Drillisch AG** wurde 1982 gegründet und bietet Telekommunikationsdienstleistungen an. Sie fungiert als eine Holding-Gesellschaft und agiert auf dem Markt als Mobile Virtual Network Operator (MVNO) mit mehreren Tochterfirmen (u.a. ALPHATEL, VICTORFOX, Telco und simply communication). Sie ist außerdem mit 22% am Wettbewerber freenet beteiligt, was immer wieder zu Auseinandersetzungen führt. Die Drillisch AG gestaltet und vertreibt eigene Mobilfunktarife. Vor allem am stark wachsenden Markt für Smartphones konnte sie profitieren. Der Schwerpunkt der Geschäftstätigkeiten liegt bei der Vermarktung innovativer Sprach- und Datenprodukte. Im Geschäftsjahr 2011 erzielte das Unternehmen einen Umsatz von 349,1 (362,5) Mio. Euro. Das bereinigte EBITDA lag 2011 bei 52,6 (49,3) Mio. Euro, was einer bereinigten EBITDA-Marge von 15,1% (13,6%) entspricht. 2011 hat die Gesellschaft zum dritten Mal in Folge die Dividende auf nun 0,70 (0,50) Euro erhöht. Die Eigenkapitalquote ist mit zuletzt 41,9% (51,5%) etwas niedriger als die der ecotel. Drillisch hat im März 2012 eine Schuldverschreibung mit Umtauschrecht auf Freenet-Aktien begeben.

Die **freenet Group** ist mit ihren 550 Shops und etwa 6.000 weiteren Vertriebsstellen im Fachhandel der größte netzunabhängige Telekommunikationsanbieter in Deutschland. Das Kerngeschäft liegt in den Dienstleistungen und Produkten rund um den Bereich mobile Sprach- und Datendienste. Dabei vertreibt der Konzern Mobilfunkdienstleistungen der Anbieter Deutsche Telekom, Vodafone, E-Plus und O2 unter eigenem Namen. Außerdem bietet freenet Mobilfunk-Endgeräte und weitere Dienste aus der mobilen Datenkommunikation an. Der Schwerpunkt der Vermarktung liegt auf Privathaushalten in Deutschland. Zusätzlich werden ein Online-Portal und weitere Dienste für das mobile Internet angeboten. Die freenet Group ist mit über 4.000 Mitarbeitern deutlich größer als ecotel. Der Umsatz lag 2011 bei 3,22 (3,34) Mrd. Euro. Das EBITDA betrug 339,6 (328,7) Mio. Euro. Ende des Ge-

---

 Drillisch
 

---



---

 freenet
 

---

schäftsjahres 2011 konnte freenet einen Kundenstamm von 15,19 (16,65) Mio. vorweisen.

**QSC** ist im gesamten Bereich der Sprach- und Datenkommunikation, hauptsächlich für mittelständische Unternehmen, tätig. Dabei reicht das Angebot von der Bereitstellung intelligenter Sprach- und Datendienste bis zu kompletten Standortvernetzungen. Das Unternehmen setzt strategisch stärker auf das Zusammenwachsen von Informationstechnologie (IT) und Telekommunikation (TK) und unterscheidet sich dadurch von ecotel und anderen Wettbewerbern. QSC erzielte im ersten Quartal 2012 einen Umsatz von 116,0 (105,1) Mio. Euro, während das EBITDA 17,5 (20,5) Mio. Euro betrug. Das Konzernergebnis sank aufgrund von Restrukturierungsmaßnahmen auf 2,3 (6,5) Mio. Euro. Hauptgründe waren die Eröffnung eines neuen Rechenzentrums zur Ausweitung der Kapazitäten sowie die 57 Mio. Euro teure Übernahme der Info AG, wodurch das Angebot für IT-Outsourcing und Beratung ergänzt werden soll. Durch die Akquisitionen beschäftigt die QSC inzwischen 1.366 Mitarbeiter (Q1 2011: 656).

Die **United Internet AG** ist ein hauptsächlich auf den europäischen Markt ausgerichteter Internet-Spezialist. Das Unternehmen ist auf operativer Basis in die beiden Geschäftsfeldern Access und Applications unterteilt. Im Bereich Access bietet United Internet Festnetz und Mobilfunk basierte Produkte über die eigenen Marken 1&1, GMX und WEB.DE, ausschließlich in Deutschland, an. Der Bereich Applications ist auf Cloud-Anwendungen für Privatanwender, kleine Unternehmen oder Freiberufler weltweit ausgerichtet. Das Hauptaugenmerk liegt auf Europa, wo United Internet führend ist. Das Unternehmen verzeichnet über 10 Mio. kostenpflichtige Kundenverträge sowie über 28 Mio. werbefinanzierte Free-Accounts in 10 Ländern. Das Unternehmen beschäftigt knapp 5.600 Mitarbeiter und erzielte 2011 einen Umsatz von 2,09 (1,91) Mrd. Euro. Das EBITDA belief sich auf 364,8 (357,7) Mio. Euro. Die Eigenkapitalquote lag zuletzt bei 13%, und damit deutlich unter dem Niveau von ecotel.

---

QSC

---

---

United Internet

---

ecotel communication ag

Peer Group - Analyse

	KGV		EV / EBIT		EV / EBITDA		EV / Umsatz	
	2012e	2013e	2012e	2013e	2012e	2013e	2012e	2013e
Drillisch	9,3	6,7	10,6	9,5	10,5	10,0	1,9	1,9
freenet	10,1	6,8	9,8	6,6	5,5	5,5	0,6	0,6
QSC	10,0	8,0	8,5	7,1	3,4	3,3	0,6	0,6
United Internet	15,9	12,4	12,6	10,3	9,5	8,1	1,4	1,3
<b>Median</b>	10,1	7,4	10,2	8,3	7,5	6,8	1,0	1,0
<b>Mittelwert</b>	11,3	8,5	10,4	8,4	7,2	6,7	1,1	1,1
<b>Standardabweichung</b>	2,6	2,3	1,5	1,6	2,9	2,5	0,6	0,5
<b>ecotel communication ag</b>	12,0	8,8	6,1	4,5	3,2	2,7	0,3	0,2

in Mio. Euro, Ergebnis je Aktie in Euro	Ergebnis je Aktie		EBIT		EBITDA		Umsatz	
	2012e	2013e	2012e	2013e	2012e	2013e	2012e	2013e
<b>ecotel communication ag</b>	0,41	0,57	3,4	4,2	6,6	7,1	83,0	85,2
<b>Unternehmenswert (EV)</b>			34,76	35,32	49,79	48,55	85,09	82,17
<b>Liquide Mittel</b>			6,6		6,6		6,6	
<b>Finanzverbindlichkeiten</b>			-8,1		-8,1		-8,1	
<b>Faire Marktkapitalisierung</b>			33,2	33,8	48,2	47,0	83,5	80,6
<b>Aktienanzahl (in Mio. Stück)</b>			3,9		3,9		3,9	
<b>Fairer Wert</b>	4,18	4,19	8,52	8,66	12,37	12,05	21,42	20,67
<b>Durchschnittswert</b>		4,19		8,59		12,21		21,05
<b>Gewichtung</b>		1/3		1/3		1/3		
<b>Fairer Wert je Aktie in Euro</b>								8,33

Quelle: Eigene Schätzungen; Bloomberg

Schlusskurse vom 24.05.2012

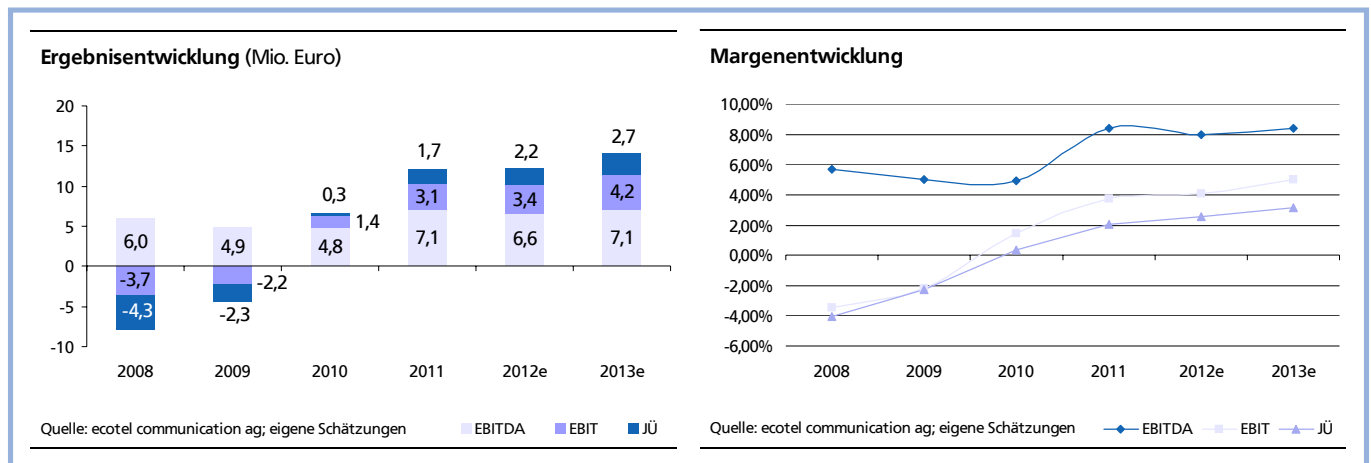


## Bilanz-, Finanz- und Ergebnisplanung

### Ergebnisanalyse

Seit dem Geschäftsjahr 2008 hat sich der Konzernumsatz von ecotel jedes Jahr marktbedingt reduziert. Ausgehend von 105,5 Mio. Euro in 2008 wurden 2011 „nur“ 84,5 (Vorjahr: 98,3) Mio. Euro erzielt. Dabei musste der Konzern auf Basis des Jahresüberschusses in den Jahren 2008 und 2009 jeweils einen Verlust von 4,3 Mio. Euro bzw. 2,3 Mio. Euro verkraften. Im Geschäftsjahr 2010 gelang es dem Management, diesen Trend zu stoppen, und mit 0,3 Mio. Euro einen leicht positiven Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter zu zeigen. Dies gelang unter anderem durch eine Absenkung der Kostenbasis und im Bereich Geschäftskunden durch eine beginnende Migration auf den sogenannten "Vollanschluss".

2011: Rothertragsmarge bei rückläufigem Umsatz verbessert



2011 gelang es bei weiter rückläufigem Umsatz die wesentlichen Ertragskennzahlen wie Rothertrag, EBITDA oder EBIT weiter zu verbessern. Der Rohertrag zeigt generell, wie erfolgreich das Unternehmen beim Einkauf der Vorleistungen agiert; diese sind weitestgehend im Materialaufwand enthalten. Bei einem um 14% rückläufigen Umsatz (siehe Tabelle Seite 10) konnte zum Beispiel der Rohertrag auf 24,6 (22,9) Mio. Euro gesteigert werden. Dies hat die Rothertragsmarge deutlich von 23,2% auf 29,2% angehoben. Ein wesentlicher Grund war die Halbierung der Mobilfunkterminierungsentgelte durch die Bundesnetzagentur (BNetzA), die noch bis 30. November 2012 Bestand hat. Darüber hinaus wurden die Kunden weiterhin auf die Vollanschlüsse migriert. Ende 2011 waren rund 13.000 (2010: mehr als 10.000) Vollanschluss-Aufträge umsatzrelevant.

Rothertragsmarge 2011 steigt auf 29,2% (23,2%)

## ecotel communication ag

## Ausgewählte Kennziffern der Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. Euro	GJ 2010	GJ 2011	GJ 2012e
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>98,3</b>	<b>84,5</b>	<b>83,0</b>
YoY		-14,0%	-1,8%
<b>EBIT</b>	<b>1,5</b>	<b>3,1</b>	<b>4,8</b>
EBIT-Marge	1,5%	3,7%	5,8%
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>0,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,6</b>
Nettomarge	0,1%	1,4%	1,9%
<b>Ergebnis je Aktie (in Euro)</b>	<b>0,02</b>	<b>0,29</b>	<b>0,41</b>

Quelle: ecotel communication ag; eigene Schätzungen

---

 2012 weitere Steigerung der Ertragskraft angestrebt
 

---

Alle drei Geschäftsbereiche konnten die Rohertragsmarge signifikant verbessern. Der umsatzstärkste Bereich Geschäftskunden verbesserte sich von 39,1% auf 45,0%, während der Bereich Wiederverkäufer von 3,4% auf 4,6% zulegen konnte. Auch der Bereich New Business zeigte eine deutliche Verbesserung von 28,4% auf 36,6%. Damit hat der Konzern den Abstand zu einigen wichtigen Wettbewerbern (siehe Peer Group Tabelle im Anhang) wieder verkürzt. Dem erfolgreichen Turnaround soll im laufenden Geschäftsjahr eine weitere, qualitative Verbesserung des Ergebnisses folgen. Das Unternehmen strebt an, die folgenden Finanzziele zu erreichen:

- Konzernumsatz von 80-90 Mio. Euro,
- EBITDA im Bereich von 6,0-7,0 Mio. Euro,
- Nettofinanzverbindlichkeiten bis Ende 2012 auf Null reduziert,
- Aktienrückkaufprogramm geplant.

## ecotel communication ag

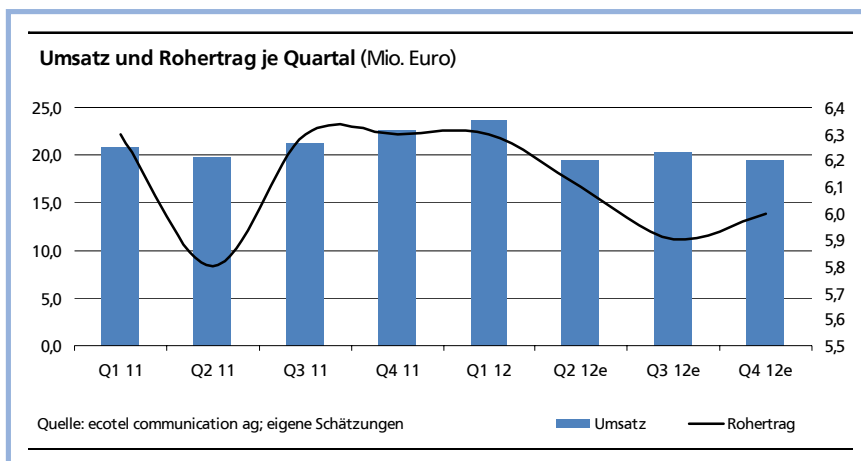
## Ausgewählte Kennziffern der Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. Euro	Q1 2011	Q1 2012
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>20,8</b>	<b>23,7</b>
in % ggü. Vorjahr		13,9%
<b>Rohertrag</b>	<b>6,3</b>	<b>6,3</b>
Rohertragsmarge	30,3%	26,6%
<b>EBIT</b>	<b>0,9</b>	<b>1,0</b>
EBIT-Marge	4,3%	4,2%
<b>Ergebnis Aktie (in Euro)</b>	<b>0,11</b>	<b>0,14</b>

Quelle: ecotel communication ag; eigene Schätzungen

ecotel ist im ersten Quartal 2012 weiter gewachsen. Der Konzernumsatz stieg um 13,9% auf 23,7 (20,8) Mio. Euro. Dies ist vor allem auf ein lebhaftes Geschäft im Bereich Wiederverkäufer zurückzuführen. Hier stieg der Umsatz von 7,0 Mio. Euro auf 10,2 Mio. Euro. Der Rohertrag erreichte mit 6,3 Mio. Euro exakt den entsprechenden Vorjahresquartalswert. Wegen des starken Umsatzwachstums im margenschwächeren Wiederverkäufersegment fällt die Rohertragsmarge im Konzern auf 26,6% (30,3%) zurück. Im B2B-Bereich waren Ende März rund 13.000 Vollanschlussaufträge aktiv; sie repräsentieren damit inzwischen etwa 25% des gesamten B2B-Umsatzes. Die Eigenkapitalquote lag Ende März bei 50% (31.12.2011: 47%), während sich die Nettofinanzverbindlichkeiten bei 3,0 Mio. Euro stabilisierten. Insgesamt wurden die im Geschäftsbericht genannten Finanzziele für 2012 (Umsatz und EBITDA) bestätigt.

Q1 2012: EpS steigt auf 0,14 (0,11) Euro



Im Bereich Preselection wird das Geschäft wegen rückläufiger Kundenzahlen weiter zurückgehen. Die Implementierung einer D-Netz SIM-Karte wird vorangetrieben, hat bisher jedoch die Erwartungen noch nicht voll erfüllt. Im zweiten Quartal 2012 rechnen wir mit einem nahezu stabilen Umsatz von 19,5 (19,8) Mio. Euro, während der Rohertrag auf 6,1 (5,8) Mio. Euro ansteigen sollte. 2012 sehen wir als weiteres Jahr des Übergangs zum Vollanschluss im Bereich Geschäftskunden. Wir rechnen mit einem Konzernumsatz von 83,0 (84,5) Mio. Euro, der damit am unteren Ende der vom Unternehmen angestrebten Spanne liegt. Wir schätzen einen Rohertrag von 24,2 Mio. Euro, was einer stabilen Marge von 29,2% entsprechen würde.

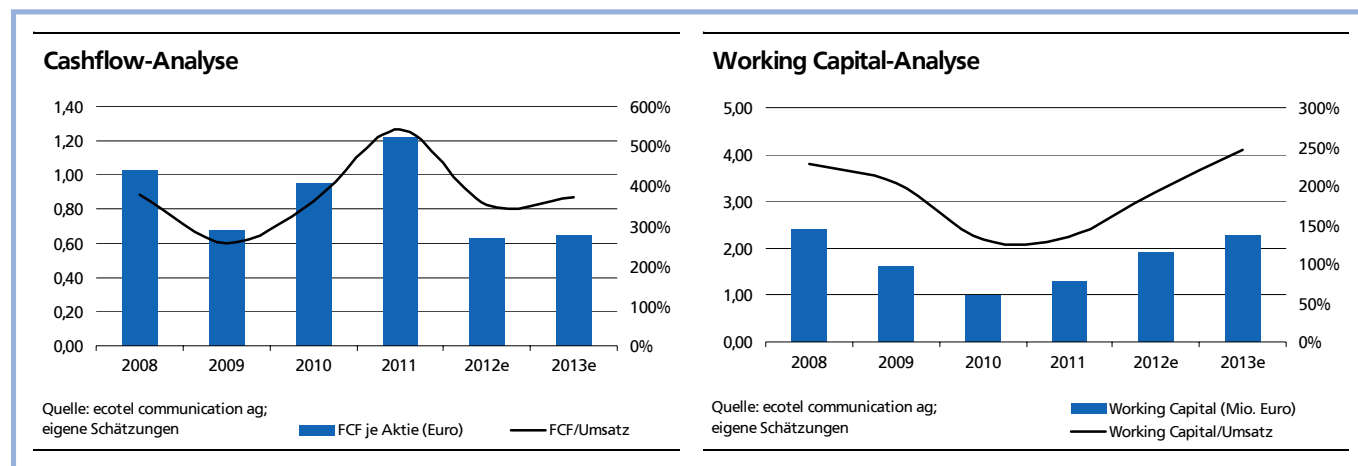
## Finanzanalyse

Das Bilanzbild der ecotel zeigt ein solide finanziertes Unternehmen. Ein Indikator dafür ist eine Eigenkapitalquote von 47,1% im Geschäftsjahr 2011. Das Net Gearing des Unternehmens war selbst in den beiden Verlustjahren bei "nur" 0,5 und lag im letzten Geschäftsjahr bei 0,1. ecotel hat erklärt, die Nettofinanzverbindlichkeiten im laufenden Jahr auf "0" reduzieren zu wollen. Wir folgen dem und prognostizieren für 2013 eine niedrige Netto-Cash-Position von 0,3 (2012: Nettofinanzschulden von 1,5) Mio. Euro.

---

ecotel ein solide finanziertes Unternehmen

---



Der Verlauf des operativen Cashflow signalisiert eine solide Innenfinanzierungskraft, die auch im Free Cashflow je Aktie zum Ausdruck kommt. Der Rückgang im Jahr 2012 erklärt sich durch den moderat rückläufigen operativen Cashflow. Da wir bei der Ermittlung des Free Cashflow auch die Dividendenzahlungen an die Anteilseigner berücksichtigen und wir für das laufende Geschäftsjahr die Wiederaufnahme der Dividendenzahlung (0,15 Euro je Aktie oder absolut 0,56 Mio. Euro) erwarten, wird der Free Cashflow auch dadurch nach unten gezogen.

Unmittelbar vor der kommenden Hauptversammlung am 27. Juli 2012 laufen sowohl ein genehmigtes Kapital von 1,75 Mio. Euro bzw. ein bedingtes Kapital von 1,5 Mio. Euro aus. Beide Instrumente wurden 2011 nicht in Anspruch genommen. Wir gehen davon aus, dass der Hauptversammlung ein Vorschlag zur Erneuerung gemacht wird und rechnen mit einer Zustimmung. Aus unserer Sicht handelt es sich eher um Vorratsbeschlüsse.

Das Working Capital hat generell nicht die Bedeutung wie bei einem Industrieunternehmen. Bei ecotel wird es wesentlich bestimmt durch die Forderungen/Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen. Größere Forderungsausfälle hat es bisher nicht gegeben; 2011 musste der Forderungsbestand gegenüber einer Handelskette aufgrund deren Insolvenz abgeschrieben werden. Die Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen atmen mit dem Geschäftsvolumen und werden mit dem erwarteten Umsatzanstieg wohl eher wieder ansteigen.

---

Verlängerung des genehmigten und bedingten Kapitals durch die HV erwartet

---

## Unternehmensüberblick

### Unternehmensprofil

Die ecotel communications ag hat sich als ein deutschlandweit agierendes Telekommunikationsunternehmen positioniert. Die gesamten Aktivitäten sind in die drei Bereiche Geschäftskunden, Wholesale und New Business gegliedert. Dabei fokussiert sich ecotel auf kleinere und mittlere Geschäftskunden. Das Unternehmen beschäftigte 2011 189 Mitarbeiter und erzielte zuletzt einen Konzernumsatz von 84,5 (98,3) Mio. Euro.

Im Kerngeschäft "Geschäftskunden" (Umsatzanteil 2011: 49%) bietet das Unternehmen den mittlerweile rund 20.000 Geschäftskunden ein integriertes Produktportfolio aus Sprach-, Daten- und Mobilfunklösungen. Das B2B Geschäft der ecotel und der ADTG GmbH sind hier zusammengeführt. Im Geschäftsbereich "Wiederverkäufer" (Umsatzanteil 2011: 36%) vermarktet das Unternehmen Produkte (Markennamen: ecotel und mvneco) für andere Telekommunikationsunternehmen. Der Bereich "New Business", dessen Umsatzanteil 2011 bei 15% liegt, vereint wachstumsstarke Geschäftsfelder, Tochtergesellschaften (nacamar, easybell) so wie das New-Media-Geschäft.

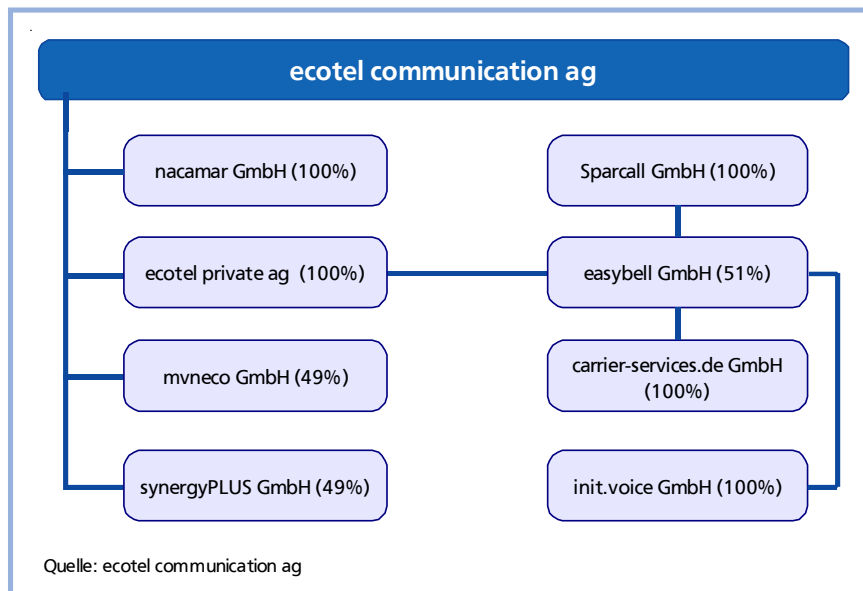
ecotel erhielt in mittlerweile fünf Geschäftsjahren (2005-2008, 2010) die Auszeichnung "Technology Fast 50", mit welcher Deloitte jährlich die 50 wachstumsstärksten Technologieunternehmen in Deutschland auszeichnet.

Die Aktien des Unternehmens werden im Prime Standard an der Frankfurter Börse notiert.

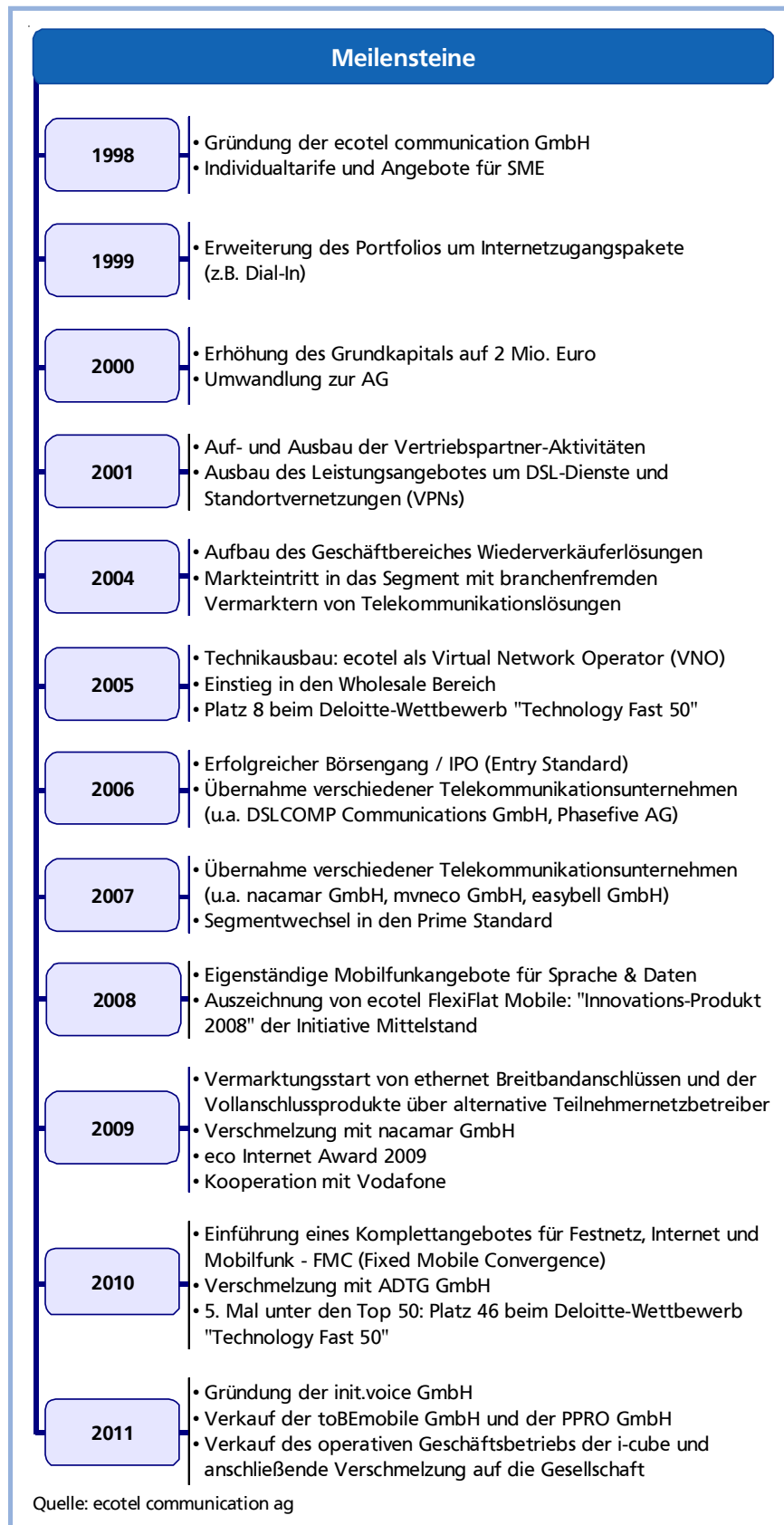
---

Hauptfokus von ecotel liegt bei mittelständischen Geschäftskunden

---



## Historische Entwicklung



**Geschäftsmodell**

Die ecotel Gruppe ist ein in Deutschland tätiges Telekommunikationsunternehmen und konzentriert sich vor allem auf die Bedürfnisse kleiner und mittlerer Geschäftskunden (B2B). Das gesamte Geschäft steht auf den drei Säulen Geschäftskunden, Wiederverkäufer und New Business.

Die tragende Säule des Unternehmens ist der Bereich Geschäftskunden. Hier gehören kleine und mittlere Unternehmen zur Zielgruppe (Deutscher Mittelstand) sowie auch einige Großkunden, die Produkte unter der Marke "ecotel" erhalten. ecotel bietet seinen Kunden ein integriertes Produktportfolio aus Sprach-, Daten- und Mobilfunkdiensten an, den sogenannten Vollanschluss. Für ecotel liegt der Vorteil des Vollanschlusses insbesondere in einer Kostenersparnis durch niedrigere Grundgebühren für die Anschlüsse und anderer Kosten. Dadurch kann die Rohmarge deutlich verbessert werden.

---

ecotel konzentriert sich vor allem auf TK-Lösungen für Geschäftskunden

---



---

Geschäftskunden: Anteil Umsatz: 52%; Anteil Rohertrag: 75%

---

**ecotel: Angebot für Geschäftskunden**

Festnetz	Sprache	Sprachanschluss	Vollanschluss (ISDN) oder Anschlussübernahme (PSTN Resale) oder entbündelte TAL mit VoIP
		Telefonie	Minutentarif, Minutenpakete oder Flatrates
		Mehrwertdienste	Servicerrufnummern (0800, 0180x, 0900)
	Daten	Datenanschluss	via ADSL, SDSL, Ethernet oder Mietleitung (Leased Line)
		VPN / Security	Sichere Unternehmensvernetzung via IP VPN (MPLS)
		Hosting / Housing	Housing von Serverfarmen sowie Hosting von Shared Services im eigenen Rechenzentrum
Mobilfunk	Sprache		Attraktive Mobilfunktarife inkl. Konvergenzoptionen (Festnetz zu Mobil)
	Daten		Datenflatrates und Blackberry-Lösungen

Quelle: ecotel communication ag

Aktuell gehören etwa 20.000 Unternehmen zum Kundenstamm; darunter rangieren so bedeutende Adressen wie Allianz Deutschland AG, CTS Eventim, ING DiBa, Yves Rocher oder das Bayerische Rote Kreuz. Neben verschiedenen Telefonanschlüssen finden sich VPNs, Housing/Hosting Services, Multimedia Streaming und auch Mehrwertdienste. Hier bündeln sich die B2B-Geschäfte der ecotel communication ag mit der nacamar GmbH (seit 2009 verschmolzen mit der ecotel) und der ADTG GmbH. Der Vertrieb erfolgt über einen eigenen Direktvertrieb als auch über Vertriebspartner. Auch weiterhin wird der Fokus des Unternehmens auf mittelständischen Geschäftskunden liegen, wobei der sogenannte Vollanschluss ein Wachstumstreiber sein wird. Während noch 1996 94% der Umsätze mit "Preselect"-Sprachdiensten erzielt wurde, waren es 2011 nur noch 26%. Dagegen erreichten die Vollanschlüsse 2011 einen Umsatzanteil von 43%. Dieser Anteil wird in den nächsten Jahren weiter steigen.

Der zweite Bereich Wiederverkaufslösungen umfasst sogenannte "Wholesaleangebote" für andere Unternehmen in- und außerhalb der TK-Industrie. Diese erhalten von ecotel Vorleistungsprodukte in Form von Vollanschlüssen, entbündelten Teilnehmer- und Breitbandanschlüssen oder Mobilfunkprodukte. In diesem Bereich kann das Unternehmen mit hohen Verkehrsvolu-

---

Wiederverkäufer: Anteil Umsatz: 32%; Anteil Rohertrag: 6%

---

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

mina das Kundenpotenzial verstärkt ausschöpfen. Neben der ecotel communication ag arbeiten die i-cube GmbH, ein Joint Venture von ecotel und der infinity GmbH, und die Tochtergesellschaft mvneco GmbH, der technische Dienstleister des Konzerns, an weiteren Effizienzsteigerungen und Verbesserungen des Produktangebotes.

In diesem Bereich hat ecotel einige wachstumsstarke Geschäftsfelder besetzt. Betrieben wird das Geschäft von den Tochtergesellschaften easybell GmbH und nacamar GmbH. nacamar bietet "streaming" und "hosting"-Dienstleistungen insbesondere für Medienunternehmen (z.B. 3Sat, MotorTV, Sport1) an. Zu diesem Zweck werden zwei eigene Rechenzentren in Frankfurt/M. und Düsseldorf unterhalten. Der Fokus liegt auf dem deutschen und dem europäischen Markt. Die "streaming"-Media (Audio, Video) werden sowohl als live- bzw. als on-demand-streaming angeboten. Darüber hinaus gibt es noch Applikationen zur Verwaltung.

ecotel arbeitet in Deutschland mit einem sehr dichten Vertriebsnetz von über 500 Vermarktungspartnern zusammen. Dazu gehören z.B. IT-Consulting-Unternehmen, Telekommunikationsmakler, Call-Center oder auch Telekommunikations- bzw. IT-Einkaufs- und Marketinggemeinschaften. Durch eine intensive Pflege dieses Netzes konnte ecotel hierüber mehr als 70% der Neuaufträge generieren.

In den vergangenen Jahren zeigte das Unternehmen eine ausgeprägte Akquisitionstätigkeit bezüglich des Erwerbs anderer Telekommunikations-service-Anbieter. Damit hat ecotel seine Unabhängigkeit gestärkt und ist in der Lage, seinen Kunden kostengünstige Angebote zu unterbreiten. Weitere Kooperationen wie z.B. mit itelligence zur Vermarktung von SAP Business All-in-one-Lösungen oder mit Fujitsu zur Vermarktung von bundesweit verfügbaren Cloud-Services dienen der Abrundung und Weiterentwicklung des Produktportfolios.

---

New Business: Anteil Umsatz: 16%; Anteil Rohertrag: 19%

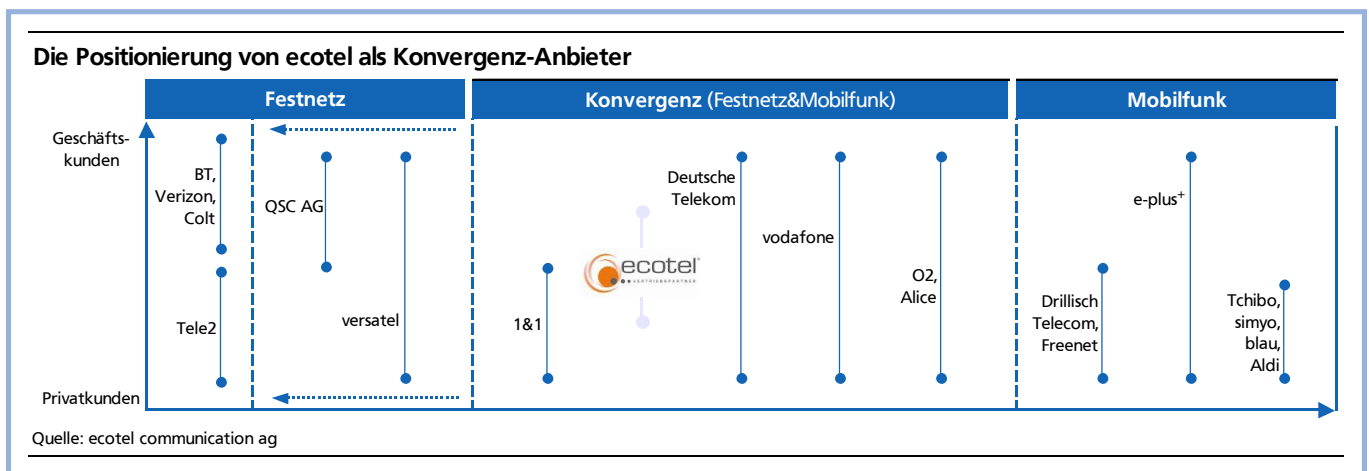
---



---

ecotel hat ein dichtes Vertriebsnetz

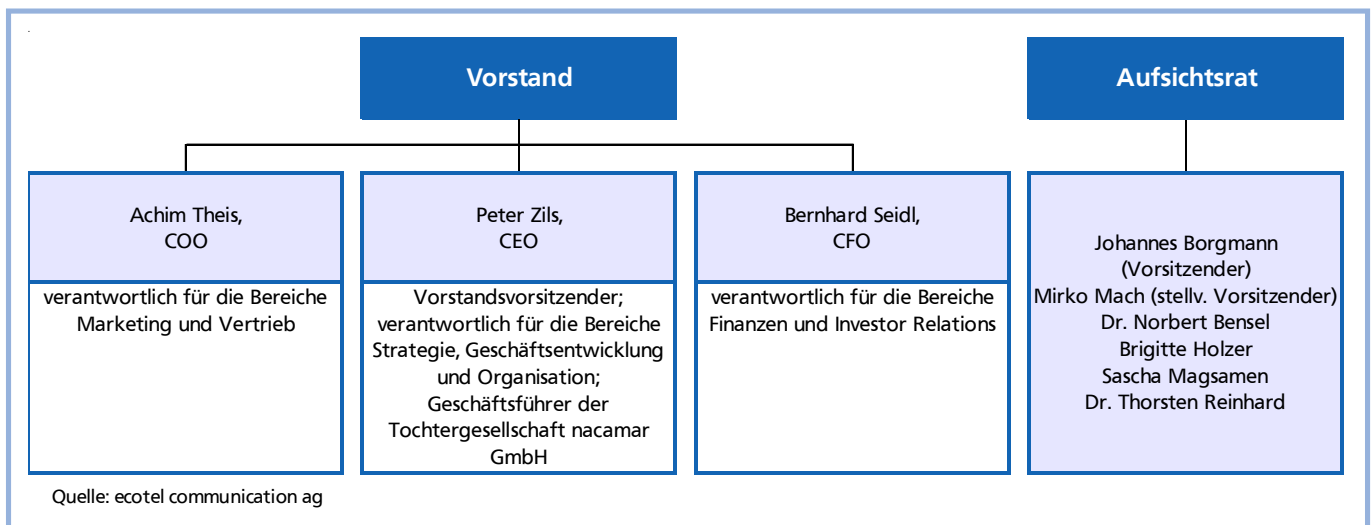
---



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



## Management



### Peter Zils (CEO)

- Geschäftsführer der Tochtergesellschaft nacamar GmbH
- Januar 1998: Gründung der ecotel communication GmbH mit Sitz in Düsseldorf
- Abschluss an der FH Bochum: Diplom-Ingenieur für Nachrichtentechnik

---

Kompetentes Managementteam

---

### Bernhard Seidl (CFO)

- Seit September 2006: Finanzvorstand
- Bis August 2006: Leiter für die Bereiche Planung und Controlling bei der Telefónica Deutschland GmbH
- Langjährige Tätigkeit als Managementberater bei Arthur D. Little mit Schwerpunkt Telekommunikation, Strategie und Corporate Finance
- Tätigkeit als Projektmanager bei Siemens für internationale Festnetzprojekte
- Abschluss an der University of California, Los Angeles, MBA
- Studium der Elektrotechnik an der TU München

### Achim Theis (COO)

- Seit Juni 2001: Mitglied des Vorstandes, zuständig für die Bereiche Marketing und Vertrieb
- Seit Januar 1999: Geschäftsführer der ecotel communication GmbH
- Zuvor: Geschäftsführer bei der BGW Produkt + Idee GmbH, als Assistent der Geschäftsführung beim Möbelverband TrendMöbel Handels GmbH & Co. Einrichtungs KG sowie im Vertrieb der heutigen ThyssenKrupp Steel AG beschäftigt
- Abschluss an der Verwaltungs- und Wirtschaftsakademie Oberhausen: berufsbegleitendes Studium zum Betriebswirt (VWA)

**Aktionärsstruktur**

ecotel hält derzeit 3,8% der insgesamt 3,9 Mio. Aktien. Die Hauptversammlung vom 30.07.2010 hat der Gesellschaft die Ermächtigung erteilt, bis zum 29.07.2015 bis zu 10% des bestehenden Grundkapitals zu erwerben. Damit ist der Rahmen noch nicht voll ausgeschöpft. Für das Jahr 2012 hat das Management bereits weitere Rückkäufe angekündigt und im Zeitraum 25.05.2012 bis einschließlich 30.09.2012 sollen bis zu 100.000 ecotel-Aktien erworben werden. Dies entspricht 2,6% des aktuellen Grundkapitals.

Mit den restlichen 96,2% sind verschiedene Aktionäre an ecotel beteiligt. Den größten Anteil hält Peter Zils (CEO von ecotel) mit 25,6%, worin dessen starke Verbindung zum Unternehmen zum Ausdruck kommt. Des Weiteren sind die Intellect Investment & Management Ltd. mit 25,1% und die IQ Martrade Holding und Managementgesellschaft mbH mit 14,6% beteiligt. Als neuer Großaktionär kam Anfang 2011 PVM Private Values Media AG hinzu und übernahm die 9,3% der insolventen AVW Management-Beteiligungs-AG. Die restlichen 21,6% liegen momentan im Streubesitz. Dies ist eine relativ niedrige Quote und dürfte so manchen potentiellen Investor von einem Engagement abhalten. Das durchschnittliche, tägliche Handelsvolumen lag 2011 bei 2.053 Stück und hat sich damit gegenüber dem Vorjahr mit 1.100 Stück sehr deutlich verbessert. Der geringe Streubesitz macht das Unternehmen andererseits weniger anfällig für mögliche Übernahmen. ecotel ist im Prime Standard der Frankfurter Wertpapierbörse gelistet und die Aktie wird in Stuttgart, Berlin, München und Düsseldorf gehandelt. Einzelne Banken haben die Darlehensgewährung an die Bedingung geknüpft, dass der Anteil von Herrn Zils während der Vertragslaufzeit nicht unter 25% plus eine Aktie fallen darf. Ebenso muss die Beteiligung der ecotel communications ag an der nacamar GmbH mindestens 75% betragen.

---

 Mit 22% geringer Streubesitz
 

---

**ecotel communication ag****Aktionärsstruktur**

Peter Zils	25,6%
Intellect Investment & Management Ltd.	25,1%
IQ Martrade Holding und Managementgesellschaft mbH	14,6%
PVM Private Values Media AG	9,3%
Streubesitz	21,6%
Eigene Aktien	3,8%






Quelle: ecotel communication ag

**Strategische Perspektiven**

ecotel wird seine grundsätzliche Marktpositionierung mit den drei Standbeinen Geschäftskunden, Wiederverkäufer und New Business auch in den nächsten Jahren beibehalten. Insbesondere der Bereich Geschäftskunden bietet unseres Erachtens noch genügend profitables Wachstumspotential.

B2B-Geschäft wird weiter wachsen

**ecotel: Geschäftsfelder**

Geschäftsbereich	Geschäftskunden (B2B)	Wiederverkäufer	New Business
<b>Marke</b>		 	 
<b>Zielgruppe</b>	Kleine- und mittelständische Unternehmen  Großkunden	Andere Telekommunikationsanbieter  Branchenfremde Vermarkter	Medienunternehmen  Privatkunden
Anteil am Umsatz	49%	36%	15%
Anteil am Rohertrag	76%	6%	18%

Quelle: ecotel communication ag

Die fortgesetzte Umstellung der Geschäftskunden auf den Vollanschluss wird im laufenden Geschäftsjahr weiter vorangetrieben. Mit heute etwa 20.000 Geschäftskunden wird ein Umsatzvolumen von rund 40,0 Mio. Euro generiert. Dabei liegt der Schwerpunkt mit 18.500 Kunden bei den kleinen Unternehmen, die im Durchschnitt pro Monat 70 Euro Umsatz generieren.

**ecotel: Struktur der Geschäftskunden**

Monatlicher TK Umsatz (ARPU)		Anzahl Kunden	Mtl. ARPU
> 3.000 Euro	Große Unternehmen	ca. 100	10.500 Euro
300-3.000 Euro	Mittelständische Unternehmen	ca. 2.000	650 Euro
< 300 Euro	Kleine Unternehmen	ca. 18.500	70 Euro

Quelle: ecotel communication ag \*in der Regel mit Filialstrukturen oder Projektkunden mit gemanagten Datendiensten

ecotel wird versuchen, sowohl die absolute Kundenzahl zu steigern, also Marktanteile zu gewinnen, als auch den Umsatz je Kunde zu erhöhen. Um dieses Ziel zu erreichen, wird zum Beispiel die Einführung einer D-Netz-SIM-Karte vorangetrieben, um damit dem Trend zum mobilen Internet zu folgen. Die Karte dient ebenfalls dem weiteren Ausbau der Konvergenz zwi-

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

schon Festnetz und Mobilfunk. Ebenso wird der Vollanschluss ergänzt durch Voice-over-IP-Angebote.

ecotel will mittelfristig wieder einen Umsatz von 100 Mio. Euro erzielen und dabei eine EBITDA-Marge von 10% erreichen. Gegenüber den Zahlen von 2011 (Umsatz: 84,5 Mio. Euro) ist somit eine "Umsatzlücke" von 15,5 Mio. Euro zu schließen. Dies soll durch die oben beschriebenen Maßnahmen erreicht werden. Wir sind noch etwas vorsichtiger, da es im preselection-Bereich nach wie vor eine Abwanderungsquote (churn-rate) gibt. Wir erwarten, dass die Minutenpreise eher auf dem gegenwärtigen Niveau verharren werden, sodass ecotel unseres Erachtens zusätzliche Kunden akquirieren muss um ein weiteres Umsatzwachstum zu erzielen. Sollte es ecotel jedoch in den nächsten Quartalen gelingen, die churn-rate zu reduzieren, würden wir unsere Umsatzerwartung nach oben anpassen. Der preselection-Bereich macht aktuell etwa 20% des Geschäftskundenumsatzes aus.

Die angestrebte EBITDA-Marge von 10% repräsentiert einen absoluten Wert von 10 Mio. Euro, verglichen mit dem 2011 erreichten Niveau von 7,1 Mio. Euro. Der Haupttreiber, um diese Lücke zu schließen, sind insbesondere die deutlich niedrigere Kostenbasis bei der Umstellung auf den Vollanschluss. Noch etwas unscharf ist die Perspektive für das Zusammenwachsen von IT- und TK-Markt. Der Wettbewerber QSC setzt mit seinem Produktangebot sehr stark auf diesen Trend. ecotel operiert hier etwas zurückhaltender. Insbesondere wird angeführt, dass es sich um ganz unterschiedliche Produkte für unterschiedliche Zielgruppen handelt und somit der Vertrieb ganz anders zu organisieren ist. Beim derzeitigen Modethema "Cloud Computing" ist ecotel bereits positioniert und hat mit den beiden eigenen Rechenzentren in Frankfurt/M. und Düsseldorf auch eine Basis, um entsprechende Dienstleistungen anzubieten. Beim Cloud Computing geht es darum, dass Software und Daten nicht mehr lokal bearbeitet und gespeichert werden, sondern auf einer externen Infrastruktur. Für die Nutzer soll damit eine Reduzierung ihrer Kosten möglich sein. Wir sehen die Möglichkeiten von ecotel eher in der Anbindung an eine Cloud zur Datenhaltung und weniger bei Software-Applikationen. Generell gibt es bei diesem Thema noch offene Fragen bezüglich des Themas Sicherheit.

---

Umsatzziel 2015: 100 Mio. Euro; EBITDA-Marge von 10%

---

---

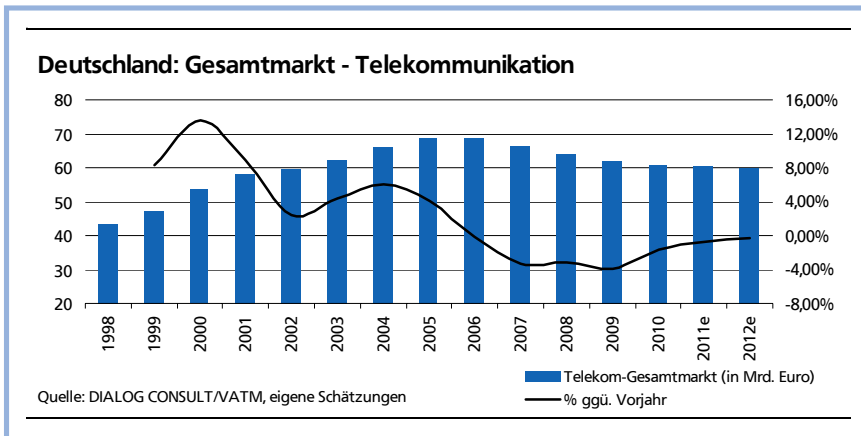
Zusammenwachsen von IT und TK-Markt

---

**Marktumfeld und Wettbewerber**

Der für ecotel relevante Markt ist der deutsche Telekommunikationsmarkt. Auf der Grundlage der Prognosen von DIALOG CONSULT / VATM war der deutsche TK-Markt 2011 um 0,8% das sechste Jahr in Folge rückläufig (Volumen 2011 von 60,3 (60,8) Mrd. Euro). Damit hat sich der Rückgang des Marktes seit (-3,9%) bzw. 2010 (-1,6%) weiter deutlich verlangsamt.

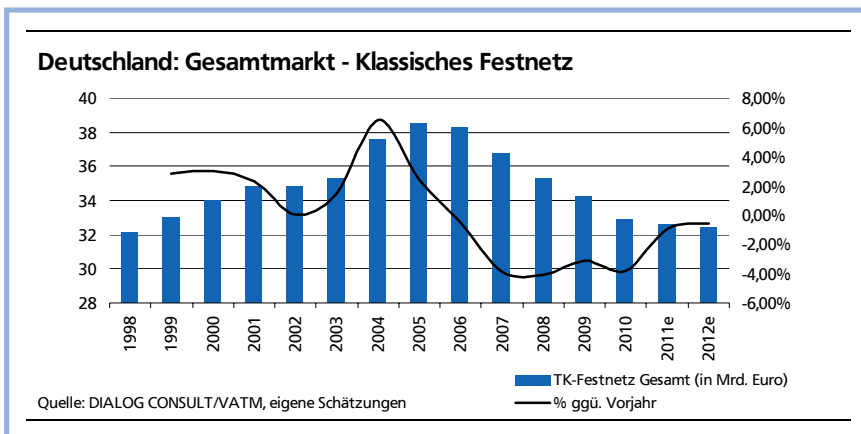
Deutschland: Markt für Telekommunikation rückläufig



Der Marktrückgang ist überwiegend preisbedingt. Demgegenüber hat das Verkehrsvolumen zum Beispiel im Breitband oder bei Voice-over-IP (VoIP) zugenommen. Die alternativen Wettbewerber konnten 2011 ihren Marktanteil auf der Grundlage der DIALOG CONSULT / VATM-Daten moderat auf 59,4% (58,0%) erhöhen. Die Anteile zwischen Festnetz- und Mobilfunk - Telefonie haben sich nur geringfügig verschoben.

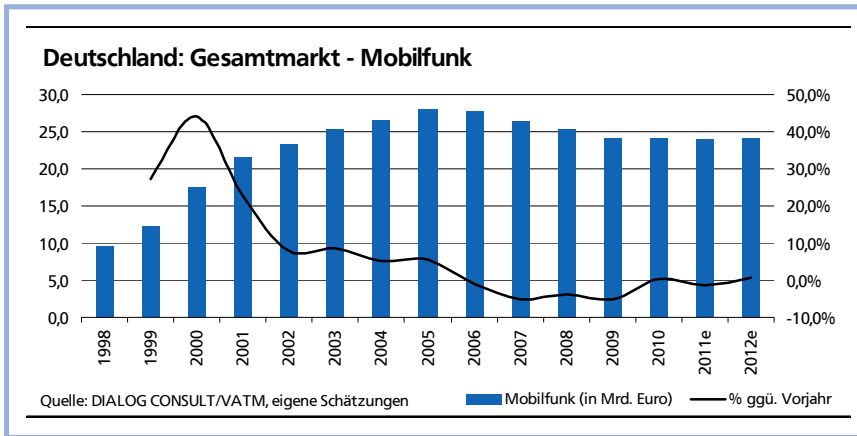
Der Rückgang im Festnetzmarkt 2011 (Prognosedaten DIALOG CONSULT / VATM) war mit 0,9% nur minimal höher als im Gesamtmarkt. Trotz der erheblichen Reduzierung seit 2005 ist der Festnetzmarkt 2011 mit 54% (2005: 56%) nach wie vor der größte Teilmarkt. Entbündelte und für VoIP genutzte DSL-Anschlüsse konnten Zuwächse erzielen. Dies ist auch für ecotel von Bedeutung, welche ihren Geschäftskunden vermehrt solche Services als Ergänzung zum Vollanschluss anbieten.

Festnetz dominiert weiterhin



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

Der deutsche Mobilfunkmarkt ist ebenfalls seit 2005 in einem leichten Abwärtstrend. 2011 betrug der wertmäßige Rückgang gemäß der Prognosedaten von DIALOG CONSULT / VATM 1,2% auf 23,9 (24,2) Mrd. Euro. Dabei ist die Teilnehmerzahl 2011 wieder deutlich auf 114,13 (108,85) Mio. gestiegen.



Das abgehende Sprachverkehrsvolumen ist 2011 ebenfalls gestiegen auf 107,0 (102,3) Mrd. Minuten. Erstmals wurden in Deutschland mehr Smartphones als Mobiltelefone verkauft. Eine zunehmende Email-Nutzung könnte damit zu Lasten des SMS-Verkehrs gehen.

Das für die ecotel relevante Marktsegment der Geschäftskunden hatte 2011 gemäß Unternehmensangaben ein Volumen von etwa 15 Mrd. Euro und verteilt sich auf 3 Mio. Unternehmen verschiedenster Größe. Das Festnetz ist mit circa 10 Mrd. Euro Umsatz doppelt so groß wie das Mobilfunksegment mit 5 Mrd. Euro. Die Gruppe der kleinen und mittleren Unternehmen repräsentieren 99% aller Unternehmen; sie generieren jedoch "nur" 55% der Gesamtumsätze. Hier sind die rund 20.000 Geschäftskunden der ecotel zu finden, die 2011 dem Unternehmen einen Bereichsumsatz von 41,6 (44,8) Mio. Euro generierten.

Zusammenfassend rechnen wir 2012 mit einem weiter leicht schrumpfenden TK-Gesamtmarkt und schätzen ein Volumen von 60,1 (60,3) Mrd. Euro. Strukturell rechnen wir mit einer weiteren, moderaten Verschiebung innerhalb des Gesamtmarktes zugunsten des Mobilfunks (+0,8% auf 24,1 Mrd. Euro), während die Festnetztelefonie (-0,6% auf 32,4 Mrd. Euro) weiter leicht an Bedeutung verlieren wird.

---

Deutschland: B2B Marktvolumen 2011  
bei rund 15 Mrd. Euro

---

## Anhang

## ecotel communication ag

## Gewinn- und Verlustrechnung

Angaben in Mio. Euro	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>105,50</b>	<b>98,70</b>	<b>98,30</b>	<b>84,50</b>	<b>83,00</b>	<b>85,20</b>
Erhöhung des Bestandes an fertigen und unfertigen Erzeugnissen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Andere aktivierte Eigenleistungen	0,50	0,50	0,10	0,00	0,08	0,18
Sonstige betriebliche Erträge	0,50	1,10	1,10	1,60	0,67	0,69
<b>Gesamtleistung</b>	<b>106,50</b>	<b>100,30</b>	<b>99,50</b>	<b>86,10</b>	<b>83,75</b>	<b>86,07</b>
Materialaufwand	-79,00	-76,00	-75,50	-59,80	-58,80	-60,33
Personalaufwand	-10,20	-9,60	-9,50	-9,70	-9,46	-9,38
Abschreibungen	-9,68	-7,09	-3,37	-3,95	-3,20	-2,90
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-11,30	-9,80	-9,70	-9,50	-8,88	-9,21
<b>EBIT</b>	<b>-3,68</b>	<b>-2,19</b>	<b>1,43</b>	<b>3,15</b>	<b>3,42</b>	<b>4,24</b>
Sonstige Zinsen und ähnliche Erträge	0,60	0,30	0,10	0,10	0,08	0,09
Sonstige Finanzaufwendungen	-1,30	-1,00	-0,60	-0,50	-0,42	-0,43
Währungsgewinne	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Ergebnis aus At-Equity bewerteten Beteiligungen	0,00	-0,90	-0,20	0,00	0,00	0,00
Erträge aus Beteiligungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Sonstiges Finanzergebnis	0,00	1,50	0,00	0,00	0,00	0,00
Finanzergebnis	-0,70	-0,10	-0,70	-0,40	-0,34	-0,34
Außergewöhnliches Ergebnis	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>EBT</b>	<b>-4,38</b>	<b>-2,29</b>	<b>0,73</b>	<b>2,75</b>	<b>3,08</b>	<b>3,90</b>
Steuern von Einkommen und vom Ertrag	0,10	0,00	-0,40	-1,00	-0,92	-1,17
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>-4,28</b>	<b>-2,29</b>	<b>0,33</b>	<b>1,75</b>	<b>2,16</b>	<b>2,73</b>
Anteile anderer Gesellschafter am Jahresergebnis	0,10	0,10	-0,20	-0,60	-0,60	-0,60
<b>Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter</b>	<b>-4,18</b>	<b>-2,19</b>	<b>0,13</b>	<b>1,15</b>	<b>1,56</b>	<b>2,13</b>
Anzahl Aktien (in Stück)	3,90	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75
Gewinn je Aktie (unverwässert in EUR)	-1,07	-0,57	0,02	0,29	0,41	0,57

Quelle: ecotel communication ag; eigene Schätzungen

## ecotel communication ag

## Gewinn- und Verlustrechnung (Positionen in % vom Umsatz)

Angaben in Mio. Euro	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>99,1%</b>	<b>98,4%</b>	<b>98,8%</b>	<b>98,1%</b>	<b>99,1%</b>	<b>99,0%</b>
Erhöhung des Bestandes an fertigen und unfertigen Erzeugnissen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Andere aktivierte Eigenleistungen	0,5%	0,5%	0,1%	0,0%	0,1%	0,2%
Sonstige betriebliche Erträge	0,5%	1,1%	1,1%	1,9%	0,8%	0,8%
<b>Gesamtleistung</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
Materialaufwand	-74,2%	-75,8%	-75,9%	-69,5%	-70,2%	-70,1%
Personalaufwand	-9,6%	-9,6%	-9,5%	-11,3%	-11,3%	-10,9%
Abschreibungen	-9,1%	-7,1%	-3,4%	-4,6%	-3,8%	-3,4%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-10,6%	-9,8%	-9,7%	-11,0%	-10,6%	-10,7%
<b>EBIT</b>	<b>-3,5%</b>	<b>-2,2%</b>	<b>1,4%</b>	<b>3,7%</b>	<b>4,1%</b>	<b>4,9%</b>
Sonstige Zinsen und ähnliche Erträge	0,6%	0,3%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Sonstige Finanzaufwendungen	-1,2%	-1,0%	-0,6%	-0,6%	-0,5%	-0,5%
Währungsgewinne	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ergebnis aus At-Equity bewerteten Beteiligungen	0,0%	-0,9%	-0,2%	0,0%	0,0%	0,0%
Erträge aus Beteiligungen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstiges Finanzergebnis	0,0%	1,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Finanzergebnis	-0,7%	-0,1%	-0,7%	-0,5%	-0,4%	-0,4%
Außergewöhnliches Ergebnis	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>EBT</b>	<b>-4,1%</b>	<b>-2,3%</b>	<b>0,7%</b>	<b>3,2%</b>	<b>3,7%</b>	<b>4,5%</b>
Steuern von Einkommen und vom Ertrag	0,1%	0,0%	-0,4%	-1,2%	-1,1%	-1,4%
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>-4,0%</b>	<b>-2,3%</b>	<b>0,3%</b>	<b>2,0%</b>	<b>2,6%</b>	<b>3,2%</b>
Anteile anderer Gesellschafter am Jahresergebnis	0,1%	0,1%	-0,2%	-0,7%	-0,7%	-0,7%
<b>Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter</b>	<b>-3,9%</b>	<b>-2,2%</b>	<b>0,1%</b>	<b>1,3%</b>	<b>1,9%</b>	<b>2,5%</b>

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

## Bilanz

Angaben in Mio. Euro	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e
Geschäfts- oder Firmenwert	13,5	12,1	12,1	11,8	11,8	11,8
Übrige immaterielle Vermögenswerte	10,1	7,7	6,4	5,2	4,1	3,5
Sachanlagen	6,1	6,3	5,9	5,1	4,8	4,6
At-Equity-Beteiligungen	0,1	1,8	1,6	1,6	1,6	1,6
Sonstige langfristige Forderungen und Vermögenswerte	2,3	0,2	0,6	0,6	0,5	0,6
Latente Steuern	1,3	0,7	0,6	0,2	0,5	0,4
<b>Langfristige Vermögenswerte</b>	<b>33,4</b>	<b>28,8</b>	<b>27,2</b>	<b>24,5</b>	<b>23,3</b>	<b>22,5</b>
Vorräte	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	14,4	14,7	14,4	13,4	13,9	14,4
Übrige Steuerforderungen	0,1	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0
Sonstige nichtfinanzielle Vermögenswerte	2,8	1,8	0,8	1,2	1,3	1,4
Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente	4,2	7,1	6,1	6,2	6,6	6,5
<b>Kurzfristige Vermögenswerte</b>	<b>21,6</b>	<b>23,9</b>	<b>21,6</b>	<b>20,9</b>	<b>21,9</b>	<b>22,4</b>
<b>Aktiva</b>	<b>55,0</b>	<b>52,7</b>	<b>48,8</b>	<b>45,4</b>	<b>45,1</b>	<b>44,9</b>
Gezeichnetes Kapital	3,9	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8
Kapitalrücklage	17,9	17,6	1,7	1,7	1,7	1,7
Sonstige Rücklagen	0,0	-2,1	14,0	15,0	15,0	15,0
Eigene Anteile	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Konzerngewinn	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0	2,4
<b>Eigenkapital ohne Anteile anderer Gesellschafter</b>	<b>21,8</b>	<b>19,3</b>	<b>19,5</b>	<b>20,5</b>	<b>21,5</b>	<b>22,9</b>
Anteile anderer Gesellschafter	0,6	0,3	0,5	0,9	0,9	0,9
<b>Eigenkapital</b>	<b>22,4</b>	<b>19,6</b>	<b>20,0</b>	<b>21,4</b>	<b>22,4</b>	<b>23,8</b>
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	11,5	13,2	5,4	6,6	5,9	4,5
Latente Steuerverbindlichkeiten	1,3	0,9	0,8	1,0	1,0	1,0
<b>Langfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>12,8</b>	<b>14,1</b>	<b>6,2</b>	<b>7,6</b>	<b>7,0</b>	<b>5,5</b>
Kurzfristige Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	4,5	4,0	7,9	2,7	2,2	1,7
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	13,9	14,1	12,8	11,6	11,0	11,1
Steuerverbindlichkeiten	0,4	0,0	0,4	0,3	0,2	0,3
Kurzfristige sonstige Verbindlichkeiten	1,0	0,9	1,5	1,8	2,4	2,4
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>19,8</b>	<b>19,0</b>	<b>22,6</b>	<b>16,4</b>	<b>15,8</b>	<b>15,6</b>
<b>Passiva</b>	<b>55,0</b>	<b>52,7</b>	<b>48,8</b>	<b>45,4</b>	<b>45,1</b>	<b>44,9</b>

Quelle: ecotel communication ag; eigene Schätzungen



## ecotel communication ag

## Bilanz (Positionen in % von Bilanzsumme)

Angaben in Mio. Euro	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e
Geschäfts- oder Firmenwert	24,5%	23,0%	24,8%	26,0%	26,1%	26,3%
Übrige immaterielle Vermögenswerte	18,4%	14,6%	13,1%	11,5%	9,1%	7,8%
Sachanlagen	11,1%	12,0%	12,1%	11,2%	10,6%	10,3%
At-Equity-Beteiligungen	0,2%	3,4%	3,3%	3,5%	3,5%	3,6%
Sonstige langfristige Forderungen und Vermögenswerte	4,2%	0,4%	1,2%	1,3%	1,0%	1,2%
Latente Steuern	2,4%	1,3%	1,2%	0,4%	1,1%	1,0%
<b>Langfristige Vermögenswerte</b>	<b>60,7%</b>	<b>54,6%</b>	<b>55,7%</b>	<b>54,0%</b>	<b>51,6%</b>	<b>50,1%</b>
Vorräte	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	26,2%	27,9%	29,5%	29,5%	30,9%	32,0%
Übrige Steuerforderungen	0,2%	0,4%	0,4%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige nichtfinanzielle Vermögenswerte	5,1%	3,4%	1,6%	2,6%	2,8%	3,1%
Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente	7,6%	13,5%	12,5%	13,7%	14,5%	14,5%
<b>Kurzfristige Vermögenswerte</b>	<b>39,3%</b>	<b>45,4%</b>	<b>44,3%</b>	<b>46,0%</b>	<b>48,4%</b>	<b>49,9%</b>
<b>Aktiva</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
Gezeichnetes Kapital	7,1%	7,2%	7,8%	8,4%	8,4%	8,5%
Kapitalrücklage	32,5%	33,4%	3,5%	3,7%	3,8%	3,8%
Sonstige Rücklagen	0,0%	-4,0%	28,7%	33,0%	33,2%	33,4%
Eigene Anteile	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Konzerngewinn	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	2,2%	5,3%
<b>Eigenkapital ohne Anteile anderer Gesellschafter</b>	<b>39,6%</b>	<b>36,6%</b>	<b>39,9%</b>	<b>45,1%</b>	<b>47,6%</b>	<b>51,0%</b>
Anteile anderer Gesellschafter	1,1%	0,6%	1,0%	2,0%	2,0%	2,0%
<b>Eigenkapital</b>	<b>40,7%</b>	<b>37,2%</b>	<b>41,0%</b>	<b>47,1%</b>	<b>49,6%</b>	<b>53,0%</b>
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	20,9%	25,1%	11,1%	14,5%	13,2%	9,9%
Latente Steuerverbindlichkeiten	2,4%	1,7%	1,6%	2,2%	2,2%	2,3%
<b>Langfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>23,3%</b>	<b>26,8%</b>	<b>12,7%</b>	<b>16,7%</b>	<b>15,4%</b>	<b>12,2%</b>
Kurzfristige Rückstellungen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	8,2%	7,6%	16,2%	5,9%	4,8%	3,9%
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	25,3%	26,7%	26,2%	25,5%	24,4%	24,8%
Steuerverbindlichkeiten	0,7%	0,0%	0,8%	0,7%	0,5%	0,7%
Kurzfristige sonstige Verbindlichkeiten	1,8%	1,7%	3,1%	4,0%	5,2%	5,4%
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>36,0%</b>	<b>36,0%</b>	<b>46,3%</b>	<b>36,1%</b>	<b>35,0%</b>	<b>34,8%</b>
<b>Passiva</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

Quelle: ecotel communication ag; eigene Schätzungen

## ecotel communication ag

## Kapitalflussrechnung

Angaben in Mio. Euro	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e
<b>Konzernjahresergebnis vor Ertragsteuern</b>	<b>-4,4</b>	<b>-2,3</b>	<b>0,7</b>	<b>2,7</b>	<b>3,1</b>	<b>3,9</b>
Abschreibungen	9,6	7,1	3,5	4,0	3,2	2,9
Gezahlte Ertragssteuern	0,0	-0,4	0,1	-0,3	-0,9	-1,2
Nicht zahlungswirksame Aufwendungen / Erträge	0,1	0,3	0,0	0,1	0,0	0,0
Gewinne Abgang SAV	0,0	0,9	0,2	0,0	0,0	0,0
Veränderung Pensionsrückstell. u. sonst. Langfr. Rückstell.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Brutto-Cashflow</b>	<b>5,3</b>	<b>5,6</b>	<b>4,6</b>	<b>6,5</b>	<b>5,4</b>	<b>5,6</b>
Zunahme / Abnahme Vorräte, FO L.L., andere Aktiva	-2,0	-0,4	2,6	0,5	-0,6	-0,5
Zunahme / Abnahme VB L.L., andere Passiva	2,2	0,2	-2,3	-1,0	0,0	0,2
Zinsergebnis	1,0	0,7	0,5	0,3	0,0	0,0
<b>Mittelzufluss/-abfluss aus der laufenden Geschäftstätigkeit</b>	<b>6,5</b>	<b>6,1</b>	<b>5,3</b>	<b>6,3</b>	<b>4,7</b>	<b>5,3</b>
Investitionen in Sachanlagen	-2,5	-3,6	-1,7	-1,7	-1,3	-1,5
Investitionen in Finanzanlagen	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Investitionen in Immaterielle VG	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,5	-0,6
Investitionen	-2,5	-3,7	-1,7	-1,7	-1,8	-2,1
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	-0,1	0,1	-0,2	0,1	0,0	0,0
<b>Mittelzufluss/-abfluss aus der Investitionstätigkeit</b>	<b>-2,5</b>	<b>-3,6</b>	<b>-1,8</b>	<b>-1,6</b>	<b>-1,8</b>	<b>-2,1</b>
Dividendenausschüttung	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,6	-0,8
Kapitalerhöhung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Auszahlung aus der Tilgung von Finanzkrediten	-3,4	-3,7	-3,8	-8,0	0,0	0,0
Einzahlung aus der Aufnahme von Finanzkrediten	0,0	5,6	0,0	4,0	-1,2	-1,9
Einzahlung / Auszahlung Minderheitsgesellschafter	0,1	0,1	0,1	0,1	-0,5	-0,5
Zins- und sonstige Finanzausgaben	-1,1	-0,8	-0,7	-0,5	-0,3	0,1
<b>Mittelzufluss/-abfluss aus der Finanzierungstätigkeit</b>	<b>-4,4</b>	<b>1,2</b>	<b>-4,4</b>	<b>-4,4</b>	<b>-2,6</b>	<b>-3,1</b>
Zahlungswirksame Veränderungen des Finanzmittelbestandes	-0,4	3,7	-0,9	0,3	0,4	0,1
Konsolidierungskreisbedingte Veränderung des Finanzmittelbestandes	0,7	-0,9	0,0	-0,2	0,0	-0,1
Finanzmittelbestand am Anfang der Periode	3,9	4,2	7,1	6,1	6,2	6,6
<b>Finanzmittelbestand am Ende der Periode</b>	<b>4,2</b>	<b>7,1</b>	<b>6,1</b>	<b>6,2</b>	<b>6,6</b>	<b>6,5</b>

Quelle: ecotel communication ag; eigene Schätzungen

## ecotel communication ag

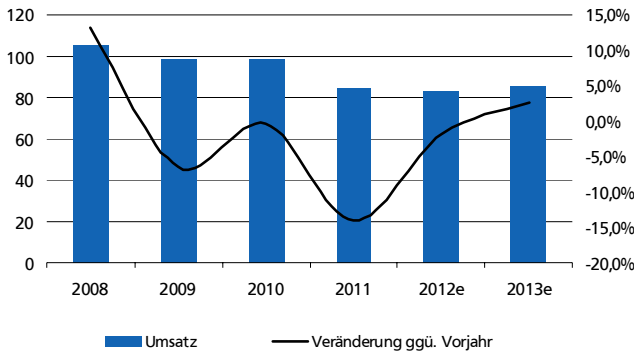
## Kennzahlen

	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e
<b>Wachstumsanalyse</b>						
Umsatzwachstum	13,2%	-6,4%	-0,4%	-14,0%	-1,8%	2,7%
EBITDA-Wachstum	5,6%	-18,3%	-2,0%	47,9%	-6,8%	8,0%
EBIT-Wachstum	0,0%	-40,4%	-165,1%	120,5%	8,6%	24,2%
EBT-Wachstum	-12,5%	-47,7%	-131,7%	277,7%	12,2%	26,5%
EpS-Wachstum (verwässert)		-46,4%	-104,2%	1116,2%	43,1%	36,8%
<b>Margenanalyse</b>						
EBITDA-Marge	5,7%	5,0%	4,9%	8,4%	8,0%	8,4%
EBIT-Marge	neg.	neg.	1,5%	3,7%	4,1%	5,0%
EBT-Marge	neg.	neg.	0,7%	3,2%	3,7%	4,6%
Nettomarge	neg.	neg.	0,1%	1,4%	1,9%	2,5%
<b>Renditeanalyse</b>						
ROI	-7,6%	-4,1%	0,3%	2,4%	3,4%	4,7%
ROCE	-10,4%	-6,8%	3,6%	8,1%	9,9%	12,5%
ROE	-18,7%	-10,4%	0,6%	5,5%	7,1%	9,2%
ROIC	-9,3%	-5,8%	2,9%	6,7%	8,1%	10,2%
<b>Bilanzanalyse</b>						
Eigenkapitalquote	40,7%	37,2%	41,0%	47,1%	49,6%	53,0%
Anlagendeckung I	67,1%	68,1%	73,5%	87,3%	96,3%	105,7%
Anlagendeckung II	105,4%	117,1%	96,3%	118,4%	126,2%	130,1%
Anlagenintensität	60,7%	54,6%	55,7%	54,0%	51,6%	50,1%
Vorratsumschlag	1.055,0	987,0	983,0	845,0	817,7	819,0
Debitorenumschlag	7,3	6,8	6,8	6,1	6,1	6,0
Debitorenlaufzeit/-ziel	49,8	53,8	54,0	60,0	60,1	60,6
Working Capital / Umsatz	2,3%	2,0%	1,3%	1,3%	1,9%	2,5%
Kreditorenlaufzeit/-ziel		67,2	65,0	74,5	70,2	67,0
<b>Verschuldung</b>						
Nettoverschuldung (Mio. Euro)	11,8	10,1	7,2	3,1	1,5	-0,3
Nettoverschuldung / EBITDA	1,97	2,24	1,80	0,73	0,35	0,08
Net Gearing	0,53	0,52	0,36	0,15	0,07	-0,01
Zinsdeckungsgrad (EBITDA)	4,6	4,9	8,0	14,2	15,8	16,6
Zinsdeckungsgrad (EBIT)	-2,8	-2,2	2,4	6,3	8,2	9,9
<b>Cashflow-Analyse</b>						
Free Cashflow (FCF)	4,01	2,53	3,57	4,59	2,92	3,16
FCF / Umsatz	3,8%	2,6%	3,6%	5,4%	3,5%	3,7%
FCF / Jahresüberschuss	-95,9%	-115,4%	2811,0%	400,5%	187,8%	148,6%
FCF je Aktie (Euro)	1,03	0,67	0,95	1,22	0,78	0,84
FCF Yield	17,5%	19,5%	21,9%	24,2%	15,6%	16,9%
Capex (Mio. Euro)	2,50	3,70	1,70	1,70	1,80	2,10
Capex / Abschreibungen	0,3%	0,8%	0,5%	0,5%	0,6%	0,7%
Capex / Umsatz	2,7%	5,5%	1,7%	2,1%	2,2%	2,5%
<b>Bewertungsmultiplikatoren</b>						
EV / Umsatz	0,2	0,3	0,2	0,3	0,3	0,2
EV / EBITDA	4,3	5,4	4,2	3,2	3,2	2,7
EV / EBIT	neg.	neg.	14,1	7,2	6,1	4,5
EV / FCF	6,5	10,5	5,6	5,0	7,2	6,0
KGV	neg.	neg.	182,4	17,4	12,0	8,8
KBV	1,0	0,7	0,8	0,9	0,8	0,8
KCV	3,5	2,1	3,1	3,0	4,0	3,6
KUV	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	3,0%	4,0%

Quelle: ecotel communication ag; eigene Schätzungen

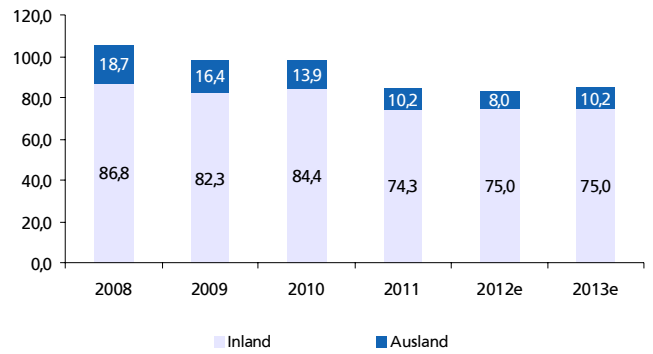
1)2)3)4)6) **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments**

**Umsatzentwicklung (Mio. Euro)**



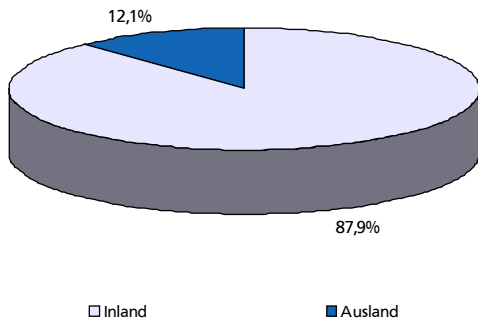
- ⇒ TK-Markt Deutschland 2011 um 0,8% rückläufig
- ⇒ Vollanschluss-Migration wird wieder für steigende Umsätze sorgen

**Umsatzentwicklung nach Regionen (Mio. Euro)**



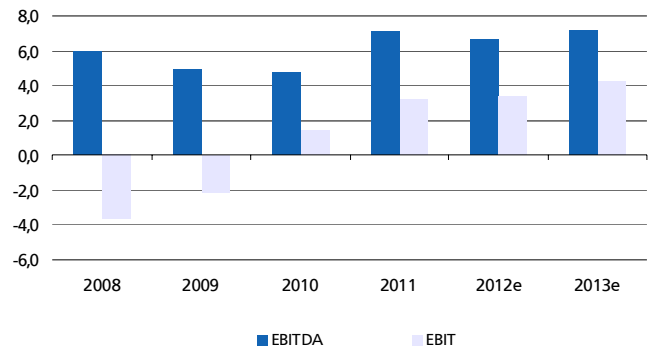
- ⇒ ecotel-Geschäft konzentriert sich auf das Inland

**Umsatzverteilung nach Regionen (2011)**



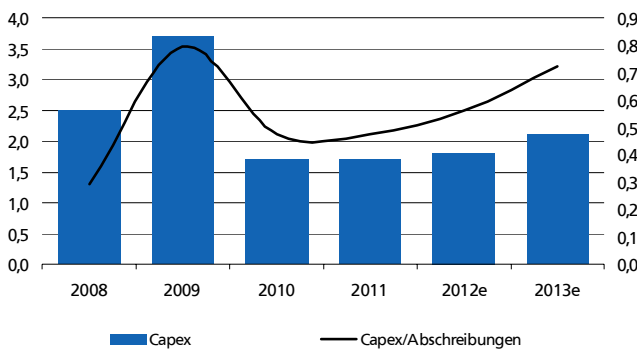
- ⇒ Im Inland dominiert das Geschäftskunden-Segment
- ⇒ ecotel wird sich weiter auf das Deutschland-Geschäft konzentrieren

**Ergebnisentwicklung (Mio. Euro)**



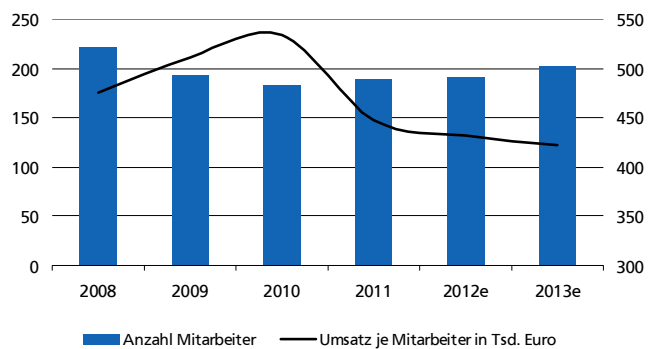
- ⇒ 2011 Ertragslage deutlich verbessert
- ⇒ Weitere Verbesserungen beim EBIT erwartet

**Investitionen**



- ⇒ Geschäftsmodell erlaubt niedriges Investitionsbudget
- ⇒ Hauptaugenmerk gilt dem Bereich Geschäftskunden

**Anzahl Mitarbeiter und Umsatz/Mitarbeiter**



- ⇒ Hohe Handelsumsätze prägen den Umsatz je Mitarbeiter
- ⇒ Keine Strukturveränderungen erwartet

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	
				2012e	2013e	2012e	2013e	2012e	2013e	2012e	2013e
<b>ecotel communication ag (Euro)</b>	5,25	20	21	83,0	85,2	6,6	7,1	3,4	4,2	0,41	0,57
Wachstum (Umsatz) bzw. Marge (EBITDA, EBIT)					2,7%	8,0%	8,4%	4,1%	5,0%	-	-
<b>Drillisch (Euro)</b>	9,19	489	637	336,1	337,9	60,9	63,9	60,2	66,7	0,99	1,38
Wachstum (Umsatz) bzw. Marge (EBITDA, EBIT)					0,5%	18,1%	18,9%	17,9%	19,8%	-	-
<b>freenet (Euro)</b>	11,34	1.452	1.901	3.161,0	3.140,0	344,4	346,1	194,7	289,2	1,27	1,72
Wachstum (Umsatz) bzw. Marge (EBITDA, EBIT)					-0,7%	10,9%	11,0%	6,2%	9,2%	-	-
<b>QSC (Euro)</b>	1,91	262	287	478,1	502,9	83,3	87,3	33,8	40,4	0,19	0,23
Wachstum (Umsatz) bzw. Marge (EBITDA, EBIT)					5,2%	17,4%	17,4%	7,1%	8,0%	-	-
<b>United Internet (Euro)</b>	13,64	2.933	3.408	2.352,0	2.575,0	357,6	420,9	270,7	330,5	0,85	1,09
Wachstum (Umsatz) bzw. Marge (EBITDA, EBIT)					9,5%	15,2%	16,3%	11,5%	12,8%	-	-

Quelle: Eigene Schätzungen; Bloomberg

Schlusskurse vom 24.05.2012

## 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 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.

#### 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 50<sup>SM</sup>). 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: 25.05.2012 -**

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: 25.05.2012

**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

<sup>1)2)3)4)6)</sup> 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 bestimmt. Dieses Dokument richtet sich nicht an Personen mit Wohn- und/oder Gesellschaftssitz und/oder Niederlassungen im Ausland, 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 der Produktinformationen 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 und/oder eines Prospekts oder Informationsmemorandums erfolgen.

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. Frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. 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.

Obgleich die WGZ BANK Hyperlinks zu Internet-Seiten von in dieser Studie erwähnten Unternehmen angeben kann, 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.