

# ecotel communication ag

9. JULI 2015

Votum:	Kaufen		
alt:	Halten	vom	31.03.2015
Kursziel (in Euro)	12,50		
Kurs (Xetra) (in Euro)	8,72		
08.07.2015	17:36 Uhr		
Kurspotenzial	43%		

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

## FCF-Verbesserung / Angestrebte mittelfristige Erweiterung des Produktportfolios mit Cloud Services

- In Q1 2015 sind der Konzernumsatz mit 26,0 (26,2; unsere Prognose: 25,5) Mio. Euro bzw. der Umsatz im ertragsstarken Geschäftskundensegment mit 10,6 (10,7) Mio. Euro nahezu stabil geblieben. Das Q1-EBITDA profitierte vor allem von einem einmaligen Ertrag (eine durch einen Vergleich beendete juristische Auseinandersetzung) und stieg auf 2,7 (1,7; unsere Prognose: 2,0) Mio. Euro. Positiv sehen wir den Anstieg der Q1-Rohmarge im Segment New Business (+440PP) sowie die Erreichung des Break-evens bei der Nettoliquidität zum 31.03. (31.12.: -1,5 Mio. Euro) an.
- Für 2015 halten wir unsere Prognosen beim Umsatz von 100 (ecotel-Ziel abhängig vom stark schwankenden (niedrigmargigen) Wiederverkäufergeschäft: 90-100) Mio. Euro bzw. beim EBITDA von 8,5 (ecotel-Ziel: 7,5-8,5) Mio. Euro (fast ein Drittel der Prognose bereits in Q1 erreicht; erwarteter Umsatzanstieg im ertragsstarken B2B-Geschäft sowie im Segment New Business (u.a. in Q1 erfolgter Turnaround bei der Tochter nacamar)) für realistisch.
- Wir bestätigen unser Kaufen-Votum (u.a. erwartete Verbesserung beim FCF (Q1: 1,6 (-0,1) Mio. Euro; erste Dividendenzahlung; mittelfristiger Übergang zur Cloud Services-Ebene und Entwicklung neuer Produkte) bei einem unveränderten Kursziel von 12,50 Euro.

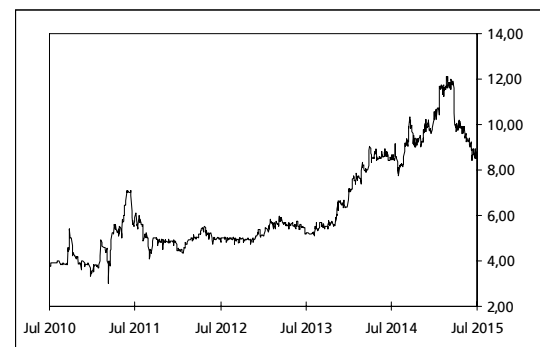
Aktienkennzahlen	
Aktienanzahl (in Mio. Stück)	3,510
Streubesitz	27,0%
Marktkapitalisierung (in Mio. Euro)	30,6
Ø Tagesumsatz (Stück)	4.440
52W Hoch	03.03.2015 12,20 Euro
52W Tief	01.08.2014 7,00 Euro

Termine	
Hauptversammlung	24.07.2015
Q2-Zahlen	14.08.2015

	Performance	
	Absolut	Relativ ggü. DAX
1 Monat	-2,2%	-0,5%
3 Monate	-9,8%	1,4%
6 Monate	-15,9%	-24,9%
12 Monate	1,6%	-7,9%

**Index-Gewichtung**  
Keine Indexzugehörigkeit

	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Umsatzerlöse	94,3	91,2	101,5	100,0	102,9	106,0
Umsatzwachstum	11,6%	-3,3%	11,3%	-1,5%	2,9%	3,0%
EBITDA	6,9	6,6	7,3	8,5	10,0	10,2
EBITDA-Marge	7,3%	7,2%	7,1%	8,5%	9,7%	9,6%
Jahresüberschuss	-2,6	1,4	1,2	1,4	1,8	1,9
Nettomarge	neg.	1,6%	1,1%	1,4%	1,8%	1,8%
Gewinn je Aktie	-0,70	0,40	0,33	0,39	0,52	0,54
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,16	0,16	0,16	0,16
Nettoverschuldung / EBITDA	0,2	0,1	0,2	0,1	-0,2	-0,4
Net Gearing	0,0	0,1	0,1	0,0	-0,1	-0,2
Free Cashflow (FCF)	3,1	-1,9	0,7	2,4	2,9	2,9
FCF je Aktie (Euro)	0,83	-0,53	0,19	0,67	0,82	0,82
EV / Umsatz	0,2	0,3	0,3	0,4	0,3	0,3
EV / EBITDA	2,7	3,5	4,8	4,2	3,6	3,5
EV / EBIT	47,2	7,4	11,8	7,7	5,8	5,5
EV / FCF	4,7	neg.	27,7	8,5	6,7	6,7
KGV	neg.	14,2	26,5	22,4	16,9	16,2
KBV	0,9	1,0	1,5	1,4	1,4	1,3
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	1,9%	1,8%	1,8%	1,8%



Quelle: Bloomberg

## Kontakt

**Abteilung Research**  
Leitung: Dr. Frank Wohlgenuth, CIA/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, CFA (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.

- Der Q1-Umsatz im hochmargigen Geschäftskundensegment ist mit 10,6 (10,7) Mio. Euro nahezu unverändert geblieben, wobei die Vorjahresperiode durch die Einstellung der Vermarktung der eigenen Mobilfunklösung sowie durch die Einmalerträge aus dem Allianz Router-Rollout positiv beeinflusst wurde (+0,2 yoy ohne die beiden Einmaleffekte). Während der Umsatz in dem niedrigmargigen und volatilen Segment Wiederverkäufe mit 10,9 (11,5) Mio. Euro rückläufig war, stieg der Umsatz im Segment New Business auf 4,5 (3,9) Mio. Euro (anhaltend gute Entwicklung im B2C-Bereich sowie Geschäftsverbesserung bei nacamar).
- Der Rohertrag erhöhte sich in Q1 2015 auf 6,9 (6,6) Mio. Euro getrieben durch das Segment New Business (Anteil am Konzernrohertrag: 25% (19%)).
- Konkretisierte ecotel Guidance für 2015: Umsatz im Segment Geschäftskunden von 42-45 Mio. Euro, Umsatz im Segment New Business von 17-19 Mio. Euro, Umsatz im starken Schwankungen unterliegenden Segment Wiederverkäufer von 30-45 Mio. Euro; Konzern-EBITDA von 7,5-8,5 Mio. Euro.
- Der FCF-Anstieg in Q1 2015 um 1,7 Mio. Euro yoy ist einerseits auf das gestiegene EBT zurückzuführen. Andererseits reduzierte sich der CAPEX um 0,4 Mio. Euro yoy.
- Hervorzuheben ist die kürzliche Gewinnung eines Großauftrags im hochmargigen B2B-Bereich von Curanum, Deutschlands größtem Dienstleistungsunternehmen für Seniorenresidenzen und Pflegezentren (130 Einrichtungen mit ca. 2.500 Appartements; Größenordnung des Projekts von rd. 1 Mio. Euro, nach unserer Schätzung vergleichbar mit dem Allianz-Projekt). Das Curanum-Projekt wird ab 2016 umsatzwirksam.
- Für das vergangene Jahr hat ecotel zum ersten Mal eine Dividende von 0,16 Euro je Aktie vorgeschlagen, was einer Dividendenrendite (bezogen auf den aktuellen Kurs) von 1,7% entspricht. Angesichts der erwarteten stabilen FCFs rechnen wir auch für die folgenden Jahre mit einer Dividende. Weitere Aktienrückkäufe sind nicht ausgeschlossen.
- ecotel wird dieses Jahr zum Operator (Dienste werden direkt angeboten; konsequente Überführung der Kunden auf das eigene Netz, falls kein starker Preiswettbewerb vorhanden ist), was sich positiv auf die Ertragskraft auswirken sollte. Die nächste Ebene, die ecotel laut des Managements angehen will, ist Cloud Services. Derzeit sind mehr als 50 Softwareentwickler bei dem Unternehmen beschäftigt. Die Idee dahinter ist, mit der bestehenden Mannschaft neue Cloud-Produkte (z.B. Centrex-IP 2.0 als Cloud-Telefonanlage) zu entwickeln, die im Rahmen eines Cross Selling Bestandskunden angeboten werden können.

---

Q1-Umsatzentwicklung nach Segmenten

---



---

Durch das Segment New Business gesteigener Q1-Rohertrag

---



---

Konkretisierte ecotel Guidance 2015

---



---

Deutlicher Anstieg des FCFs in Q1

---



---

Neuer Großauftrag im B2B-Bereich, der ab 2016 umsatzwirksam wird

---



---

Für 2014 Dividende von 0,16 Euro je Aktie vorgeschlagen

---



---

2015 wird ecotel zum Operator; nächste Ebene ist Cloud Services

---

## Bewertung

### Bewertungsfazit

Die zusammenfassende Bewertung ergibt unverändert ein Kursziel von 12,50 Euro je Aktie. Der faire Wert nach dem DCF-Modell beträgt 11,79 Euro je Aktie. Wir haben unsere Peer Group um drei weitere Unternehmen mit vergleichbarer Unternehmensgröße wie ecotel erweitert, den Abschlag auf den fairen Wert von 15% aber beibehalten (u.a. ecotel mit niedrigeren Margen als Peer Group-Unternehmen auf Grund des Wiederverkäufergeschäfts). Der adjustierte faire Wert nach der Peer-Group-Bewertung liegt bei 15,59 Euro je Aktie.

Unverändertes Kursziel für die ecotel-Aktie von 12,50 Euro

#### ecotel communication ag

##### Bewertung - Zusammenfassung

Angaben in Euro

	Fairer Wert	Gewichtung
Discounted Cashflow - Modell	11,79	80,0%
Peer Group - Analyse	15,59	20,0%
<b>Fairer Wert</b>	<b>12,55</b>	
<b>Kursziel</b>		<b>12,50</b>

Quelle: Eigene Schätzungen

#### ecotel communication ag

##### Discounted Cashflow - Modell

Angaben in Mio. Euro

	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Umsatz	100,0	102,9	106,0	109,2	112,4	115,7	119,1	122,5	126,0	129,5
Umsatzwachstum	-1,5%	2,9%	3,0%	3,0%	3,0%	2,9%	2,9%	2,9%	2,8%	2,8%
EBIT-Marge	4,6%	5,9%	6,0%	6,0%	6,0%	5,8%	5,6%	5,0%	4,0%	3,0%
<b>EBIT</b>	<b>4,6</b>	<b>6,1</b>	<b>6,4</b>	<b>6,6</b>	<b>6,8</b>	<b>6,7</b>	<b>6,7</b>	<b>6,1</b>	<b>5,0</b>	<b>3,9</b>
- Ertragssteuern	-1,4	-1,8	-1,9	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-1,8	-1,5	-1,2
+ Abschreibungen	3,9	3,9	3,8	3,7	3,7	3,6	3,5	3,4	3,3	3,2
+/- 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>7,1</b>	<b>8,2</b>	<b>8,3</b>	<b>8,4</b>	<b>8,4</b>	<b>8,3</b>	<b>8,2</b>	<b>7,7</b>	<b>6,9</b>	<b>6,0</b>
-/+ Investitionen in das Nettoumlaufverm.	0,0	0,3	0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
- Investitionen in das Anlagevermögen	-3,0	-3,2	-3,3	-3,3	-3,3	-3,3	-3,3	-3,3	-3,3	-3,2
<b>Free Cashflow</b>	<b>4,1</b>	<b>5,2</b>	<b>5,3</b>	<b>5,0</b>	<b>5,1</b>	<b>4,9</b>	<b>4,8</b>	<b>4,4</b>	<b>3,5</b>	<b>2,6</b>
<b>Barwerte</b>	<b>4,0</b>	<b>4,6</b>	<b>4,2</b>	<b>3,6</b>	<b>3,4</b>	<b>3,0</b>	<b>2,7</b>	<b>2,2</b>	<b>1,6</b>	<b>1,1</b>
Summe Barwerte	30,4									
Terminalwert	13,5									
										in % vom Gesamtwert: 31%
Wert des operativen Geschäfts	43,9									
+ Liquide Mittel	6,3									
- Finanzverbindlichkeiten	-6,2									
- Pensionsrückstellungen	0,0									
- Minderheitsanteile	-2,3									
<b>Marktwert Eigenkapital</b>	<b>41,7</b>									
Anzahl der Aktien in Mio. Stück	3,542									
<b>Fairer Wert je Aktie (Euro)</b>	<b>11,79</b>									

##### Modell-Parameter:

Langfristige Bilanzstruktur:	Eigenkapital:	80%	Fremdkapital:	20%	
Risikofreie Rendite:	3,0%	Beta:	1,6	Risikoprämie FK:	1,5%
		Risikoprämie:	5,0%	Tax-Shield:	30,0%
		Zins EK:	11,1%	Zins FK:	3,2%
Wachstum FCF (TV):	2,0%	WACC:	9,5%	Datum:	09.07.2015

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)			
		8,5%	9,0%	9,5%	10,0%
Wachstum FCF (TV)	1,0%	12,40	11,84	11,34	10,88
	1,5%	12,70	12,09	11,55	11,06
	2,0%	13,04	12,37	<b>11,79</b>	11,27
	2,5%	13,44	12,70	12,06	11,50

Quelle: Eigene Schätzungen

**ecotel communication ag**

**Peer Group - Analyse**

	KGV		EV / EBIT		EV / EBITDA		EV / Umsatz	
	2015e	2016e	2015e	2016e	2015e	2016e	2015e	2016e
Drillisch	38,4	33,1	22,6	19,0	18,4	15,4	4,2	3,2
freenet	15,0	14,4	13,2	12,9	11,0	10,8	1,4	1,3
United Internet	21,5	17,7	16,3	13,8	11,6	10,6	2,4	2,3
AdEPT Telecom	11,9	11,7	-	-	8,8	8,6	1,7	1,7
Alternative Networks	16,1	14,4	13,3	11,6	11,8	10,7	1,8	1,7
Maintel Holdings	12,0	11,5	10,1	9,8	9,8	9,6	1,5	1,4
<b>Median</b>	15,5	14,4	13,3	12,9	11,3	10,6	1,8	1,7
<b>Mittelwert</b>	19,1	17,1	15,1	13,4	11,9	10,9	2,2	1,9
<b>Standardabweichung</b>	9,2	7,4	4,2	3,1	3,1	2,1	1,0	0,6
<b>ecotel communication ag</b>	22,4	16,9	7,7	5,8	4,2	3,6	0,4	0,3

in Mio. Euro, Ergebnis je Aktie in Euro	Ergebnis je Aktie		EBIT		EBITDA		Umsatz	
	2015e	2016e	2015e	2016e	2015e	2016e	2015e	2016e
<b>ecotel communication ag</b>	0,39	0,52	4,6	6,1	8,5	10,0	100,0	102,9
<b>Unternehmenswert (EV)</b>			61,2	78,1	96,0	106,2	175,5	172,9
<b>Liquide Mittel</b>				6,3		6,3		6,3
<b>Finanzverbindlichkeiten</b>				-6,2		-6,2		-6,2
<b>Faire Marktkapitalisierung</b>			61,3	78,2	96,1	106,3	175,6	173,0
<b>Aktienanzahl (in Mio. Stück)</b>				3,5		3,5		3,5
<b>Fairer Wert je Aktie in Euro</b>	6,05	7,44	17,32	22,09	27,14	30,01	49,59	48,84
<b>Durchschnittswert</b>		6,74		19,71		28,57		49,21
<b>Gewichtung</b>		1/3		1/3		1/3		
<b>Fairer Wert je Aktie in Euro</b>								18,34
<b>Prämie/Abschlag</b>								-15%
<b>Adjustierter fairer Wert je Aktie in Euro</b>								15,59

Quelle: Eigene Schätzungen; Bloomberg

Schlusskurse vom 08.07.2015

## Anhang

## ecotel communication ag

## Gewinn- und Verlustrechnung

Angaben in Mio. Euro	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>94,3</b>	<b>91,2</b>	<b>101,5</b>	<b>100,0</b>	<b>102,9</b>	<b>106,0</b>
Erhöhung des Bestandes an fertigen und unfertigen Erzeugnissen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Andere aktivierte Eigenleistungen	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige betriebliche Erträge	1,0	0,6	2,9	0,7	0,7	0,7
<b>Gesamtleistung</b>	<b>95,4</b>	<b>91,9</b>	<b>104,4</b>	<b>100,7</b>	<b>103,6</b>	<b>106,7</b>
Materialaufwand	-69,2	-64,4	-74,9	-70,5	-72,4	-74,5
Personalaufwand	-10,0	-10,6	-11,9	-11,9	-11,5	-11,9
Abschreibungen	-6,5	-3,4	-4,3	-3,9	-3,9	-3,8
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-9,3	-10,3	-10,4	-9,8	-9,8	-10,1
<b>EBIT</b>	<b>0,4</b>	<b>3,2</b>	<b>3,0</b>	<b>4,6</b>	<b>6,1</b>	<b>6,4</b>
Sonstige Zinsen und ähnliche Erträge	0,1	0,0	0,2	0,1	0,1	0,1
Sonstige Finanzaufwendungen	-0,3	-0,3	-0,5	-0,2	-0,2	-0,3
Ergebnis aus At-Equity bewerteten Beteiligungen	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Sonstiges Finanzergebnis	-1,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzergebnis	-1,3	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2
Außergewöhnliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>-0,9</b>	<b>2,9</b>	<b>2,8</b>	<b>4,5</b>	<b>6,0</b>	<b>6,2</b>
Steuern von Einkommen und vom Ertrag	-0,8	-0,9	-1,0	-1,4	-1,8	-1,9
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>-1,7</b>	<b>2,0</b>	<b>1,8</b>	<b>3,2</b>	<b>4,2</b>	<b>4,4</b>
Anteile anderer Gesellschafter am Jahresergebnis	-0,9	-0,6	-0,6	-1,8	-2,4	-2,4
<b>Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter</b>	<b>-2,6</b>	<b>1,4</b>	<b>1,2</b>	<b>1,4</b>	<b>1,8</b>	<b>1,9</b>
Anzahl Aktien (in Stück)	3,7	3,6	3,5	3,5	3,5	3,5
Gewinn je Aktie (unverwässert in EUR)	-0,70	0,40	0,33	0,39	0,52	0,54

Quelle: ecotel communication ag; eigene Schätzungen

## ecotel communication ag

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

Angaben in Mio. Euro	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>98,8%</b>	<b>99,3%</b>	<b>97,2%</b>	<b>99,3%</b>	<b>99,3%</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%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige betriebliche Erträge	1,0%	0,7%	2,8%	0,7%	0,7%	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	-72,5%	-70,1%	-71,7%	-70,0%	-69,8%	-69,8%
Personalaufwand	-10,5%	-11,5%	-11,4%	-11,8%	-11,1%	-11,1%
Abschreibungen	-6,8%	-3,7%	-4,1%	-3,9%	-3,8%	-3,6%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-9,7%	-11,2%	-10,0%	-9,7%	-9,5%	-9,5%
<b>EBIT</b>	<b>0,4%</b>	<b>3,4%</b>	<b>2,9%</b>	<b>4,6%</b>	<b>5,9%</b>	<b>6,0%</b>
Sonstige Zinsen und ähnliche Erträge	0,1%	0,0%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%
Sonstige Finanzaufwendungen	-0,3%	-0,3%	-0,5%	-0,2%	-0,2%	-0,3%
Ergebnis aus At-Equity bewerteten Beteiligungen	0,0%	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstiges Finanzergebnis	-1,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Finanzergebnis	-1,4%	-0,2%	-0,2%	-0,1%	-0,1%	-0,2%
Außergewöhnliches Ergebnis	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>EBT</b>	<b>-0,9%</b>	<b>3,2%</b>	<b>2,7%</b>	<b>4,5%</b>	<b>5,8%</b>	<b>5,8%</b>
Steuern von Einkommen und vom Ertrag	-0,8%	-1,0%	-1,0%	-1,3%	-1,7%	-1,7%
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>-1,8%</b>	<b>2,2%</b>	<b>1,7%</b>	<b>3,1%</b>	<b>4,0%</b>	<b>4,1%</b>
Anteile anderer Gesellschafter am Jahresergebnis	-0,9%	-0,7%	-0,6%	-1,8%	-2,3%	-2,3%
<b>Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter</b>	<b>-2,7%</b>	<b>1,6%</b>	<b>1,1%</b>	<b>1,4%</b>	<b>1,8%</b>	<b>1,8%</b>

Quelle: ecotel communication ag; eigene Schätzungen

## ecotel communication ag

## Bilanz

Angaben in Mio. Euro	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Geschäfts- oder Firmenwert	8,9	8,9	8,9	8,9	8,9	8,9
Übrige immaterielle Vermögenswerte	4,9	4,9	4,2	4,0	3,9	3,9
Sachanlagen	5,9	9,4	9,1	8,4	7,8	7,3
At-Equity-Beteiligungen	1,4	0,9	0,7	0,7	0,7	0,7
Sonstige langfristige Forderungen und Vermögenswerte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Latente Steuern	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
<b>Langfristige Vermögenswerte</b>	<b>21,1</b>	<b>24,1</b>	<b>22,9</b>	<b>22,0</b>	<b>21,3</b>	<b>20,8</b>
Vorräte	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	12,5	13,3	13,3	14,0	14,2	14,5
Übrige Steuerforderungen	0,1	0,0	0,8	0,8	0,8	0,8
Sonstige nichtfinanzielle Vermögenswerte	1,4	1,5	1,7	1,9	1,8	1,9
Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente	7,5	6,1	5,0	4,8	7,0	7,5
<b>Kurzfristige Vermögenswerte</b>	<b>21,6</b>	<b>21,0</b>	<b>20,8</b>	<b>21,5</b>	<b>23,8</b>	<b>24,7</b>
<b>Aktiva</b>	<b>42,7</b>	<b>45,2</b>	<b>43,8</b>	<b>43,5</b>	<b>45,1</b>	<b>45,5</b>
Gezeichnetes Kapital	3,7	3,6	3,5	3,5	3,5	3,5
Kapitalrücklage	1,4	1,4	1,8	1,8	1,8	1,8
Sonstige Rücklagen	12,5	13,1	13,2	13,2	13,2	13,2
Konzerngewinn	0,0	0,0	0,0	0,8	2,0	3,3
<b>Eigenkapital ohne Anteile anderer Gesellschafter</b>	<b>17,6</b>	<b>18,1</b>	<b>18,5</b>	<b>19,3</b>	<b>20,5</b>	<b>21,8</b>
Anteile anderer Gesellschafter	1,7	2,0	2,1	2,1	2,1	2,1
<b>Eigenkapital</b>	<b>19,3</b>	<b>20,2</b>	<b>20,7</b>	<b>21,4</b>	<b>22,7</b>	<b>24,0</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	4,8	6,5	5,4	3,2	3,2	1,6
Latente Steuerverbindlichkeiten	0,7	0,6	0,9	0,9	0,9	0,9
<b>Langfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>5,5</b>	<b>7,1</b>	<b>6,2</b>	<b>4,1</b>	<b>4,1</b>	<b>2,5</b>
Kurzfristige Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	2,5	0,9	1,1	1,1	1,1	1,0
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	13,0	12,9	12,0	12,5	13,0	13,8
Steuerverbindlichkeiten	0,7	0,6	0,5	0,7	0,7	0,7
Kurzfristige sonstige Verbindlichkeiten	1,7	3,5	3,3	3,7	3,6	3,5
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>17,9</b>	<b>17,9</b>	<b>16,9</b>	<b>18,0</b>	<b>18,4</b>	<b>19,1</b>
<b>Passiva</b>	<b>42,7</b>	<b>45,2</b>	<b>43,8</b>	<b>43,5</b>	<b>45,1</b>	<b>45,5</b>

Quelle: ecotel communication ag; eigene Schätzungen

## ecotel communication ag

## Bilanz (Positionen in % von Bilanzsumme)

Angaben in Mio. Euro	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Geschäfts- oder Firmenwert	20,9%	19,7%	20,3%	20,5%	19,7%	19,5%
Übrige immaterielle Vermögenswerte	11,5%	10,8%	9,6%	9,2%	8,6%	8,6%
Sachanlagen	13,8%	20,9%	20,7%	19,3%	17,2%	16,0%
At-Equity-Beteiligungen	3,3%	2,0%	1,5%	1,6%	1,6%	1,5%
Sonstige langfristige Forderungen und Vermögenswerte	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Latente Steuern	0,0%	0,0%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Langfristige Vermögenswerte</b>	<b>49,4%</b>	<b>53,5%</b>	<b>52,4%</b>	<b>50,5%</b>	<b>47,2%</b>	<b>45,6%</b>
Vorräte	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	29,3%	29,5%	30,3%	32,2%	31,5%	31,9%
Übrige Steuerforderungen	0,2%	0,0%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%
Sonstige nichtfinanzielle Vermögenswerte	3,3%	3,3%	3,9%	4,3%	4,0%	4,2%
Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente	17,6%	13,5%	11,4%	11,0%	15,5%	16,4%
<b>Kurzfristige Vermögenswerte</b>	<b>50,6%</b>	<b>46,5%</b>	<b>47,6%</b>	<b>49,5%</b>	<b>52,8%</b>	<b>54,4%</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	8,6%	8,0%	8,0%	8,0%	7,8%	7,7%
Kapitalrücklage	3,3%	3,2%	4,2%	4,2%	4,1%	4,0%
Sonstige Rücklagen	29,3%	29,0%	30,2%	30,3%	29,3%	29,0%
Konzerngewinn	0,0%	0,0%	0,0%	1,8%	4,5%	7,3%
<b>Eigenkapital ohne Anteile anderer Gesellschafter</b>	<b>41,2%</b>	<b>40,2%</b>	<b>42,3%</b>	<b>44,4%</b>	<b>45,5%</b>	<b>48,0%</b>
Anteile anderer Gesellschafter	4,0%	4,4%	4,8%	4,9%	4,7%	4,7%
<b>Eigenkapital</b>	<b>45,2%</b>	<b>44,6%</b>	<b>47,2%</b>	<b>49,3%</b>	<b>50,2%</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	11,2%	14,4%	12,3%	7,4%	7,2%	3,5%
Latente Steuerverbindlichkeiten	1,6%	1,3%	1,9%	2,0%	1,9%	1,9%
<b>Langfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>12,9%</b>	<b>15,7%</b>	<b>14,2%</b>	<b>9,4%</b>	<b>9,1%</b>	<b>5,5%</b>
Kurzfristige Rückstellungen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	5,9%	2,1%	2,5%	2,5%	2,3%	2,3%
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	30,5%	28,6%	27,4%	28,7%	28,8%	30,3%
Steuerverbindlichkeiten	1,6%	1,3%	1,1%	1,6%	1,6%	1,6%
Kurzfristige sonstige Verbindlichkeiten	4,0%	7,7%	7,5%	8,5%	8,0%	7,7%
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>41,9%</b>	<b>39,7%</b>	<b>38,6%</b>	<b>41,3%</b>	<b>40,7%</b>	<b>41,9%</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	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
<b>Konzernjahresergebnis vor Ertragssteuern</b>	<b>-0,9</b>	<b>2,9</b>	<b>2,8</b>	<b>4,5</b>	<b>6,0</b>	<b>6,2</b>
Abschreibungen	7,2	3,4	4,5	3,9	3,9	3,8
Gezahlte Ertragssteuern	-0,5	-0,9	-1,7	-1,4	-1,8	-1,9
Nicht zahlungswirksame Aufwendungen / Erträge	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0
Gewinne Abgang SAV	0,0	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>5,7</b>	<b>5,4</b>	<b>5,5</b>	<b>7,1</b>	<b>8,1</b>	<b>8,2</b>
Zunahme / Abnahme Vorräte, FO L.L., andere Aktiva	0,9	-1,6	-0,2	-0,9	-0,1	-0,4
Zunahme / Abnahme VB L.L., andere Passiva	0,0	2,9	-0,9	0,9	0,4	0,7
Zinsergebnis	0,2	0,2	0,0	0,1	0,1	0,2
<b>Mittelzufluss/-abfluss aus der laufenden Geschäftstätigkeit</b>	<b>6,8</b>	<b>6,9</b>	<b>4,5</b>	<b>7,2</b>	<b>8,5</b>	<b>8,6</b>
Investitionen in Sachanlagen	-2,8	-8,2	-2,3	-2,0	-2,1	-2,1
Investitionen in Finanzanlagen	0,0	0,0	-0,4	0,0	0,0	0,0
Investitionen in immaterielle VG	0,0	0,0	-0,9	-1,0	-1,1	-1,2
Investitionen	-2,8	-8,2	-3,6	-3,0	-3,2	-3,3
Zins- und sonstige Finanzeinzahlungen	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ein-/Auszahlungen aus Positionen, die nicht der betrieblichen oder der Finanzierungstätigkeit zuzuordnen sind	0,0	0,5	0,7	0,0	0,0	0,0
<b>Mittelzufluss/-abfluss aus der Investitionstätigkeit</b>	<b>-2,7</b>	<b>-7,7</b>	<b>-2,9</b>	<b>-3,0</b>	<b>-3,2</b>	<b>-3,3</b>
Dividendenausschüttung	0,0	0,0	0,0	-0,6	-0,6	-0,6
Kapitalerhöhung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Auszahlung aus der Tilgung von Finanzkrediten	-2,5	-2,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Einzahlung aus der Aufnahme von Finanzkrediten	0,5	2,6	-0,9	-2,2	0,0	-1,6
Erwerb eigener Anteile	0,0	0,0	-0,8	0,0	0,0	0,0
Einzahlung / Auszahlung Minderheitsgesellschafter	-0,5	-0,6	-0,7	-1,8	-2,4	-2,4
Zins- und sonstige Finanzausgaben	-0,3	-0,3	-0,2	0,2	-0,1	-0,2
<b>Mittelzufluss/-abfluss aus der Finanzierungstätigkeit</b>	<b>-2,8</b>	<b>-0,6</b>	<b>-2,7</b>	<b>-4,4</b>	<b>-3,1</b>	<b>-4,8</b>
Zahlungswirksame Veränderungen des Finanzmittelbestandes	1,3	-1,4	-1,1	-0,2	2,2	0,5
Veränderung: Konsolidierung/Wechselkurse/Sonstige	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzmittelbestand am Anfang der Periode	6,2	7,5	6,1	5,0	4,8	7,0
<b>Finanzmittelbestand am Ende der Periode</b>	<b>7,5</b>	<b>6,1</b>	<b>5,0</b>	<b>4,8</b>	<b>7,0</b>	<b>7,5</b>

Quelle: ecotel communication ag; eigene Schätzungen



## ecotel communication ag

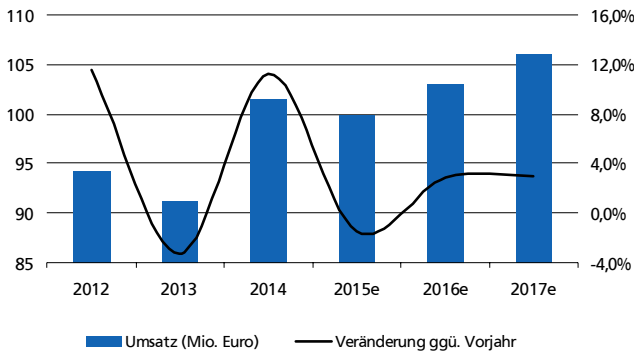
## Kennzahlen

	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
<b>Wachstumsanalyse</b>						
Umsatzwachstum	11,6%	-3,3%	11,3%	-1,5%	2,9%	3,0%
EBITDA-Wachstum	-2,8%	-4,9%	10,6%	17,2%	17,3%	2,4%
EBIT-Wachstum	-87,3%	690,0%	-5,7%	54,3%	32,1%	5,6%
EBT-Wachstum	-132,8%	-426,7%	-5,4%	61,8%	32,8%	4,0%
EpS-Wachstum (verwässert)	-340,4%	-156,8%	-17,8%	19,7%	32,8%	4,0%
<b>Margenanalyse (Umsatz)</b>						
EBITDA-Marge	7,3%	7,2%	7,1%	8,5%	9,7%	9,6%
EBIT-Marge	0,4%	3,5%	2,9%	4,6%	5,9%	6,0%
EBT-Marge	neg.	3,2%	2,7%	4,5%	5,8%	5,9%
Nettomarge	neg.	1,6%	1,1%	1,4%	1,8%	1,8%
<b>Renditeanalyse</b>						
ROI	-5,9%	3,3%	2,6%	3,2%	4,1%	4,2%
ROCE	-1,7%	10,5%	8,6%	14,6%	20,1%	22,3%
ROE	-12,8%	7,3%	5,7%	6,6%	8,3%	8,2%
ROIC	-1,4%	8,3%	7,1%	12,3%	16,3%	17,0%
<b>Bilanzanalyse</b>						
Eigenkapitalquote	45,2%	44,6%	47,2%	49,3%	50,2%	52,6%
Anlagendeckung I	91,4%	83,4%	90,1%	97,5%	106,5%	115,4%
Anlagendeckung II	117,5%	112,8%	117,2%	116,1%	125,8%	127,3%
Anlagenintensität	49,4%	53,5%	52,4%	50,5%	47,2%	45,6%
Vorratsumschlag	943,0	868,9	966,7	961,5	989,7	1.060,2
Debitorenumschlag	7,3	7,1	7,6	7,3	7,3	7,4
Debitorenlaufzeit/-ziel	50,1	51,7	47,9	49,8	50,0	49,4
Working Capital / Umsatz	0,3%	-1,2%	-0,8%	-0,2%	-0,3%	-0,6%
Kreditorenlaufzeit/-ziel	64,9	73,4	60,7	63,4	64,3	65,6
<b>Verschuldung</b>						
Nettoverschuldung (Mio. Euro)	-0,2	1,3	1,5	-0,5	-2,7	-4,8
Nettoverschuldung / EBITDA	0,2	0,1	0,2	0,1	-0,2	-0,4
Net Gearing	0,0	0,1	0,1	0,0	-0,1	-0,2
Zinsdeckungsgrad (EBITDA)	23,0	25,2	14,5	42,5	49,9	34,0
Zinsdeckungsgrad (EBIT)	1,3	12,2	6,0	23,0	30,4	21,4
<b>Cashflow-Analyse</b>						
Free Cashflow (FCF)	3,1	-1,9	0,7	2,4	2,9	2,9
FCF / Umsatz	4,2%	-1,4%	1,3%	4,2%	5,1%	5,0%
FCF / Jahresüberschuss	-153,8%	-91,7%	110,1%	301,3%	287,4%	279,8%
FCF je Aktie (Euro)	0,83	-0,53	0,19	0,67	0,82	0,82
FCF Yield	17,0%	-9,4%	2,2%	7,7%	9,4%	9,3%
Capex (Mio. Euro)	2,8	8,2	3,6	3,0	3,2	3,3
Capex / Abschreibungen	0,6%	1,8%	0,7%	0,8%	0,8%	0,9%
Capex / Umsatz	4,3%	7,6%	3,2%	3,0%	3,1%	3,1%
<b>Bewertungsmultiplikatoren</b>						
EV / Umsatz	0,2	0,3	0,3	0,4	0,3	0,3
EV / EBITDA	2,7	3,5	4,8	4,2	3,6	3,5
EV / EBIT	47,2	7,4	11,8	7,7	5,8	5,5
EV / FCF	4,7	neg.	27,7	8,5	6,7	6,7
KGV	neg.	14,2	26,5	22,4	16,9	16,2
KBV	0,9	1,0	1,5	1,4	1,4	1,3
KCV	2,7	3,0	6,8	4,3	3,6	3,6
KUV	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	1,9%	1,8%	1,8%	1,8%

Quelle: ecotel communication ag; eigene Schätzungen

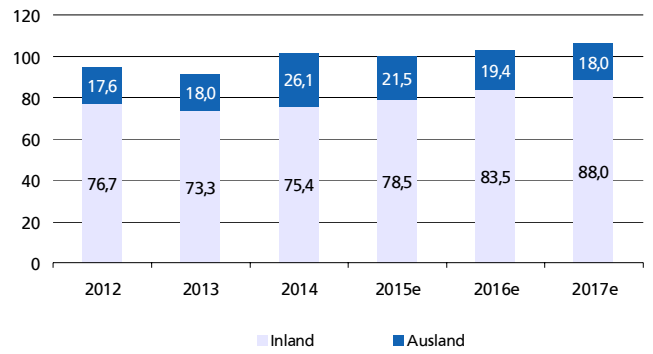
1)2)3)4)6) Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

**Umsatzentwicklung**



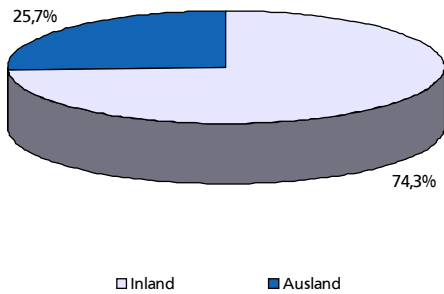
- ⇒ 2014: Starkes Umsatzwachstum im niedrigmargigen Wiederverkäufergeschäft sowie im New Business v.a. bei der Tochter easybell (Privatkundengeschäft)
- ⇒ Nahezu konstanter Umsatz im hochmargigen B2B-Geschäft im vergangenen Jahr. Ab 2015 rechnen wir mit einem schrittweisen Umsatzanstieg in diesem Segment

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



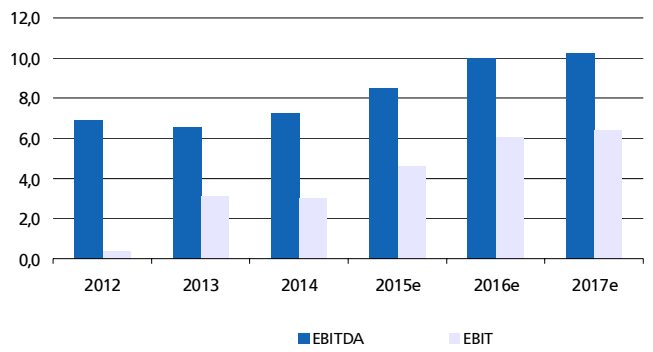
- ⇒ ecotel-Geschäft konzentriert sich auf das Inland

**Umsatzverteilung nach Regionen (2014)**



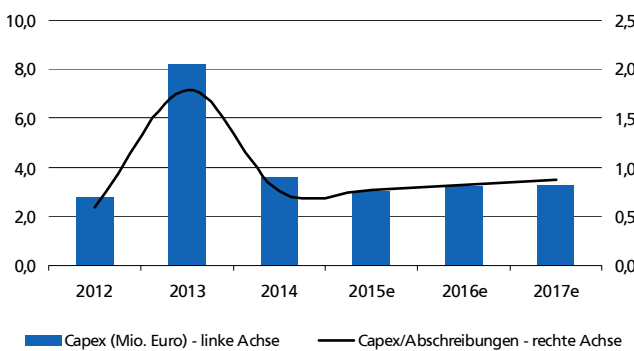
- ⇒ Im Inland dominiert das Geschäftskundensegment
- ⇒ ecotel wird sich weiter auf das Deutschland-Geschäft konzentrieren

**Ergebnisentwicklung (Mio. Euro)**



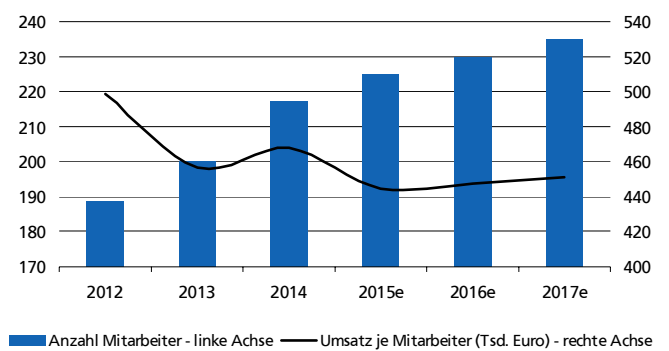
- ⇒ 2012: Wertberichtigungen belasten das Ergebnis
- ⇒ Wir erwarten einen Anstieg des operativen Ergebnisses vor allem durch den Ausbau des ertragsstarken B2B-Geschäfts

**Investitionen**



- ⇒ 2013: Investitionen im Rahmen des Allianz-Projekts im Bereich Geschäftskunden von über 5 Mio. Euro
- ⇒ 2014: Normalisierung der Investitionen

**Anzahl Mitarbeiter und Umsatz/Mitarbeiter**



- ⇒ Beschränkte Aussagekraft des Umsatzes je Mitarbeiter, da der Konzernumsatz einen Anteil des stark schwankenden Segments Wiederverkäufe enthält
- ⇒ 2014: Anstieg der Mitarbeiteranzahl von 200 auf 217

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	
				2015e	2016e	2015e	2016e	2015e	2016e	2015e	2016e
<b>ecotel communication ag (Euro)</b>	8,72	31	31	100,0	102,9	8,5	10,0	4,6	6,1	0,39	0,52
Wachstum (Umsatz) bzw. Marge (EBITDA, EBIT)					2,9%	8,5%	9,7%	4,6%	5,9%	-	-
<b>Drillisch (Euro)</b>	36,56	2.002	1.827	436,2	572,9	99,4	118,6	80,8	95,9	0,95	1,11
Wachstum (Umsatz) bzw. Marge (EBITDA, EBIT)					31,3%	22,8%	20,7%	18,5%	16,7%	-	-
<b>freenet (Euro)</b>	28,96	3.708	4.086	3.021,5	3.045,1	372,4	377,1	310,3	317,6	1,93	2,02
Wachstum (Umsatz) bzw. Marge (EBITDA, EBIT)					0,8%	12,3%	12,4%	10,3%	10,4%	-	-
<b>United Internet (Euro)</b>	39,07	8.009	9.110	3.726,1	3.939,8	784,1	860,3	560,1	661,9	1,82	2,21
Wachstum (Umsatz) bzw. Marge (EBITDA, EBIT)					5,7%	21,0%	21,8%	15,0%	16,8%	-	-
<b>AdEPT Telecom (GBP)</b>	2,10	47	48	28,2	28,9	5,5	5,7	-	-	0,18	0,18
Wachstum (Umsatz) bzw. Marge (EBITDA, EBIT)					2,5%	19,5%	19,6%	-	-	-	-
<b>Alternative Networks (GBP)</b>	5,07	245	276	153,5	163,5	23,3	25,8	20,7	23,8	0,32	0,35
Wachstum (Umsatz) bzw. Marge (EBITDA, EBIT)					6,5%	15,2%	15,7%	13,5%	14,6%	-	-
<b>Maintel Holdings (GBP)</b>	6,88	74	81	54,1	55,9	8,2	8,4	8,0	8,2	0,57	0,60
Wachstum (Umsatz) bzw. Marge (EBITDA, EBIT)					3,3%	15,2%	15,0%	14,8%	14,7%	-	-

Quelle: Eigene Schätzungen; Bloomberg

Schlusskurse vom 08.07.2015

## 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: 09.07.2015 -**

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: 09.07.2015

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

Zuständige Aufsichtsbehörden:  
Europäische Zentralbank  
Sonnemannstraße 20, 60314 Frankfurt am Main

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht  
Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn  
und  
Marie-Curie-Straße 24-28, 60439 Frankfurt am Main

<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**