

# ecotel communication ag

9. APRIL 2014

Votum:		Kaufen	
alt:		Halten	vom 21.02.2014
Kursziel (in Euro)		11,00 (alt: 9,50)	
Kurs (Xetra) (in Euro)		8.97	
08.04.2014	17:36 Uhr		
Kurspotenzial		23%	

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

## Profitabilitätsanstieg durch das B2B-Geschäft erwartet

- 2013 überstieg der Umsatz mit 91,4 (94,3) Mio. Euro die obere Grenze des Prognosekorridors (80 - 90 Mio. Euro; u.a. weniger stark als prognostiziert gesunkene Wiederverkäufer-Umsätze sowie erste Fortschritte bei dem Allianz-Projekt in Q4).
- Die 2013er EBITDA-Marge ist mit 7,3% trotz des Umsatzrückgangs sowie der erhöhten operativen Kosten (temporäre Implementierungskosten für das Großkundenprojekt) konstant geblieben (v.a. gestiegene Rohmarge im B2B-Geschäft (+400 PP)).
- Wir bestätigen unsere Schätzung beim 2014er Umsatz von 93,5 (Unternehmensziel: 85 - 95) Mio. Euro (Roll-out beim Allianz-Projekt). Beim EBITDA haben wir unsere 2014er Prognose leicht auf 7,4 (bisher: 7,9; Unternehmensziel: 6,5 - 7,5) Mio. Euro gesenkt. Für 2015 erhöhen wir unsere EBITDA-Schätzung auf 9,3 (bisher: 8,3; Unternehmensziel: 10,0) Mio. Euro (zunehmender Anteil des hochmargigen B2B-Geschäfts am Auftragseingang (u.a. Voice over IP- und Hosted PBX-Trends; Allianz-Projekt als Referenz für mögliche weitere Großaufträge)) bei einer unveränderten Umsatzschätzung von 97,5; Unternehmensziel: 100,0) Mio. Euro.
- Wir bestätigen unser Kaufen-Votum (Aktienrückkäufe; erwarteter starker 2014er und 2015er FCF) bei einem erhöhten Kursziel von 11,00 (bisher: 9,50) Euro (Peer Group- u. DCF-Bewertung).

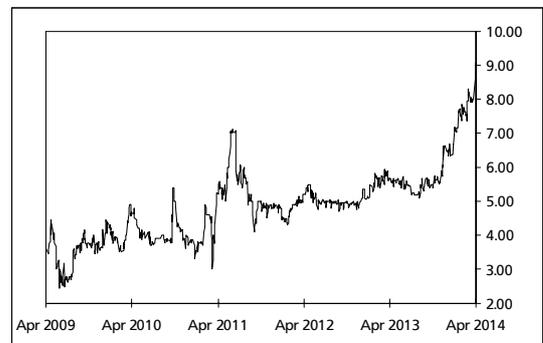
Aktienkennzahlen	
Aktienanzahl (in Mio. Stück)	3.900
Streubesitz	34.5%
Marktkapitalisierung (in Mio. Euro)	35.0
Ø Tagesumsatz (Stück)	5,144
52W Hoch	07.04.2014 9.20 Euro
52W Tief	05.07.2013 4.83 Euro

Termine	
Q1-Zahlen	15.05.2014
HV	25.07.2014

	Performance	
	Absolut	Relativ ggü. DAX
1 Monat	9.4%	7.8%
3 Monate	25.5%	24.6%
6 Monate	59.4%	43.0%
12 Monate	58.3%	27.4%

**Index-Gewichtung**  
Keine Indexzugehörigkeit

	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e
Umsatzerlöse	98,3	84,5	94,3	91,4	93,5	97,5
Umsatzwachstum	-0,4%	-14,0%	11,6%	-3,1%	2,3%	4,3%
EBITDA	4,8	7,1	6,8	6,7	7,4	9,3
EBITDA-Marge	4,9%	8,4%	7,3%	7,3%	7,9%	9,5%
Jahresüberschuss	0,1	1,1	-2,6	1,5	1,4	2,9
Nettomarge	0,1%	1,3%	neg.	1,7%	1,5%	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	0,4	0,4
EV / EBITDA	4,2	3,2	2,7	3,5	4,9	3,9
EV / EBIT	14,1	7,2	47,2	7,0	10,8	6,7
EV / FCF	5,6	5,0	4,7	neg.	8,0	9,0
KGV	182,4	17,4	neg.	13,5	23,8	11,2
KBV	0,8	0,9	0,9	1,0	1,5	1,3
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%



Quelle: Bloomberg

## Kontakt

**Abteilung Research**  
Leitung: Dr. Frank Wohlgenuth, 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 / ansгар.krekeler@wgzbank.de
- Thomas Reher / thomas.reher@wgzbank.de
- Udo Zartner / udo.zartner@wgzbank.de

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

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

Bitte lesen Sie den Hinweis zur Erstellung dieses Dokumentes, die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten, die Pflichtangaben zu § 34b Wertpapierhandelsgesetz und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokumentes. Diese Finanzanalyse im Sinne des § 34b WpHG ist nur zur Verteilung an professionelle Kunden und geeignete Gegenparteien gemäß § 31a WpHG bestimmt.

- Während in den drei ersten Quartalen der Umsatz zurückging (9M 2013: -7,4%; rückläufiges margenschwächeres Wiederverkäufergeschäft), legte der Q4-Umsatz zum ersten Mal seit dem Jahresanfang auf 25,2 (22,8) Mio. Euro zu. Der Umsatz im Segment Wiederverkäufe war 2013 planmäßig auf 34,7 (40,8) Mio. Euro rückläufig (Reduzierung der Mobilfunk-Terminierungsentgelte Ende 2012). Der Umsatz im ertragsstarken Segment Geschäftskunden bzw. im Segment New Business legte um 3,4% auf 42,2 (40,8) Mio. Euro (Anteil am Konzernumsatz: 46% (43%)) bzw. um 14,2% auf 14,5 (12,7) Mio. Euro (Wachstum vor allem durch das Privatkundengeschäft (Tochter easybell)) zu.
- Getrieben durch das Geschäftskundensegment (+12,2%; Anteil am Gesamtrohertrag: 79% (75%)) nahm der Rohertrag um 7,1% auf 26,9 (25,1) Mio. Euro zu. Im Segment New Business reduzierte sich der Rohertrag 2013 trotz der dynamischen Topline-Entwicklung leicht auf 5,0 (5,2) Mio. Euro (rückläufige Call-by-Call-Umsätze; Anteil am Gesamtrohertrag: 19% (21%)).
- Die 2014er Unternehmensprognosen wurden durch die sechsmonatige Verzögerung beim Start des Router-Roll-outs im Rahmen des Allianz-Projekts belastet. Mittelfristig sehen wir aber die Wachstumsperspektiven für ecotel intakt (siehe 2015er Prognosen).
- Der 2013er-FCF war mit -1,9 (+3,1) Mio. Euro durch die erhöhten Investitionen im Rahmen des Großkundenprojekts negativ. Ab 2014 rechnen wir mit einem deutlich positiven FCF von über 3 Mio. Euro.
- ecotel kann im Zuge des kürzlich angekündigten Aktienrückkaufprogramms (Laufzeit: 31.03.2014 - 30.06.2014) bis zu 90.000 Aktien zurückkaufen, was zum aktuellen Kurs einem Betrag von 0,8 Mio. Euro oder 0,23 Euro je Aktie entspricht.

---

2013er-Konzernumsatz: gute Topline-Entwicklung im B2B-Geschäft sowie im New Business

---

---

Erhöhung der Ertragskraft durch das B2B-Geschäft

---

---

Ab 2014 ist ein deutlich positiver FCF zu erwarten

---

---

Fortsetzung der Aktienrückkäufe

---

## Bewertung

### Bewertungsfazit

Die zusammenfassende Bewertung ergibt nun ein höheres Kursziel von 11,00 (bisher: 9,50) Euro je Aktie. Der faire Wert nach dem DCF-Modell nahm auf 9,30 Euro je Aktie zu (u.a. Erhöhung der EBIT-Prognosen für 2015 sowie in der Phase II). Der faire Wert nach der Peer-Group-Bewertung ist auf 17,93 Euro je Aktie gestiegen (erhöhte 2015er Ergebnisprognosen sowie Bewertungsmultiplikatoren).

Neues Kursziel für die ecotel-Aktie von 11,00 (bisher: 9,50) Euro

#### ecotel communication ag Bewertung - Zusammenfassung

Angaben in Euro

	Fairer Wert	Gewichtung
Discounted Cashflow - Modell	9,30	80,0%
Peer Group - Analyse	17,93	20,0%
<b>Fairer Wert</b>	<b>11,02</b>	
<b>Kursziel</b>		<b>11,00</b>

Quelle: Eigene Schätzungen

#### ecotel communication ag Discounted Cashflow - Modell

Angaben in Mio. Euro

	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Umsatz	93,5	97,5	100,3	103,3	106,2	109,2	112,3	115,4	118,6	122,0
Umsatzwachstum	2,3%	4,3%	2,9%	3,0%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%
EBIT-Marge	3,6%	5,5%	5,2%	4,9%	4,6%	4,3%	4,0%	3,6%	3,3%	3,0%
<b>EBIT</b>	<b>3,4</b>	<b>5,4</b>	<b>5,2</b>	<b>5,1</b>	<b>4,9</b>	<b>4,7</b>	<b>4,4</b>	<b>4,2</b>	<b>3,9</b>	<b>3,7</b>
- 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
<b>Operativer Brutto-Cashflow</b>	<b>6,4</b>	<b>7,7</b>	<b>7,5</b>	<b>7,3</b>	<b>6,9</b>	<b>6,5</b>	<b>6,1</b>	<b>5,8</b>	<b>5,7</b>	<b>5,6</b>
-/+ Investitionen in das Nettoumlaufverm.	1,5	-0,7	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-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
<b>Free Cashflow</b>	<b>4,5</b>	<b>4,0</b>	<b>4,3</b>	<b>4,0</b>	<b>3,5</b>	<b>3,1</b>	<b>2,9</b>	<b>2,7</b>	<b>2,5</b>	<b>2,3</b>
<b>Barwerte</b>	<b>4,2</b>	<b>3,4</b>	<b>3,3</b>	<b>2,8</b>	<b>2,2</b>	<b>1,8</b>	<b>1,5</b>	<b>1,3</b>	<b>1,1</b>	<b>0,9</b>
Summe Barwerte	22,6									
Terminalwert	14,5									
										in % vom Gesamtwert: 39%
Wert des operativen Geschäfts	37,1									
+ Liquide Mittel	6,1									
- Finanzverbindlichkeiten	-7,4									
- Pensionsrückstellungen	0,0									
- Minderheitsanteile	-2,0									
<b>Marktwert Eigenkapital</b>	<b>33,8</b>									
Anzahl der Aktien in Mio. Stück	3,634									
<b>Fairer Wert je Aktie (Euro)</b>	<b>9,30</b>									

#### Modell-Parameter:

Langfristige Bilanzstruktur:	Eigenkapital:	70%	Fremdkapital:	30%	
Risikofreie Rendite:	4,0%	Beta:	1,5	Risikoprämie FK:	1,0%
		Risikoprämie:	5,0%	Tax-Shield:	30,0%
		Zins EK:	11,5%	Zins FK:	3,5%
Wachstum FCF (TV):	2,0%	WACC:	9,1%	Datum:	09.04.2014

Quelle: Eigene Schätzungen

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

## Sensitivitätsanalyse (in Euro)

		Diskontierungszinssatz (WACC)			
		8,1%	8,6%	9,1%	9,6%
Wachstum FCF (TV)	1,0%	9,82	9,28	8,80	8,38
	1,5%	10,15	9,56	9,03	8,58
	2,0%	10,54	9,87	<b>9,30</b>	8,80
	2,5%	10,99	10,24	9,60	9,05

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	23,2	19,9	17,0	14,3	15,0	12,8	4,4	4,2
freenet	12,9	12,5	11,7	11,4	10,0	9,9	1,1	1,1
QSC	22,4	14,8	18,6	12,9	6,3	5,6	1,0	1,0
United Internet	23,4	19,1	16,5	13,8	13,5	11,6	2,3	2,2
<b>Median</b>	22,8	16,9	16,7	13,4	11,8	10,8	1,7	1,7
<b>Mittelwert</b>	20,5	16,6	15,9	13,1	11,2	10,0	2,2	2,1
<b>Standardabweichung</b>	4,4	3,1	2,6	1,1	3,4	2,7	1,3	1,3
<b>ecotel communication ag</b>	23,8	11,2	10,8	6,7	4,9	3,9	0,4	0,4

in Mio. Euro, Ergebnis je Aktie in Euro	Ergebnis je Aktie		EBIT		EBITDA		Umsatz	
	2014e	2015e	2014e	2015e	2014e	2015e	2014e	2015e
<b>ecotel communication ag</b>	0,38	0,80	3,4	5,4	7,4	9,3	93,5	97,5
<b>Unternehmenswert (EV)</b>			56,2	72,1	87,2	100,2	162,4	161,0
<b>Liquide Mittel</b>			6,1		6,1		6,1	
<b>Finanzverbindlichkeiten</b>			-7,4		-7,4		-7,4	
<b>Faire Marktkapitalisierung</b>			54,9	70,8	85,9	98,9	161,1	159,7
<b>Aktienanzahl (in Mio. Stück)</b>			3,6		3,6		3,6	
<b>Fairer Wert je Aktie in Euro</b>	8,59	13,57	15,11	19,49	23,63	27,21	44,34	43,93
<b>Durchschnittswert</b>	11,08		17,30		25,42		44,14	
<b>Gewichtung</b>	1/3		1/3		1/3			
<b>Fairer Wert je Aktie in Euro</b>					17,93			

Quelle: Eigene Schätzungen; Bloomberg

Schlusskurse vom 08.04.2014

## Anhang

## ecotel communication ag

## Gewinn- und Verlustrechnung

Angaben in Mio. Euro	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>98,3</b>	<b>84,5</b>	<b>94,3</b>	<b>91,4</b>	<b>93,5</b>	<b>97,5</b>
Erhöhung des Bestandes an fertigen und unfertigen Erzeugnissen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Andere aktivierte Eigenleistungen	0,1	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
<b>Gesamtleistung</b>	<b>99,5</b>	<b>86,1</b>	<b>95,4</b>	<b>92,0</b>	<b>94,1</b>	<b>98,2</b>
Materialaufwand	-75,5	-59,8	-69,2	-64,4	-65,6	-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
<b>EBIT</b>	<b>1,4</b>	<b>3,1</b>	<b>0,4</b>	<b>3,3</b>	<b>3,4</b>	<b>5,4</b>
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
<b>EBT</b>	<b>0,7</b>	<b>2,7</b>	<b>-0,9</b>	<b>3,1</b>	<b>3,2</b>	<b>5,3</b>
Steuern von Einkommen und vom Ertrag	-0,4	-1,0	-0,8	-1,0	-0,9	-1,6
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>0,3</b>	<b>1,7</b>	<b>-1,7</b>	<b>2,1</b>	<b>2,2</b>	<b>3,7</b>
Anteile anderer Gesellschafter am Jahresergebnis	-0,2	-0,6	-0,9	-0,6	-0,8	-0,8
<b>Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter</b>	<b>0,1</b>	<b>1,1</b>	<b>-2,6</b>	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>	<b>2,9</b>
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
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>98,8%</b>	<b>98,1%</b>	<b>98,8%</b>	<b>99,3%</b>	<b>99,4%</b>	<b>99,3%</b>
Erhöhung des Bestandes an fertigen und unfertigen Erzeugnissen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Andere aktivierte Eigenleistungen	0,1%	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%
<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	-75,9%	-69,5%	-72,5%	-70,0%	-69,7%	-69,5%
Personalaufwand	-9,5%	-11,3%	-10,5%	-11,5%	-11,5%	-11,3%
Abschreibungen	-3,4%	-4,6%	-6,8%	-3,7%	-4,3%	-4,0%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-9,7%	-11,0%	-9,7%	-11,2%	-10,9%	-9,8%
<b>EBIT</b>	<b>1,4%</b>	<b>3,7%</b>	<b>0,4%</b>	<b>3,6%</b>	<b>3,6%</b>	<b>5,5%</b>
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%
<b>EBT</b>	<b>0,7%</b>	<b>3,2%</b>	<b>-0,9%</b>	<b>3,3%</b>	<b>3,4%</b>	<b>5,4%</b>
Steuern von Einkommen und vom Ertrag	-0,4%	-1,2%	-0,8%	-1,1%	-1,0%	-1,6%
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>0,3%</b>	<b>2,0%</b>	<b>-1,8%</b>	<b>2,3%</b>	<b>2,3%</b>	<b>3,8%</b>
Anteile anderer Gesellschafter am Jahresergebnis	-0,2%	-0,7%	-0,9%	-0,7%	-0,9%	-0,8%
<b>Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter</b>	<b>0,1%</b>	<b>1,3%</b>	<b>-2,7%</b>	<b>1,6%</b>	<b>1,5%</b>	<b>3,0%</b>

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
<b>Langfristige Vermögenswerte</b>	<b>27,2</b>	<b>24,5</b>	<b>21,1</b>	<b>24,1</b>	<b>23,5</b>	<b>22,6</b>
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
<b>Kurzfristige Vermögenswerte</b>	<b>21,6</b>	<b>20,9</b>	<b>21,6</b>	<b>21,9</b>	<b>23,2</b>	<b>25,1</b>
<b>Aktiva</b>	<b>48,8</b>	<b>45,4</b>	<b>42,7</b>	<b>46,0</b>	<b>46,7</b>	<b>47,7</b>
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
<b>Eigenkapital ohne Anteile anderer Gesellschafter</b>	<b>19,5</b>	<b>20,5</b>	<b>17,6</b>	<b>18,7</b>	<b>20,1</b>	<b>23,0</b>
Anteile anderer Gesellschafter	0,5	0,9	1,7	2,0	2,0	2,0
<b>Eigenkapital</b>	<b>20,0</b>	<b>21,4</b>	<b>19,3</b>	<b>20,8</b>	<b>22,1</b>	<b>25,0</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	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
<b>Langfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>6,2</b>	<b>7,6</b>	<b>5,5</b>	<b>7,4</b>	<b>5,5</b>	<b>3,6</b>
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
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>22,6</b>	<b>16,4</b>	<b>17,9</b>	<b>17,9</b>	<b>19,1</b>	<b>19,0</b>
<b>Passiva</b>	<b>48,8</b>	<b>45,4</b>	<b>42,7</b>	<b>46,0</b>	<b>46,7</b>	<b>47,7</b>

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%
<b>Langfristige Vermögenswerte</b>	<b>55,7%</b>	<b>54,0%</b>	<b>49,4%</b>	<b>52,4%</b>	<b>50,2%</b>	<b>47,3%</b>
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%
<b>Kurzfristige Vermögenswerte</b>	<b>44,2%</b>	<b>46,0%</b>	<b>50,6%</b>	<b>47,6%</b>	<b>49,8%</b>	<b>52,7%</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	7,8%	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%
<b>Eigenkapital ohne Anteile anderer Gesellschafter</b>	<b>39,9%</b>	<b>45,1%</b>	<b>41,2%</b>	<b>40,7%</b>	<b>43,1%</b>	<b>48,3%</b>
Anteile anderer Gesellschafter	1,0%	2,0%	4,0%	4,4%	4,3%	4,2%
<b>Eigenkapital</b>	<b>41,0%</b>	<b>47,1%</b>	<b>45,2%</b>	<b>45,1%</b>	<b>47,4%</b>	<b>52,5%</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	11,1%	14,5%	11,2%	14,1%	9,7%	5,7%
Latente Steuerverbindlichkeiten	1,6%	2,2%	1,6%	2,0%	1,9%	1,9%
<b>Langfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>12,7%</b>	<b>16,7%</b>	<b>12,9%</b>	<b>16,1%</b>	<b>11,7%</b>	<b>7,6%</b>
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%
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>46,3%</b>	<b>36,1%</b>	<b>41,9%</b>	<b>38,8%</b>	<b>40,9%</b>	<b>39,9%</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	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e
<b>Konzernjahresergebnis vor Ertragssteuern</b>	<b>0,7</b>	<b>2,7</b>	<b>-0,9</b>	<b>3,1</b>	<b>3,2</b>	<b>5,3</b>
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
<b>Brutto-Cashflow</b>	<b>4,6</b>	<b>6,5</b>	<b>5,7</b>	<b>5,5</b>	<b>6,2</b>	<b>7,6</b>
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
<b>Mittelzufluss/-abfluss aus der laufenden Geschäftstätigkeit</b>	<b>5,3</b>	<b>6,3</b>	<b>6,8</b>	<b>6,9</b>	<b>7,9</b>	<b>7,0</b>
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
<b>Mittelzufluss/-abfluss aus der Investitionstätigkeit</b>	<b>-1,8</b>	<b>-1,6</b>	<b>-2,7</b>	<b>-7,7</b>	<b>-3,4</b>	<b>-3,0</b>
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
<b>Mittelzufluss/-abfluss aus der Finanzierungstätigkeit</b>	<b>-4,5</b>	<b>-4,5</b>	<b>-2,8</b>	<b>-0,6</b>	<b>-2,6</b>	<b>-2,9</b>
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
<b>Finanzmittelbestand am Ende der Periode</b>	<b>6,1</b>	<b>6,2</b>	<b>7,5</b>	<b>6,1</b>	<b>8,1</b>	<b>9,2</b>

Quelle: ecotel communication ag; eigene Schätzungen

## ecotel communication ag

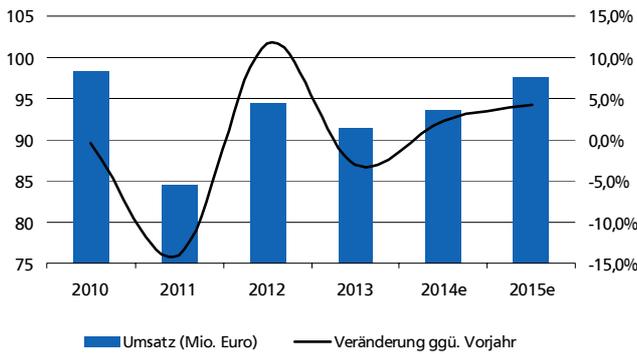
## Kennzahlen

	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e
<b>Wachstumsanalyse</b>						
Umsatzwachstum	-0,4%	-14,0%	11,6%	-3,1%	2,3%	4,3%
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%	2,4%	68,0%
EpS-Wachstum (verwässert)	-104,2%	1116,2%	-340,4%	-159,6%	-9,4%	112,6%
<b>Margenanalyse</b>						
EBITDA-Marge	4,8%	8,2%	7,2%	7,3%	7,9%	9,5%
EBIT-Marge	1,4%	3,7%	0,4%	3,6%	3,6%	5,5%
EBT-Marge	0,7%	3,2%	neg.	3,3%	3,4%	5,4%
Nettomarge	0,1%	1,3%	neg.	1,6%	1,5%	3,0%
<b>Renditeanalyse</b>						
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%
<b>Bilanzanalyse</b>						
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	925,7	919,1
Debitorenumschlag	6,8	6,1	7,3	6,8	6,8	7,1
Debitorenlaufzeit/-ziel	54,0	60,0	50,1	53,3	53,9	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	73,1	72,8
<b>Verschuldung</b>						
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
<b>Cashflow-Analyse</b>						
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%	4,9%	4,1%
FCF / Jahresüberschuss	2811,0%	400,5%	-153,8%	-87,4%	332,1%	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%	11,4%	9,9%
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%	3,6%	3,1%
<b>Bewertungsmultiplikatoren</b>						
EV / Umsatz	0,2	0,3	0,2	0,3	0,4	0,4
EV / EBITDA	4,2	3,2	2,7	3,5	4,9	3,9
EV / EBIT	14,1	7,2	47,2	7,0	10,8	6,7
EV / FCF	5,6	5,0	4,7	neg.	8,0	9,0
KGV	182,4	17,4	neg.	13,5	23,8	11,2
KBV	0,8	0,9	0,9	1,0	1,5	1,3
KCV	3,1	3,0	2,7	3,0	4,1	4,6
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

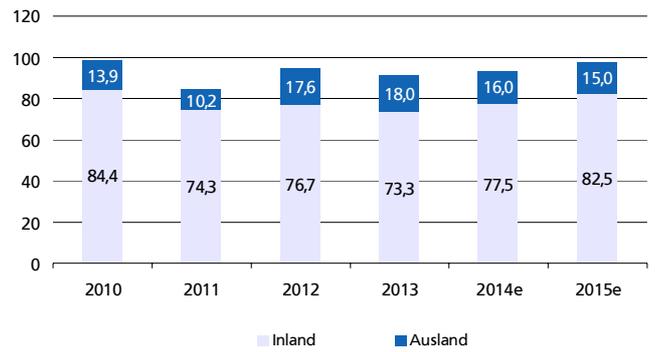
1)2)3)4)6) **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments**

**Umsatzentwicklung**



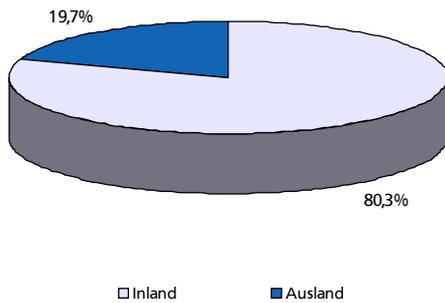
- ⇒ 2013: rückläufige Terminierungsentgelte im Mobilfunk
- ⇒ Vollanschluss-Migration wird wieder für steigende Umsätze sorgen

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



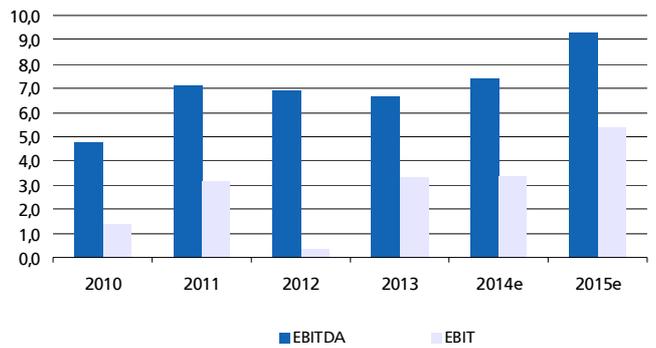
- ⇒ ecotel-Geschäft konzentriert sich auf das Inland

**Umsatzverteilung nach Regionen (2013)**



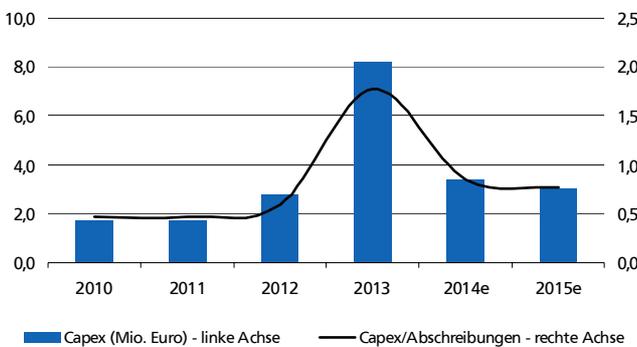
- ⇒ Im Inland dominiert das Geschäftskundensegment
- ⇒ ecotel wird sich weiter auf das Deutschland-Geschäft konzentrieren

**Ergebnisentwicklung (Mio. Euro)**



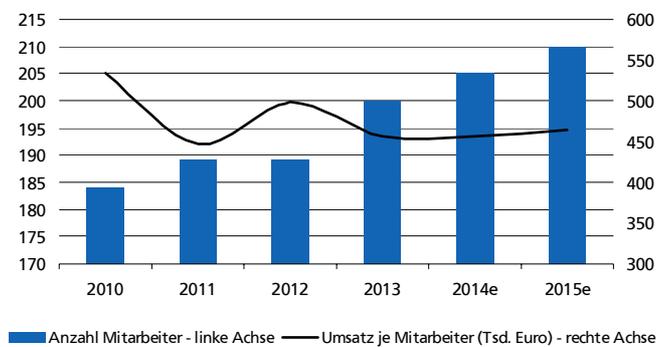
- ⇒ 2012: Wertberichtigungen belasten das Ergebnis
- ⇒ Wir erwarten 2015 einen deutlichen Anstieg des operativen Ergebnisses

**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
<b>ecotel communication ag (Euro)</b>	8,97	35	36	93,5	97,5	7,4	9,3	3,4	5,4	0,38	0,80
Wachstum (Umsatz) bzw. Marge (EBITDA, EBIT)					4,3%	7,9%	9,5%	3,6%	5,5%	-	-
<b>Drillisch (Euro)</b>	26,34	1.401	1.301	298,4	311,3	86,5	101,6	76,6	90,8	1,14	1,32
Wachstum (Umsatz) bzw. Marge (EBITDA, EBIT)					4,3%	29,0%	32,6%	25,7%	29,2%	-	-
<b>freenet (Euro)</b>	25,02	3.204	3.679	3.268,2	3.274,2	366,4	371,0	315,5	323,3	1,94	2,01
Wachstum (Umsatz) bzw. Marge (EBITDA, EBIT)					0,2%	11,2%	11,3%	9,7%	9,9%	-	-
<b>QSC (Euro)</b>	3,34	415	461	459,7	476,2	73,2	82,0	24,8	35,7	0,15	0,23
Wachstum (Umsatz) bzw. Marge (EBITDA, EBIT)					3,6%	15,9%	17,2%	5,4%	7,5%	-	-
<b>United Internet (Euro)</b>	33,75	6.548	6.898	2.936,6	3.166,9	510,3	593,2	419,0	500,1	1,44	1,77
Wachstum (Umsatz) bzw. Marge (EBITDA, EBIT)					7,8%	17,4%	18,7%	14,3%	15,8%	-	-

Quelle: Eigene Schätzungen; Bloomberg

Schlusskurse vom 08.04.2014

## 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 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: 09.04.2014 -**

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: 09.04.2014

**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

<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, 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.

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