

# ecotel communication ag <sup>1)</sup>

12. DEZEMBER 2012

Votum:		Kaufen	
alt:	-	vom	-
Kursziel (in Euro)	9,50 (alt: 8,90)		
Kurs (Xetra) (in Euro)	5,10		
11.12.2012	16:35 Uhr		
Kurspotenzial	86%		

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

## Kursziel moderat angehoben

- Nach neun Monaten hat ecotel unsere Schätzungen leicht übertriften. Das EpS erreichte 0,36 (0,28) Euro und vergleicht sich mit unserer Schätzung von 0,33 Euro.
- Für das vierte Quartal schätzen wir jetzt einen Umsatz von 20,5 (Q3 '12: 23,9) Mio. Euro und ein EBIT von 0,8 (Q3 '12: 0,7 Mio. Euro). Darin ist eine mögliche Abschreibung auf ein Darlehen an mvneco (siehe S. 2) noch nicht berücksichtigt.
- Operativ hat ecotel weitere Erfolge erzielt, indem ein neuer Großauftrag mit der Allianz abgeschlossen und die strategische Partnerschaft mit Vodafone ausgeweitet wurde.
- Ende Q3 2012 hält ecotel 5% des Grundkapitals bzw. 195.800 eigene Aktien.
- Der Aktienkurs bewegte sich zuletzt in einer engen Bandbreite um die 5 Euro. U.E. sind die Geschäftspotenziale im Geschäftskundensegment noch nicht hinreichend im aktuellen Kurs reflektiert.
- Die Finanzziele für 2012 wurden im Rahmen des Q3-Berichtes erneut bestätigt. Sowohl unsere DCF- als auch die Peer Group-Bewertung führen zu höheren fairen Werten für die ecotel-Aktie. Insgesamt erhöht sich unser Kursziel auf 9,50 (alt: 8,90) Euro und wir votieren weiterhin mit Kaufen.

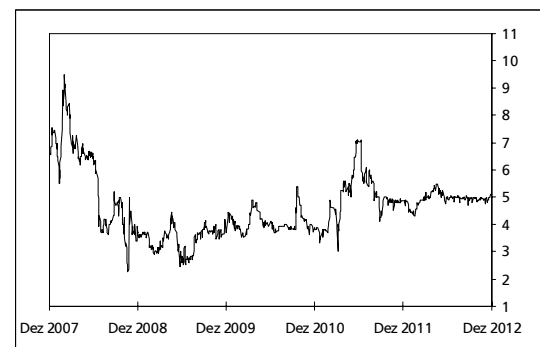
Aktienkennzahlen	
Aktienanzahl (in Mio. Stück)	3,900
Streubesitz	19,9%
Marktkapitalisierung (in Mio. Euro)	19,9
Ø Tagesumsatz (Stück)	1.857
52W Hoch	30.04.2012 5,48 Euro
52W Tief	25.01.2012 4,00 Euro

Termine	
-	-

Performance		
	Absolut	Relativ ggü. DAX
1 Monat	3,0%	-2,7%
3 Monate	2,6%	-0,7%
6 Monate	2,0%	-17,2%
12 Monate	4,7%	-20,2%

Index-Gewichtung	
Keine Indexzugehörigkeit	

	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e
Gesamtleistung (GL)	106,5	100,3	99,5	86,1	92,8	85,9
Wachstum GL	-	-5,8%	-0,8%	-13,5%	7,8%	-7,5%
EBIT	-3,7	-2,2	1,4	3,1	3,4	4,1
EBIT-Marge	neg.	neg.	1,4%	3,7%	3,6%	4,8%
Jahresüberschuss	-4,2	-2,2	0,1	1,1	1,5	2,0
Nettomarge	neg.	neg.	0,1%	1,3%	1,6%	2,3%
Gewinn je Aktie	-1,07	-0,57	0,02	0,29	0,39	0,52
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,15	0,20
Nettoverschuldung / EBITDA	2,0	2,2	1,8	0,7	0,2	-0,1
Net Gearing	0,5	0,5	0,4	0,1	0,0	-0,1
Free Cashflow (FCF)	4,0	2,5	3,6	4,6	4,4	3,3
FCF je Aktie (Euro)	1,03	0,67	0,95	1,22	1,17	0,89
EV / Umsatz	0,2	0,3	0,2	0,3	0,2	0,2
EV / EBITDA	4,3	5,4	4,2	3,2	3,0	2,6
EV / EBIT	neg.	neg.	14,1	7,2	5,9	4,4
EV / FCF	6,5	10,5	5,6	5,0	4,6	5,5
KGV	neg.	neg.	182,4	17,4	13,0	9,7
KBV	1,0	0,7	0,8	0,9	0,9	0,8
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	2,9%	3,9%



Quelle: Bloomberg

## Kontakt

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

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

- Thomas Aldenrath / thomas.aldenrath@wgzbank.de
- Jörg Eberhardt / joerg.eberhardt@wgzbank.de
- Oliver Garbe / oliver.garbe@wgzbank.de
- 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)

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.

- Der 9M Konzernumsatz lag bei 71,5 (62,0) Mio. Euro gegenüber unserer Schätzung von 67,1 Mio. Euro. Das Wiederverkäufersegment stieg stärker als erwartet und hat jetzt einen Umsatzanteil von 44% (35%). Der Rohertrag war mit 18,5 (18,5) Mio. Euro leicht über unserer Schätzung von 18,2 Mio. Euro, während das EBIT mit 2,6 (2,5) Mio. Euro unterhalb unserer Prognose von 3,0 Mio. Euro lag (EBIT-Marge: 3,6% (4,0%)). Das EpS erreichte 0,36 (0,28) Euro.
- Für das Gesamtjahr erwartet ecotel weiterhin einen Konzernumsatz zwischen 80 und 90 Mio. Euro und ein EBITDA zwischen 6 und 7 Mio. Euro. Wir haben unsere Schätzungen für 2012 und 2013 moderat angepasst. Für 2012 erwarten wir jetzt einen Konzernumsatz von 92,0 (bisher: 86,3) Mio. Euro sowie ein EpS von 0,39 (bisher: 0,42) Euro. Der EpS-Rückgang erklärt sich durch das starke Wachstum des margenschwachen Wiederverkäufersegments. 2013 rechnen wir jetzt mit einem Umsatzrückgang auf 85,0 (bisher: 87,1) Mio. Euro und einem EpS von 0,52 (bisher: 0,59) Euro. Dies ist auf die bevorstehende Kürzung der Terminierungsentgelte im Mobilfunk durch die Bundesnetzagentur zurückzuführen. ecotel wird dadurch u.E. Umsatz (Wiederverkäufersegment), aber nur wenig Ertrag einbüßen.
- Im November hat ecotel einen neuen Großauftrag von der Allianz Deutschland AG erhalten. Dabei handelt es sich um die Anbindung von bis zu 10.000 Agenturstandorten mit Sprach- und Datendiensten. Gegenüber dem bisherigen Vertrag werden zusätzlich mehrere Millionen Umsatz generiert. Mit Vodafone wurde darüber hinaus die strategische Zusammenarbeit intensiviert, indem ecotel ab sofort Vodafone-Mobilfunklösungen bei seinen Geschäftskunden vermarktet.
- Mit Blick auf den Jahresabschluss 2012 hat das Unternehmen auf eine mögliche Abschreibung eines Teils eines Darlehens (Gesamthöhe ca. 1,7 Mio. Euro) an die Tochtergesellschaft mvneco hingewiesen. ecotel hält eine Beteiligung von 48,65% (at equity) und mvneco hat ein negatives Eigenkapital (Stichtag 31.12.2011) von 3,5 Mio. Euro. Das Abschreibungsrisiko liegt laut ecotel zwischen 0,3 und 0,6 Mio. Euro und würde im Finanzergebnis ausgewiesen. Eine endgültige Entscheidung wird im Rahmen der Erstellung des Jahresabschlusses getroffen.

---

9M 2012 EpS bei 0,36 (0,28) Euro

---



---

Neuer Großauftrag von der Allianz Deutschland AG

---



---

Schätzungen Q4 2012

---

### ecotel communication ag

#### Quartalsübersicht: ausgewählte Kennziffern der GuV-Rechnung

in Mio. Euro	Q1 2012	Q2 2012	Q3 2012	Q4 2012e	2012e
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>23,7</b>	<b>23,9</b>	<b>23,9</b>	<b>20,5</b>	<b>92,0</b>
% ggü. Vj.	13,9%	20,7%	12,2%	-9,3%	8,9%
<b>EBIT</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>	<b>0,7</b>	<b>0,8</b>	<b>3,4</b>
EBIT-Marge (Umsatz)	4,2%	3,8%	2,9%	3,9%	3,7%
<b>Ergebnis je Aktie (in Euro)</b>	<b>0,14</b>	<b>0,10</b>	<b>0,12</b>	<b>0,03</b>	<b>0,39</b>

Quelle: ecotel communication ag; eigene Schätzungen

## Bewertung

### Bewertungsfazit

Die Bewertung basiert weiterhin auf unserem DCF-Modell und einer Peer Group-Bewertung. Insbesondere wegen der höheren Bewertung innerhalb der Peer-Group Analyse ergibt sich ein neuer fairer Wert von 9,50 (bisher: 8,92) Euro. Daraus leitet sich unser Kursziel von 9,50 Euro ab. Darin kommt insbesondere das Wachstum im B2B-Segment zum Ausdruck.

Kursziel für ecotel steigt auf 9,50 (bisher: 8,90) Euro

ecotel communication ag		
Bewertung - Zusammenfassung		
Angaben in Euro		
	Fairer Wert	Gewichtung
Discounted Cashflow - Modell	8,42	60,0%
Peer Group - Analyse	11,13	40,0%
<b>Fairer Wert</b>	<b>9,50</b>	
<b>Kursziel</b>		<b>9,50</b>

Quelle: Eigene Schätzungen

ecotel communication ag										
Discounted Cashflow - Modell										
Angaben in Mio. Euro	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Umsatz	92,0	85,0	88,5	93,0	93,5	95,6	98,1	99,9	102,1	104,3
Umsatzwachstum	8,9%	-7,6%	4,1%	5,1%	0,5%	2,2%	2,6%	1,8%	2,2%	2,2%
EBIT-Marge	3,7%	4,9%	5,3%	5,8%	5,3%	5,1%	5,2%	5,0%	5,0%	4,7%
<b>EBIT</b>	<b>3,4</b>	<b>4,1</b>	<b>4,7</b>	<b>5,4</b>	<b>5,0</b>	<b>4,8</b>	<b>5,1</b>	<b>5,0</b>	<b>5,1</b>	<b>4,9</b>
- Ertragssteuern	-1,0	-1,2	-1,4	-1,6	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5
+ Abschreibungen	3,3	3,0	2,3	2,2	2,5	2,2	2,1	2,0	1,7	2,3
+/- 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>5,7</b>	<b>5,9</b>	<b>5,6</b>	<b>6,0</b>	<b>5,9</b>	<b>5,6</b>	<b>5,7</b>	<b>5,5</b>	<b>5,2</b>	<b>5,7</b>
-/+ Investitionen in das Nettoumlaufvermögen	0,9	-0,3	-0,1	-0,5	0,3	-0,1	0,4	0,2	0,2	0,0
- Investitionen in das Anlagevermögen	-2,0	-2,1	-2,1	-1,9	-1,7	-1,8	-1,9	-1,9	-1,9	-2,3
<b>Free Cashflow</b>	<b>4,6</b>	<b>3,4</b>	<b>3,4</b>	<b>3,6</b>	<b>4,6</b>	<b>3,8</b>	<b>4,2</b>	<b>3,8</b>	<b>3,5</b>	<b>3,4</b>
<b>Barwerte</b>	<b>4,6</b>	<b>3,1</b>	<b>2,8</b>	<b>2,6</b>	<b>3,0</b>	<b>2,2</b>	<b>2,2</b>	<b>1,8</b>	<b>1,5</b>	<b>1,3</b>
Summe Barwerte	25,0									
Terminalwert	8,9	in % vom Gesamtwert: 26%								
Wert des operativen Geschäfts	<b>33,9</b>									
+ Liquide Mittel	6,3									
- Finanzverbindlichkeiten	-6,5									
- 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>8,42</b>									

**Modell-Parameter:**

Langfristige Bilanzstruktur:	Eigenkapital:	90%	Fremdkapital:	10%	
Risikofreie Rendite:	4,0%	Beta:	1,50	Risikoprämie FK:	1,2%
		Risikoprämie:	5,0%	Tax-Shield:	30,0%
		Zins EK:	11,5%	Zins FK:	3,6%
Wachstum FCF (TV)	2,0%	WACC:	11,1%	Datum:	12.12.2012

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

		Diskontierungszinssatz (WACC)			
		10,1%	10,6%	11,1%	11,6%
Wachstum FCF (TV)	1,0%	8,82	8,49	8,18	7,91
	1,5%	8,98	8,62	8,30	8,00
	2,0%	9,15	8,76	<b>8,42</b>	8,11
	2,5%	9,34	8,93	8,56	8,23

Quelle: Eigene Schätzungen

Die Peer Group-Bewertung ist vor allem wegen einer Höherbewertung der Drillisch-Aktie gestiegen; hier steigt der faire Wert auf 11,13 Euro gegenüber vorher 9,93 Euro. Wir votieren weiterhin mit Kaufen für ecotel.

ecotel communication ag Peer Group - Analyse								
	KGV		EV / EBIT		EV / EBITDA		EV / Umsatz	
	2012e	2013e	2012e	2013e	2012e	2013e	2012e	2013e
Drillisch	23,2	8,8	15,3	14,2	13,9	12,1	2,5	2,5
freenet	10,3	8,2	11,6	8,3	6,7	6,8	0,8	0,8
QSC	15,5	11,4	13,2	10,8	4,2	4,1	0,7	0,7
United Internet	21,4	15,0	16,3	11,9	11,2	9,3	1,6	1,5
<b>Median</b>	18,5	10,1	14,2	11,3	9,0	8,0	1,2	1,1
<b>Mittelwert</b>	17,6	10,8	14,1	11,3	9,0	8,1	1,4	1,4
<b>Standardabweichung</b>	5,1	2,7	1,8	2,1	3,8	3,0	0,7	0,7
<b>ecotel communication ag</b>	13,0	9,7	5,9	4,4	3,0	2,6	0,2	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>	0,39	0,52	3,4	4,1	6,7	7,1	92,0	85,0
<b>Unternehmenswert (EV)</b>			48,2	46,8	60,0	57,3	109,9	94,7
<b>Liquide Mittel</b>			6,3		6,3		6,3	
<b>Finanzverbindlichkeiten</b>			-6,5		-6,5		-6,5	
<b>Faire Marktkapitalisierung</b>			48,0	46,6	59,8	57,1	109,7	94,5
<b>Aktienanzahl (in Mio. Stück)</b>			3,9		3,9		3,9	
<b>Fairer Wert je Aktie in Euro</b>	7,25	5,30	12,31	11,96	15,33	14,64	28,13	24,23
<b>Durchschnittswert</b>	6,27		12,14		14,98		26,18	
<b>Gewichtung</b>	1/3		1/3		1/3			
<b>Fairer Wert je Aktie in Euro</b>					11,13			

Quelle: Eigene Schätzungen; Bloomberg

Schlusskurse vom 11.12.2012

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

## Anhang

## ecotel communication ag

## Gewinn- und Verlustrechnung

Angaben in Mio. Euro	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>105,5</b>	<b>98,7</b>	<b>98,3</b>	<b>84,5</b>	<b>92,0</b>	<b>85,0</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	1,6	0,7	0,7
<b>Gesamtleistung</b>	<b>106,5</b>	<b>100,3</b>	<b>99,5</b>	<b>86,1</b>	<b>92,8</b>	<b>85,9</b>
Materialaufwand	-79,0	-76,0	-75,5	-59,8	-65,4	-60,1
Personalaufwand	-10,2	-9,6	-9,5	-9,7	-10,5	-9,4
Abschreibungen	-9,7	-7,1	-3,4	-4,0	-3,3	-3,0
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-11,3	-9,8	-9,7	-9,5	-10,2	-9,3
<b>EBIT</b>	<b>-3,7</b>	<b>-2,2</b>	<b>1,4</b>	<b>3,1</b>	<b>3,4</b>	<b>4,1</b>
Sonstige Zinsen und ähnliche Erträge	0,6	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1
Sonstige Finanzaufwendungen	-1,3	-1,0	-0,6	-0,5	-0,4	-0,3
Ergebnis aus At-Equity bewerteten Beteiligungen	0,0	-0,9	-0,2	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	-0,4	-0,3	-0,2
Außergewöhnliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>-4,4</b>	<b>-2,3</b>	<b>0,7</b>	<b>2,7</b>	<b>3,1</b>	<b>4,0</b>
Steuern von Einkommen und vom Ertrag	0,1	0,0	-0,4	-1,0	-0,9	-1,2
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>-4,3</b>	<b>-2,3</b>	<b>0,3</b>	<b>1,7</b>	<b>2,2</b>	<b>2,8</b>
Anteile anderer Gesellschafter am Jahresergebnis	0,1	0,1	-0,2	-0,6	-0,7	-0,8
<b>Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter</b>	<b>-4,2</b>	<b>-2,2</b>	<b>0,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,5</b>	<b>2,0</b>
Anzahl Aktien (in Stück)	3,9	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8
Gewinn je Aktie (unverwässert in EUR)	-1,07	-0,57	0,02	0,29	0,39	0,52

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%	-70,5%	-70,0%
Personalaufwand	-9,6%	-9,6%	-9,5%	-11,3%	-11,3%	-10,9%
Abschreibungen	-9,1%	-7,1%	-3,4%	-4,6%	-3,6%	-3,5%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-10,6%	-9,8%	-9,7%	-11,0%	-11,0%	-10,8%
<b>EBIT</b>	<b>-3,5%</b>	<b>-2,2%</b>	<b>1,4%</b>	<b>3,7%</b>	<b>3,6%</b>	<b>4,8%</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%	-0,4%	-0,3%
Ergebnis aus At-Equity bewerteten Beteiligungen	0,0%	-0,9%	-0,2%	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%	-0,3%	-0,2%
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>3,3%</b>	<b>4,6%</b>
Steuern von Einkommen und vom Ertrag	0,1%	0,0%	-0,4%	-1,2%	-1,0%	-1,4%
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>-4,0%</b>	<b>-2,3%</b>	<b>0,3%</b>	<b>2,0%</b>	<b>2,3%</b>	<b>3,2%</b>
Anteile anderer Gesellschafter am Jahresergebnis	0,1%	0,1%	-0,2%	-0,7%	-0,8%	-0,9%
<b>Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter</b>	<b>-3,9%</b>	<b>-2,2%</b>	<b>0,1%</b>	<b>1,3%</b>	<b>1,6%</b>	<b>2,3%</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	4,0	3,3
Sachanlagen	6,1	6,3	5,9	5,1	5,0	4,8
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>23,4</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	13,7	14,1
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	6,3	6,6
<b>Kurzfristige Vermögenswerte</b>	<b>21,6</b>	<b>23,9</b>	<b>21,6</b>	<b>20,9</b>	<b>21,4</b>	<b>22,2</b>
<b>Aktiva</b>	<b>55,0</b>	<b>52,7</b>	<b>48,8</b>	<b>45,4</b>	<b>44,7</b>	<b>44,7</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
Konzerngewinn	0,0	0,0	0,0	0,0	0,9	2,1
<b>Eigenkapital ohne Anteile anderer Gesellschafter</b>	<b>21,8</b>	<b>19,3</b>	<b>19,5</b>	<b>20,5</b>	<b>21,4</b>	<b>22,6</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>22,3</b>	<b>23,5</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	11,5	13,2	5,4	6,6	4,6	3,5
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>5,6</b>	<b>4,5</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	1,9	1,5
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	13,9	14,1	12,8	11,6	12,3	12,4
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>16,8</b>	<b>16,7</b>
<b>Passiva</b>	<b>55,0</b>	<b>52,7</b>	<b>48,8</b>	<b>45,4</b>	<b>44,7</b>	<b>44,7</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%	26,4%	26,4%
Übrige immaterielle Vermögenswerte	18,4%	14,6%	13,1%	11,5%	8,9%	7,4%
Sachanlagen	11,1%	12,0%	12,1%	11,2%	11,2%	10,7%
At-Equity-Beteiligungen	0,2%	3,4%	3,3%	3,5%	3,6%	3,6%
Sonstige langfristige Forderungen und Vermögenswerte	4,2%	0,4%	1,2%	1,3%	1,0%	1,3%
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>52,2%</b>	<b>50,3%</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%	30,6%	31,5%
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%	14,2%	14,8%
<b>Kurzfristige Vermögenswerte</b>	<b>39,3%</b>	<b>45,4%</b>	<b>44,3%</b>	<b>46,0%</b>	<b>47,8%</b>	<b>49,7%</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	7,1%	7,2%	7,8%	8,4%	8,5%	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%	33,5%	33,6%
Konzerngewinn	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	2,0%	4,8%
<b>Eigenkapital ohne Anteile anderer Gesellschafter</b>	<b>39,6%</b>	<b>36,6%</b>	<b>39,9%</b>	<b>45,1%</b>	<b>47,9%</b>	<b>50,6%</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>49,9%</b>	<b>52,6%</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%	10,3%	7,8%
Latente Steuerverbindlichkeiten	2,4%	1,7%	1,6%	2,2%	2,3%	2,3%
<b>Langfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>23,3%</b>	<b>26,8%</b>	<b>12,7%</b>	<b>16,7%</b>	<b>12,6%</b>	<b>10,0%</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%	4,2%	3,4%
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	25,3%	26,7%	26,2%	25,5%	27,5%	27,8%
Steuerverbindlichkeiten	0,7%	0,0%	0,8%	0,7%	0,5%	0,7%
Kurzfristige sonstige Verbindlichkeiten	1,8%	1,7%	3,1%	4,0%	5,3%	5,4%
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>36,0%</b>	<b>36,0%</b>	<b>46,3%</b>	<b>36,1%</b>	<b>37,5%</b>	<b>37,3%</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 Ertragssteuern</b>	<b>-4,4</b>	<b>-2,3</b>	<b>0,7</b>	<b>2,7</b>	<b>3,1</b>	<b>4,0</b>
Abschreibungen	9,6	7,1	3,5	4,0	3,3	3,0
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>5,5</b>	<b>5,8</b>
Zunahme / Abnahme Vorräte, FO L.L., andere Aktiva	-2,0	-0,4	2,6	0,5	-0,3	-0,5
Zunahme / Abnahme VB L.L., andere Passiva	2,2	0,2	-2,3	-1,0	1,2	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>6,4</b>	<b>5,4</b>
Investitionen in Sachanlagen	-2,5	-3,6	-1,7	-1,7	-1,5	-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	-2,0	-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>-2,0</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	-2,8	-1,5
Einzahlung / Auszahlung Minderheitsgesellschafter	0,1	0,1	0,1	0,1	-0,6	-0,7
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>-4,2</b>	<b>-2,9</b>
Zahlungswirksame Veränderungen des Finanzmittelbestandes	-0,4	3,7	-0,9	0,3	0,1	0,4
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	6,3
<b>Finanzmittelbestand am Ende der Periode</b>	<b>4,2</b>	<b>7,1</b>	<b>6,1</b>	<b>6,2</b>	<b>6,3</b>	<b>6,6</b>

Quelle: ecotel communication ag; eigene Schätzungen



## ecotel communication ag

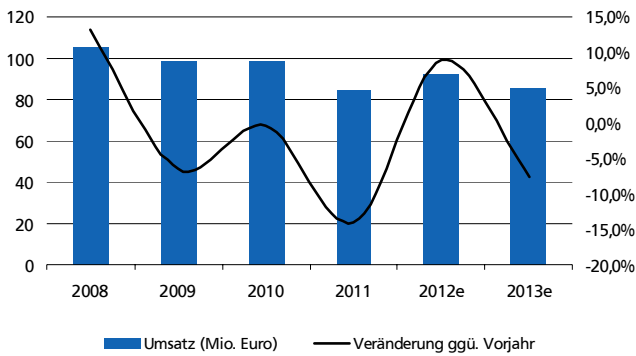
## Kennzahlen

	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e
<b>Wachstumsanalyse</b>						
Umsatzwachstum	13,2%	-6,4%	-0,4%	-14,0%	8,9%	-7,6%
EBITDA-Wachstum	5,6%	-18,3%	-2,0%	47,9%	-5,9%	6,6%
EBIT-Wachstum	0,0%	-40,4%	-165,1%	120,5%	7,6%	22,0%
EBT-Wachstum	-12,5%	-47,7%	-131,7%	277,7%	13,1%	27,4%
EpS-Wachstum (verwässert)		-46,4%	-104,2%	1116,2%	35,4%	33,6%
<b>Margenanalyse</b>						
EBITDA-Marge	5,6%	4,9%	4,8%	8,2%	7,2%	8,3%
EBIT-Marge	neg.	neg.	1,4%	3,7%	3,6%	4,8%
EBT-Marge	neg.	neg.	0,7%	3,2%	3,3%	4,6%
Nettomarge	neg.	neg.	0,1%	1,3%	1,6%	2,3%
<b>Renditeanalyse</b>						
ROI	-7,6%	-4,1%	0,3%	2,4%	3,3%	4,4%
ROCE	-10,4%	-6,8%	3,6%	8,1%	10,0%	12,8%
ROE	-18,7%	-10,4%	0,6%	5,5%	6,7%	8,6%
ROIC	-9,3%	-5,8%	2,9%	6,7%	8,2%	10,3%
<b>Bilanzanalyse</b>						
Eigenkapitalquote	40,7%	37,2%	41,0%	47,1%	49,9%	52,6%
Anlagendeckung I	67,1%	68,1%	73,5%	87,3%	95,5%	104,6%
Anlagendeckung II	105,4%	117,1%	96,3%	118,4%	119,6%	124,6%
Anlagenintensität	60,7%	54,6%	55,7%	54,0%	52,2%	50,3%
Vorratsumschlag	1.055,0	987,0	983,0	845,0	906,4	817,1
Debitorenumschlag	7,3	6,8	6,8	6,1	6,8	6,1
Debitorenlaufzeit/-ziel	49,8	53,8	54,0	60,0	53,7	59,6
Working Capital / Umsatz	2,3%	2,0%	1,3%	1,3%	0,9%	0,6%
Kreditorenlaufzeit/-ziel		67,2	65,0	74,5	66,6	75,0
<b>Verschuldung</b>						
Nettoverschuldung (Mio. Euro)	11,8	10,1	7,2	3,1	0,2	-1,7
Nettoverschuldung / EBITDA	2,0	2,2	1,8	0,7	0,2	-0,1
Net Gearing	0,5	0,5	0,4	0,1	0,0	-0,1
Zinsdeckungsgrad (EBITDA)	4,6	4,9	8,0	14,2	18,0	27,7
Zinsdeckungsgrad (EBIT)	-2,8	-2,2	2,4	6,3	9,1	16,0
<b>Cashflow-Analyse</b>						
Free Cashflow (FCF)	4,0	2,5	3,6	4,6	4,4	3,3
FCF / Umsatz	3,8%	2,6%	3,6%	5,4%	4,8%	3,9%
FCF / Jahresüberschuss	-95,9%	-115,4%	2811,0%	400,5%	297,5%	168,9%
FCF je Aktie (Euro)	1,03	0,67	0,95	1,22	1,17	0,89
FCF Yield	17,5%	19,5%	21,9%	24,2%	22,9%	17,4%
Capex (Mio. Euro)	2,5	3,7	1,7	1,7	2,0	2,1
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	0,2	0,2
EV / EBITDA	4,3	5,4	4,2	3,2	3,0	2,6
EV / EBIT	neg.	neg.	14,1	7,2	5,9	4,4
EV / FCF	6,5	10,5	5,6	5,0	4,6	5,5
KGV	neg.	neg.	182,4	17,4	13,0	9,7
KBV	1,0	0,7	0,8	0,9	0,9	0,8
KCV	3,5	2,1	3,1	3,0	3,0	3,5
KUV	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	2,9%	3,9%

Quelle: ecotel communication ag; eigene Schätzungen

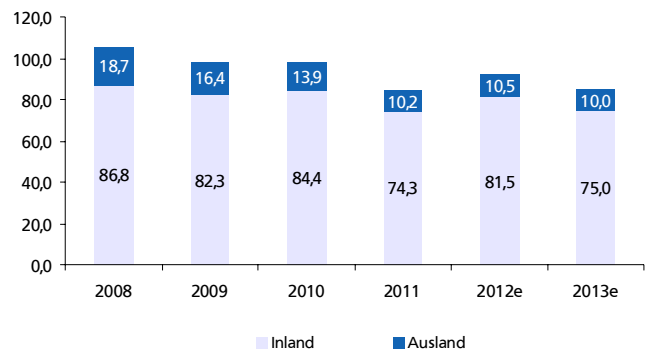
<sup>1)2)3)4)6)</sup> Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

**Umsatzentwicklung**



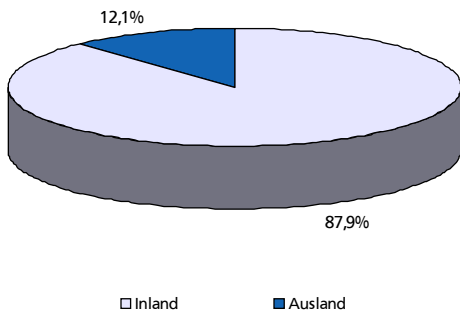
- ⇒ TK-Markt Deutschland 2011 um 0,8% rückläufig
- ⇒ Vollanschluss-Migration wird wieder für steigende Umsätze sorgen

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



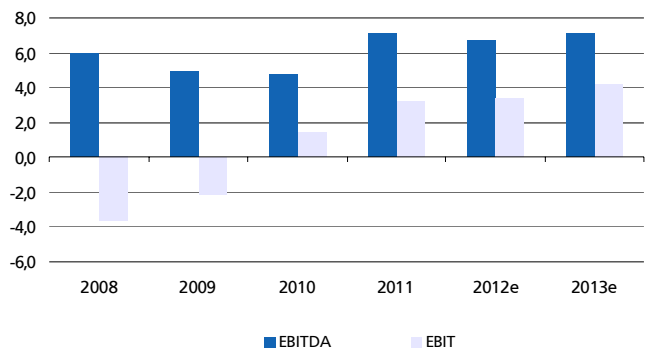
- ⇒ ecotel-Geschäft konzentriert sich auf das Inland

**Umsatzverteilung nach Regionen (2011)**



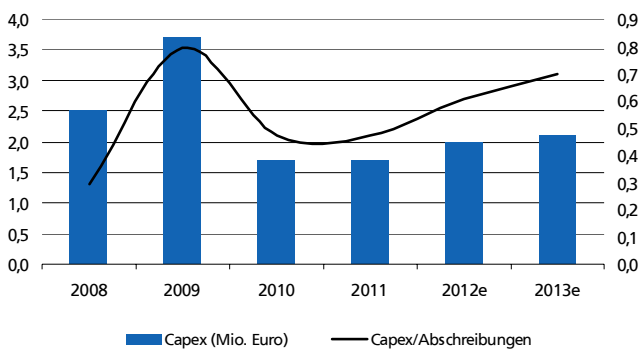
- ⇒ Im Inland dominiert das Geschäftskunden-Segment
- ⇒ ecotel wird sich weiter auf das Deutschland-Geschäft konzentrieren

**Ergebnisentwicklung (Mio. Euro)**



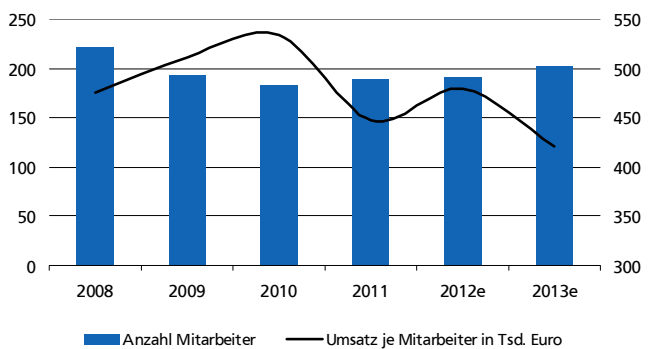
- ⇒ 2011 Ertragslage deutlich verbessert
- ⇒ 2012 weitere Verbesserungen beim EBIT erwartet

**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

<sup>1)2)3)4)6)</sup> **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 <sup>1)</sup> (Euro)</b>	5,10	20	20	92,0	85,0	6,7	7,1	3,4	4,1	0,39	0,52
Wachstum (Umsatz) bzw. Marge (EBITDA, EBIT)					-7,6%	7,3%	8,4%	3,7%	4,9%	-	-
<b>Drillisch (Euro)</b>	11,37	605	838	334,6	335,5	60,1	69,1	54,9	59,0	0,49	1,29
Wachstum (Umsatz) bzw. Marge (EBITDA, EBIT)					0,3%	18,0%	20,6%	16,4%	17,6%	-	-
<b>freenet (Euro)</b>	14,39	1.843	2.355	3.071,0	3.053,0	350,2	348,4	203,7	282,6	1,39	1,76
Wachstum (Umsatz) bzw. Marge (EBITDA, EBIT)					-0,6%	11,4%	11,4%	6,6%	9,3%	-	-
<b>QSC (Euro)</b>	2,11	290	330	480,6	476,2	77,9	80,6	24,9	30,5	0,14	0,18
Wachstum (Umsatz) bzw. Marge (EBITDA, EBIT)					-0,9%	16,2%	16,9%	5,2%	6,4%	-	-
<b>United Internet (Euro)</b>	16,05	3.451	3.834	2.363,0	2.633,0	341,8	411,6	235,1	322,6	0,75	1,07
Wachstum (Umsatz) bzw. Marge (EBITDA, EBIT)					11,4%	14,5%	15,6%	9,9%	12,3%	-	-

Quelle: Eigene Schätzungen; Bloomberg; <sup>1)</sup> Margen zum Umsatz

Schlusskurse vom 11.12.2012

## 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 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.

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

**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: 12.12.2012 -**

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: 12.12.2012

**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, 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**