



## **Researchstudie (Initial Coverage)**



**eteleon e-solutions AG**

**KAUFEN**

**Stand 15.07.2008**

---

**WICHTIGER HINWEIS:**  
Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis  
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 28

---

# eteleon e-solutions AG

## KAUFEN

**Kursziel:**  
**6,88 €**

15. Juli 2008

Kurs zum 14.07.2008,  
17:38 Uhr, XETRA:  
2,97 €

**Letztes Rating  
(Kursziel):**

**Ersteinschätzung**

**Marktsegment:**  
Open Market  
(Freiverkehr)

**Rechnungslegung:**  
HGB

**Analysten:**

**Felix Gode**  
gode@  
gbc-ag.de

**Cosmin Filker**  
filker@  
gbc-ag.de

**IR-Kontakt:**

eteleon e-solutions AG  
Boschetsrieder Str. 67-69  
81379 München

**Tel.:** 089 55270 300  
**Fax.:** 089 55270 100

E-Mail:  
kontakt@eteleon.ag

Web: www.eteleon.ag

**Unternehmensprofil:**

**Branche:** Telekommunikation/E-commerce  
**Fokus:** Vertrieb von Telekommunikations-  
produkten und online Vertriebslösungen

**Mitarbeiter:** 83 (Stand: 31.12.07)

**Firmensitz:** München, D

**Vorstand:** Tobias Valdenaire,  
Julian Valdenaire,  
Staffan Schilke

WKN: A0JNF6

ISIN: DE000A0JNF60

Börsenkürzel: E9E

Anzahl Aktien: 1,975 Mio.

Marktkap.: 5,87 Mio. €

Streubesitz: 34,00 %

52 W Hoch: 4,40 €

52 W Tief: 2,77 €

Durchs. Tagesvolumen : 22.337 €

~ A0JNF6 E9E, Tageschart [Close] - 17.07.2007 - 15.07.2008 - 3:09



In Mio. €	2006*	2007	2008e	2009e
Umsatz	10,46	35,54	42,64	46,91
EBITDA	1,52	1,05	1,38	1,96
EBITDA bereinigt**	0,61	0,99	1,38	1,96
EBIT	1,38	0,78	1,04	1,57
EBIT bereinigt**	0,40	0,71	1,04	1,57
Jahresüberschuss	0,26	0,79	0,84	1,27
<b>In Euro</b>				
Gewinn je Aktie	0,13	0,40	0,42	0,64
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>In %</b>				
EBITDA-Marge	14,50 %	2,96 %	3,22 %	4,17 %
EBIT-Marge	13,19 %	2,19 %	2,45 %	3,36 %
Dividendenrendite	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
<b>Kennzahlen</b>				
EV/Sales	0,48	0,14	0,10	0,09
EV/EBITDA	3,66	4,60	3,21	2,26
ROE	7,15 %	17,66 %	15,86 %	19,35 %
KGV	22,39	7,47	7,00	4,63
KBV (EK-Basis zum 31.12.2007)			1,32	

\* Rumpfgeschäftsjahr

\*\* bereinigt um einmalig angefallene sonstige betriebliche Erträge

**Highlights:**

- Starkes Wachstum in der Vergangenheit
- Mobilfunkmarkt entwickelt sich weiter dynamisch
- Starker Marktzugang über Internet-, TV- und Printwerbung
- Eigene Vertragsprodukte bergen hohes Umsatz- und Margenpotenzial
- Internet als Vertriebsplattform etabliert sich rasant weiter
- Kurspotenzial von über 100 %

## Inhaltsangabe

### Unternehmen

Profil .....	4
Aktionärsstruktur.....	4
Unternehmenshistorie.....	5
Geschäftstätigkeit.....	6
Organe der Gesellschaft.....	9
Vorstand.....	9
Aufsichtsrat.....	10

### Markt und Marktumfeld

Markt und Marktumfeld.....	11
SWOT-Analyse .....	14
Wettbewerbskräfteanalyse.....	15

### Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick .....	16
Geschäftsentwicklung 2007.....	17
Umsatzentwicklung.....	17
Ergebnisentwicklung.....	18
Bilanzielle und finanzielle Situation.....	19
Wachstumsaussichten und Strategie.....	20
Prognose und Modellannahmen.....	21
Umsatzprognosen.....	21
Ergebnisprognosen.....	22

### Bewertung/ Fazit

DCF Bewertung .....	24
Bestimmung der Kapitalkosten .....	24
Discounted Cashflow-Modell.....	25
Peer-Group-Vergleich.....	26
Fazit .....	27

### Anhang

Disclaimer und Haftungsausschluss .....	28
Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34 b WpHG.....	29

## Unternehmen

### Profil

Die Münchener eteleon e-solutions AG (eteleon) vollzog im November 2006 den Schritt an den Entry Standard der Frankfurter Wertpapierbörse. Dabei fungiert eteleon als Holding für die 100 %ige Tochtergesellschaft eteleon GmbH, in der aktuell der Großteil der Umsatzerlöse erwirtschaftet wird. Die eteleon GmbH hält wiederum 100 % der Anteile an der Intelligram GmbH.

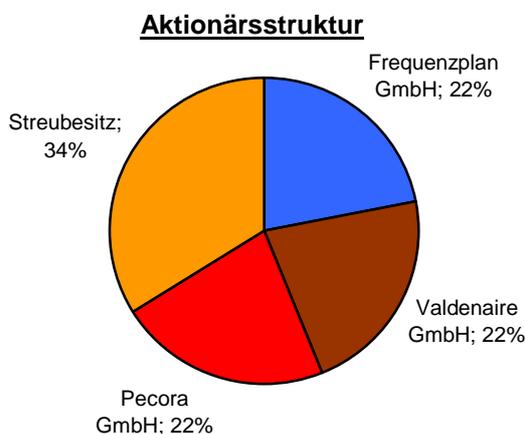
eteleon ist in den drei Geschäftsbereichen e-Sales, e-Solutions und e-Products tätig, wobei das Segment e-Sales derzeit mit 90 % den größten Umsatzbeitrag liefert. Der Schwerpunkt im Bereich e-Sales liegt auf dem Vertrieb von Telekommunikationsvertragsprodukten an Privatkunden via verschiedener Vertriebswege. Neben dem Internet, als wichtigste Vertriebsplattform, werden auch das Fernsehen sowie klassische Printmedien genutzt. Die Besonderheit bei eteleon liegt in der Kombination der Verträge mit attraktiven Zusatzprodukten sowie Sonderkonditionen mit verminderten laufenden Kosten

Im Bereich e-Solutions werden für Firmenkunden modulare Vertriebslösungen auf Basis einer selbst erstellten Softwareplattform sowie Mobile Messaging angeboten. Der Bereich Mobile Messaging, bei dem verschiedene Spezialdienste für den individuellen Datenaustausch angeboten werden, wird dabei von der Tochtergesellschaft Intelligram GmbH betrieben.

Im Bereich e-Products entwickelt und vertreibt eteleon eigene Vertragsprodukte für den direkten Vertrieb an den Endkunden. Dazu gehören zum Beispiel das WiFon, der 8-Cent-Tarif oder das ContentAbo.

### Aktionärsstruktur

Anteilseigner	in %
Frequenzplan GmbH	22 %
Valdenaire GmbH	22 %
Pecora GmbH	22 %
Streubesitz	34 %
Summe	100 %



Quelle: eteleon, GBC

## Unternehmenshistorie

### Wichtige Meilensteine in der Unternehmensgeschichte

1996	- Gründung der VALUE® GbR
1999	- Umfirmierung in handyvertrag.de
2000	- Gründung der eteleon GmbH
Dezember 2004	- Erwerb von 74,8 % der Anteile der eteleon GmbH von der Konvergenz Beteiligungs Holding GmbH durch die Vorstandsmitglieder Tobias und Julian Valdenaire sowie das heutige Aufsichtsratsmitglied Werner Freytag (Management Buy-out); - Erwerb aller Geschäftsanteile an der Intelligram GmbH von der Konvergenz Beteiligungs GmbH durch die eteleon GmbH
September 2005	- Start der TV-Shopping Aktivitäten
Februar 2006	- Gründung der eteleon e-solutions AG
Mai 2006	- Einbringung der eteleon GmbH in die eteleon e-solutions AG im Wege der Kapitalerhöhung durch Sacheinlage auf 1,500 Mio. €; - Kapitalerhöhung gegen Bareinlage auf 1,730 Mio. €
November 2006	- Börsengang in den Entry Standard der Frankfurter Wertpapierbörse; - Kapitalerhöhung auf 1,975 Mio. €

Die Unternehmensgeschichte der eteleon reicht bis in das Jahr 1996 zurück. Tobias und Julian Valdenaire gründeten bereits 1996 die VALUE® GbR, die ab 1999 unter handyvertrag.de firmierte. Diese Unternehmung führte 2000 zur Gründung der eteleon GmbH. Im März 2002 wurde der Unternehmensgegenstand in die Erbringung von Internet-Dienstleistungen neu gefasst, mit einem besonderen Fokus auf den Vertrieb von Mobilfunkprodukten und ähnlichen Geräten sowie damit in Zusammenhang stehende Dienstleistungen.

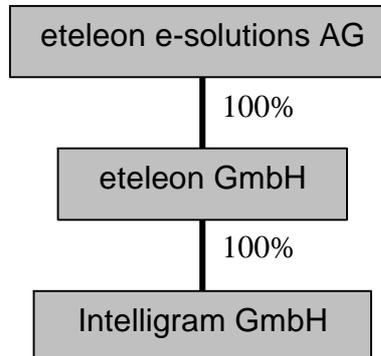
Im Dezember 2004 wurden 74,8 % der Geschäftsanteile an der eteleon GmbH von der Konvergenz Beteiligungs Holding GmbH durch die heutigen Vorstandsmitglieder Tobias und Julian Valdenaire sowie das Aufsichtsratsmitglied Werner Freytag erworben. Ebenfalls im Dezember 2004 erwarb die eteleon GmbH sämtliche Geschäftsanteile an der im Oktober 1999 gegründeten Intelligram GmbH. Im September 2005 begann das Unternehmen mit den TV-Shopping Aktivitäten.

Die heute als Holding fungierende eteleon e-solutions AG wurde im Februar 2006 gegründet. In der Folge wurde die eteleon GmbH, nach Abschluss eines Nachgründungs- und Einbringungsvertrages mit der Frequenzplan AG, der Valdenaire GmbH sowie der Pecora AG, vollständig mittels Sachkapitalerhöhung in die eteleon e-solution AG eingebracht. Das Grundkapital erhöhte sich damit auf 1,50 Mio. €. Im Anschluss wurde das Grundkapital durch eine Barkapitalerhöhung nochmals auf 1,73 Mio. € erhöht. Damit ist die eteleon GmbH eine 100 %ige Tochtergesellschaft der eteleon e-solutions AG, die wiederum 100 % der Anteile an der Intelligram GmbH hält.

Im November 2006 fand das IPO und das Listing im Freiverkehr (Entry Standard) der Frankfurter Wertpapierbörse statt. Das Grundkapital wurde im Rahmen des IPO auf 1,975 Mio. € erhöht und ein Bruttoemissionserlös von 1,10 Mio. € erzielt.

## Geschäftstätigkeit

Die eteleon e-solutions AG fungiert als Holding und ist untergliedert in die 100%ige Tochter eteleon GmbH. Unter dieser befindet sich wiederum zu 100% die Intelligram GmbH. Die Konzerngründung fand im Jahr 2006 statt.



Grafik: eteleon, GBC

Die eteleon e-solutions AG ist mit ihren Tochtergesellschaften auf dem Telekommunikationsmarkt tätig und vertreibt einerseits Produkte für mobile Kommunikation in Kombination mit Unterhaltungselektronik, andererseits aber auch Vertriebslösungen sowie eigene Vertragsprodukte direkt für den Kunden.

Über die einzelnen Gesellschaften hinweg gliedern sich die Geschäftsfelder in drei Bereiche, nämlich e-Sales, e-Solutions und e-Products. Dabei werden die beiden letzteren erst seit Kurzem getrennt ausgewiesen.

### **e-Sales**

Der mit ca. 90 % Umsatzanteil bedeutendste Bereich der eteleon e-solutions AG ist der Bereich e-Sales. Der Schwerpunkt liegt hier auf dem Vertrieb von Telekommunikationsvertragsprodukten an Privatkunden. Dazu zählen Handy-, Festnetz- und DSL-Verträge.

Die Besonderheit hinsichtlich der Vertriebsstrategie ist, dass diese Verträge in Kombination mit Trend- bzw. Konvergenzprodukten der Unterhaltungselektronik wie Spielkonsolen, PCs, Flachbildfernsehern, Digitalkameras oder Notebooks angeboten werden, welche kostenlos zu den Verträgen und Handys dazu gegeben werden (Produktbundeling). eteleon hat diese Bündelungsstrategie 2001 zum ersten Mal angewandt und ist mit diesem Vertriebsmodell der Vorreiter im deutschen Mobilfunkmarkt. Der Kunde hat dabei die Möglichkeit, zwischen verschiedenen Kombinationen auszuwählen und sich ein maßgeschneidertes Bundle zusammenzustellen. Zusätzlich gibt es je nach Anlass Spezialkombinationen wie zum Beispiel ein EM-Bundle, anlässlich der kürzlich stattgefundenen Fußball-Europameisterschaft 2008 in Österreich und der Schweiz. Außerdem reduziert eteleon Handytarife und kann auf Grund der guten Einkaufskonditionen bessere Angebote als der Wettbewerb realisieren. Zum Beispiel bietet eteleon eine Flatrate und Datentarife mit bis zu 50 % Rabatt an.

Zum Partnernetzwerk zählen alle großen deutschen Vertragsanbieter, wie z.B. Vodafone, T-Mobile, O<sub>2</sub> oder e-plus sowie alle bedeutenden Mobiltelefonhersteller wie unter anderem Nokia, LG oder Sony Ericsson. Dieses Netzwerk sorgt dafür, dass eteleon auf gute Einkaufsbedingungen bauen und Produkte flexibel kombinieren kann.

Ebenso bedient sich die eteleon beim Vertrieb der Verträge verschiedener Medien und kann auf ca. 15.000 Vertriebspartner zurückgreifen. Dadurch werden eine hohe Reichweite beim Vertrieb und eine großflächige Abdeckung des Marktes erreicht.

Der Hauptanteil des Vertriebs (80%) wird über das Internet abgewickelt. Neben der Präsentation auf der eigenen Website bestehen in diesem Medium unter anderem Partnerschaften z.B. mit discount24, webmiles oder blau.de, über deren Internetportale die Angebote der eteleon gegen eine erfolgsabhängige Provision vertrieben werden.

Einen weiteren Vertriebskanal stellt das Fernsehen (10%) mit Teleshopping, Infomercials und Werbespots dar. Neben anderen Sendern bestehen insbesondere Partnerschaften mit SAT.1, DSF, RTL2 und HSE24. Darüber hinaus vertreibt eteleon zielgruppenspezifische Produktbundles im TV-Programm von DSF, als auch über das Internetportal des Senders.

Circa 10% des Vertriebs werden über klassische Printmedien wie Flyer und Prospekte abgewickelt. Zu den Partnern in diesem Bereich zählen unter anderem BILD, Deutsche Eisenbahn Reklame GmbH und Computer BILD. Basierend auf einem flexiblen Einkauf und breitgefächerten Vertrieb ist es eteleon im Jahr 2007 gelungen, eine Abwicklungsleistung von über 350.000 Langzeit-Mobilfunkverträgen zu erzielen. Darin inbegriffen sind die von eteleon gegenüber Kooperationspartnern erbrachten Abwicklungsdienstleistungen (siehe e-Solutions).

### **e-Solutions**

Im Gegensatz zu e-Sales ist der Bereich e-Solutions auf Firmenkunden ausgerichtet, wobei man diesen Bereich noch einmal in zwei Bereiche untergliedern kann. Ersterer befasst sich mit dem Verkauf von modularen Vertriebslösungen. Der zweite beinhaltet Mobile Messaging und wird von der Inteligram GmbH verantwortet.

Im Bereich modulare Vertriebslösungen bietet die eteleon ein breites Spektrum an Dienstleistungen. Basierend auf einer Softwareplattform, die für das eigene Vertragsgeschäft entwickelt wurde, werden Frontend-Lösungen für webbasierte E-Commerce und Full-Service-Integration geboten. Dazu zählen die Erstellung von Bestell-Webseiten mit sämtlichen Funktionen, wie zum Beispiel Warenkorbfunktion, Datenerfassung und Bezahlssystemen im Design des jeweiligen Partners sowie der Betrieb und die Pflege auf eigenen Servern. Zusätzlich werden Backend-Lösungen wie Vertragsabwicklung, Bestellabwicklung, Erstellung von Statistiken und Kundenkommunikation ebenso wie Reklamationsmanagement sowie Mahn- und Inkassoverwaltung je nach Bedarf angeboten.

Ausgehend von den einzelnen Modulen ist eteleon aber auch in der Lage, das komplette Outsourcing mit Betrieb der Vertriebslösung über Logistik bis hin zum Kundenmanagement für einen Partner zu übernehmen, der entweder die Kosten scheut oder nicht über das notwendige Know-How verfügt. Darüber hinaus kann eteleon auch Hardware zu Verfügung stellen, die mit den Produkten des Partners zielgruppenspezifisch zu Vertragsbundles kombiniert und vertrieben werden kann.

Mit seinen Vertriebsdienstleistungen befindet sich die eteleon genau in der Schnittstelle zwischen dem Netzbetreiber und dem Partner, der über Vertriebs- und Distributionskanäle verfügt, aber die Verwaltung, das Kundenmanagement und die Logistik ausgliedern möchte.

Die Intelligram GmbH verantwortet das Geschäftsfeld Mobile Messaging. Hier werden Dienstleistungen für Firmenkunden rund um den SMS- und MMS-Versand im B2B- und B2C-Bereich angeboten. Dazu gehören neben dem Massenversand von SMS die Versandkonfiguration und die Verwaltung von Adressen und Gruppen unterschiedlicher Spezialdienste für den individuellen Datenaustausch. Derzeit zählen circa 30 Kunden zum Kundenkreis in diesem Bereich.

### **e-Products**

Im Geschäftsfeld e-Products entwickelt eteleon eigene Vertragsprodukte für den direkten Vertrieb an den Endkunden. Während es sich beim Geschäftsfeld e-Sales ausschließlich um Vermittlungsgeschäft handelt, werden bei e-Products eigene Kunden generiert.

Zu den Produkten gehört zum Beispiel das WiFon, eine Kombination aus VoIP- und Mobiltelefonie, welche deutlich geringere Kosten verursacht als herkömmliche Mobiltelefonie. Dabei telefoniert der Kunde mit einem speziellen W-Lan-Handy mit Voice-over-IP-Technologie, so lange er sich in der Nähe seines W-Lan Hot-Spots befindet. Sobald der Handynutzer den Hot-Spot-Bereich verlässt, wechselt das Handy automatisch und ohne Gesprächsunterbrechung in das GSM-Netz. WiFon ersetzt damit den klassischen Festnetzanschluss.

Darüber hinaus bietet eteleon eigene Mobilfunktarife an, z.B. den 8-Cent-Tarif mit klarmobil.de und das ContentAbo, ein Abonnement zum Herunterladen von Wallpapers, Sounds und Spielen für das Handy an. Diese beiden Angebote werden direkt bei eteleon abgerechnet und ermöglichen sowohl Kundenkontakt, als auch intensivere Kundenbindung.

Ein weiteres Angebot von eteleon mobile ist ein eigenes WAP-Portal für das Handy von dem die Content-Angebote direkt auf das Handy geladen werden können. Die Abrechnung erfolgt je nach Nutzung durch den Kunden bei eteleon.

Außerdem werden über die Kanäle von eteleon mobile Content-Angebote der Bob Mobile AG angeboten. Im Gegenzug nutzt eteleon die Vertriebskanäle der Bob Mobile AG für die eigenen Vertragsangebote sowie zielgruppenspezifische Bundles und profitiert somit vom Endkundenvertrieb des Kooperationspartners.

## **Organe der Gesellschaft**

### **Vorstand**

#### **Herr Tobias Valdenaire**

Tobias Valdenaire war nach dem Abschluss des Betriebswirtschaftslehrestudiums an der Ludwig-Maximilian-Universität in München bei verschiedenen Internetagenturen tätig, bevor er mit seinem Bruder Julian Valdenaire die Value® GbR gründete, die ab 1999 unter dem Namen handyvertrag.de firmierte. Diese Unternehmung mündete im Jahr 2000 in der Gründung der eteleon GmbH. Dort ist Tobias Valdenaire noch heute als Geschäftsführer tätig. Seit dem 23.06.2006 ist Herr Valdenaire zudem Vorstand der seit dem 16.11.2006 börsennotierten eteleon e-solutions AG und für die Bereiche Vertriebskooperationen, Investors Relations und Recht zuständig.

#### **Herr Julian Valdenaire**

Ebenso wie sein Bruder studierte auch Julian Valdenaire an der Ludwig-Maximilian-Universität in München Betriebswirtschaftslehre. Neben dem Studium arbeitete Julian Valdenaire bei der Ditec AG. 1995 entwickelte er dann den ersten Tarifrechner mit Gebührenerfassung für das Telefonfestnetz, welcher über das Internet vertrieben wurde. Mit seinem Bruder Tobias Valdenaire gründete er im Jahr 1996 die Value® GbR (ab 1999 handyvertrag.de) aus der im Jahr 2000 die eteleon GmbH hervorging, bei der er zusammen mit seinem Bruder das Amt des Geschäftsführers bekleidet. Davor war Julian Valdenaire Mitgründer der fortuneglobe GmbH und für IT und Logistik zuständig. Seit dem 23.06.2006 ist Julian Valdenaire Vorstand der börsennotierten eteleon e-solutions AG und verantwortet die Bereiche Prozessmanagement, Backoffice, Logistik und Informationstechnologie.

#### **Herr Staffan Schilke**

Staffan Schilke studierte von 1997 bis 2001 Volkswirtschaftslehre an der Universität München und der University of Warwick in Großbritannien. Nach dem Abschluss als Diplom-Volkswirt war er in der Steuerkanzlei Schilke in Planegg als Steuerberaterassistent tätig. Bei der eteleon GmbH war Herr Schilke von Oktober 2003 bis Juli 2006 als Leiter der Bereiche Controlling und Finance angestellt. Seit dem 31.07.2006 ist Staffan Schilke als Finanzvorstand der eteleon e-solutions AG tätig und betreut in seinem Ressort die Bereiche Controlling, Finance und Personal.

## Aufsichtsrat

### Herr Dr. Tobias Freiherr von Tucher, Rechtsanwalt, LL.M. EUR

Nach dem Studium der Rechtswissenschaften in München und seiner Promotion begann Herr Dr. Tobias Freiherr von Tucher seine berufliche Laufbahn bei einer internationalen Rechtsanwaltskanzlei. Unter anderem war er in den Jahren 2001 bis 2002 bei führenden Kanzleien in Großbritannien und Australien tätig. Seit Januar 2006 arbeitet Dr. Tobias Freiherr von Tucher bei einer internationalen Anwaltssozietät in München. Seine Beratungsschwerpunkte sind unter anderem Urheber-, Lizenz-, und IT-Recht. Von 2004 bis 2005 erwarb Dr. Freiherr von Tucher den akademischen Grad Master of Laws.

### Herr Prof. Dr. Dres. h.c. Arnold Picot

Prof. Dr. Dres. h.c. Arnold Picot absolvierte nach einer Lehre zum Bankkaufmann ein Betriebswirtschaftslehrestudium an der Universität München. Anschließend war er wissenschaftlicher Assistent an mehreren Instituten der Universität und habilitierte 1975, nach der Promotion im Jahr 1972. Von 1976 bis 1984 war Herr Prof. Dr. Dres. h.c. Arnold Picot Lehrstuhlinhaber für Betriebswirtschaftslehre in Hannover und bis 1987 an der Technischen Universität München. Seit 1988 ist er Professor am Institut für Information, Organisation und Management an der Universität München. Neben diesen Tätigkeiten war Prof. Dr. Dres. h.c. Arnold Picot Gastprofessor an der Stanford University und der Georgetown University Washington D.C. in den USA. Prof. Dr. Dres. h.c. Arnold Picot ist unter anderem Vorsitzender des Wissenschaftlichen Arbeitskreises für Regulierungsfragen der Bundesnetzagentur.

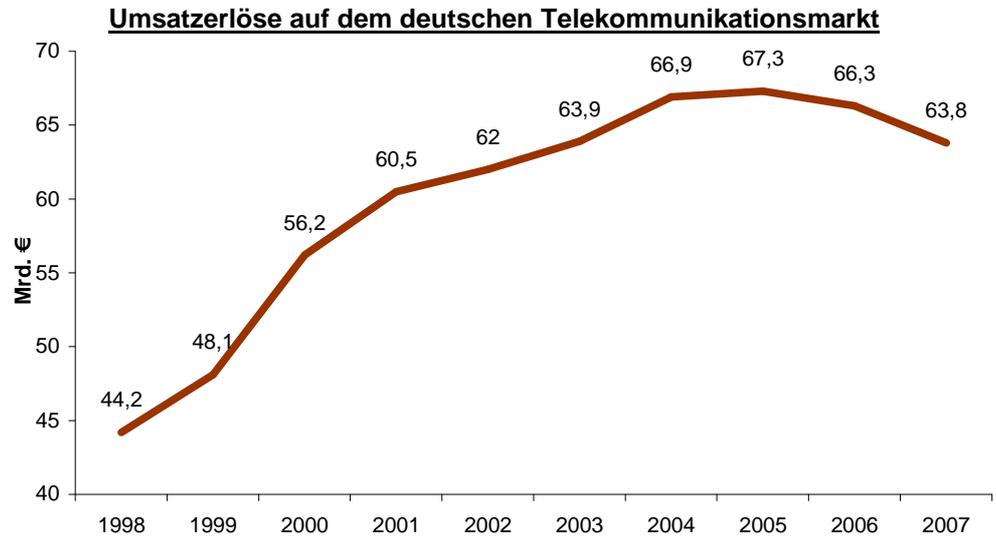
### Herr Werner Freytag

Nach seiner Ausbildung zum Bürokaufmann war Werner Freytag von 1997 bis 1998 bei der Dr. Jehl-Treuhandgesellschaft mbH als Sachbearbeiter beschäftigt, bevor er von 1998 bis 2000 bei der Münchener Wochenblatt Verlags- und Werbe-gesellschaft mbH als Multimediadesigner tätig war. Werner Freytag hat die eteleon GmbH im Jahr 2000 mitgegründet und verantwortet dort die Bereiche IT, Software Development und Kommunikationsdesign.

## Markt und Marktumfeld

### Mobilfunkmarkt Deutschland

Das Gesamtmarktvolumen des Telekommunikationsdienstemarktes in Deutschland betrug im Jahr 2007 63,8 Mrd. Euro. Damit war das Volumen im Vergleich zum Vorjahr (66,3 Mrd. Euro) leicht rückläufig und es setzt sich damit den 2005 begonnene Trend zunächst fort.



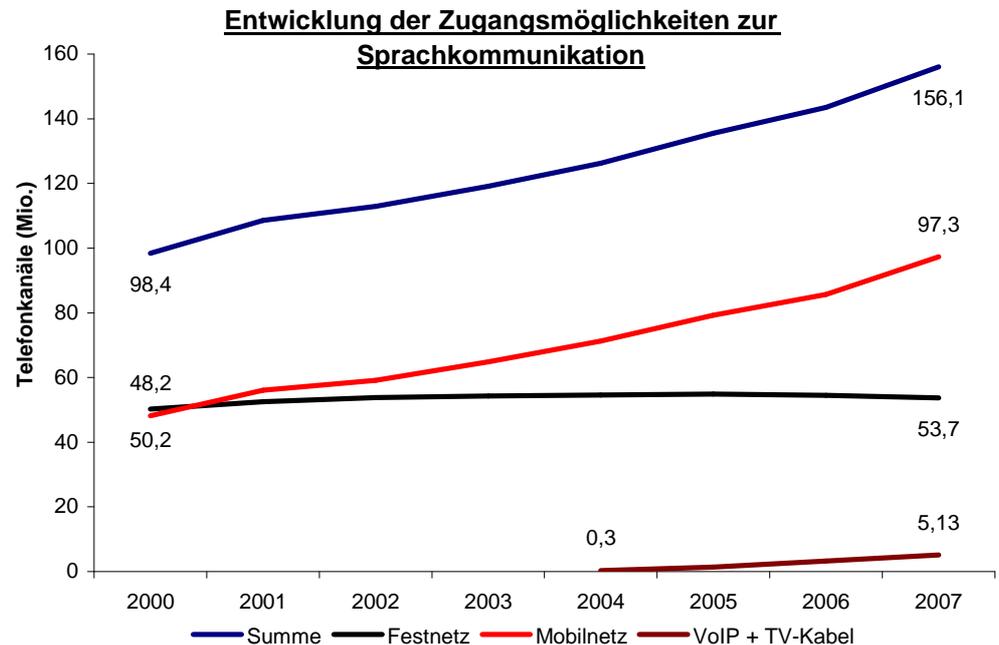
Quelle: Bundesnetzagentur Jahresbericht 2007, GBC

Dabei ist der Markt vor allem durch zwei Entwicklungen geprägt. Zum einen geht die Zahl der Festnetzanschlüsse weiter zurück und lag im Jahr 2007 bei 53,7 Mio. Telefonkanälen, während im Bereich der mobilen Kommunikation ein Trend zum Zweit- oder Dritthandy zu erkennen ist und durch eine steigende Anzahl von Mobilfunkzugängen deutlich wird. Die Anzahl an Mobilfunkzugängen erreichte, nachdem im August 2006 zum ersten Mal die Einwohnerzahl übertroffen wurde, im Jahr 2007 97,15 Mio. Teilnehmer, was einer Handypenetration von 118,1 % entspricht. Diese gegenläufige Entwicklung zwischen Festnetz und Mobilfunk lässt ein hohes Wettbewerbspotential der Mobilfunknetze erkennen und weist darauf hin, dass der klassische Festnetzanschluss immer mehr durch Mobilfunkzugänge substituiert wird. Außerdem erfreuen sich alternative Zugänge zum Beispiel über das TV-Kabel oder das Internet per Voice-over-IP wachsender Beliebtheit.

Hauptursachen des starken Wachstums bei den Mobilfunkanschlüssen, aber auch des mobilen Sprachverkehrs auf 68,34 Mrd. Minuten im Jahr 2007, nach 57,11 Mrd. Minuten im Vorjahr, sind vor allem das vermehrte Auftreten von Discount-Anbietern, Flatrates und „Homezones“ und der damit verbundene Verfall der Minutenpreise. Zum Ende des Jahres 2007 waren bereits ca. 8,9 Mio. Kunden Nutzer von Discount-Angeboten. Diese erreichen damit einen Marktanteil von ca. 10 %, wobei für die Zukunft erwartet wird, dass der Marktanteil bis 2020 auf 25 % steigt.

Ein weiterer Trend am Telekommunikationsmarkt ist die Tendenz, das Handy immer mehr zum Datentransfer zu nutzen. Mittlerweile existiert bereits eine große Anzahl UMTS-fähiger Handys. Anwendungsmöglichkeiten in diesem Bereich sind der Download von Musik, Spielen oder Handyapplikationen und das Surfen im Internet mittels UMTS/HSDPA. Dies spiegelt sich in der Verdoppelung des Datentransfervolumens auf 1,7 Mio. Gigabyte im Jahr

2007 wieder. Zudem hat sich die Zahl der Nutzer von UMTS im Vergleich zum Jahr 2005 von 2,4 Mio. auf mittlerweile 8,7 Mio. in 2007 massiv um 263 % erhöht.



Quelle: Bundesnetzagentur Jahresbericht 2007, GBC

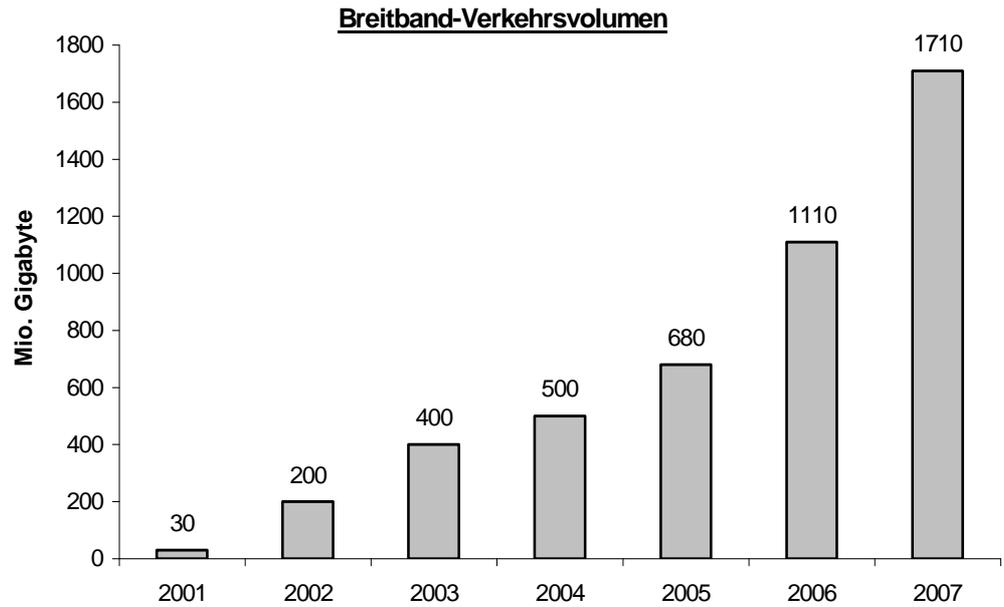
Mit ihren Geschäftsfeldern e-Sales und e-Products ist die eteleon e-solutions AG in den oben genannten Wachstumsfeldern positioniert und profitiert sowohl von kürzeren Produktzyklen und verstärktem Anbieterwechsel seitens der Kunden über die Provisionen. Aber auch mit eigenen Produkten wie dem WiFon, das den Festnetzanschluss überflüssig macht, den Discounttarifen mit Klarmobil, dem ContentAbo und dem eigenen WAP-Portal hat eteleon Anteil an den dynamischen Entwicklungen im Mobilfunkmarkt.

### Logistik und Vertriebslösungen

Ausgehend von der Tatsache, dass immer mehr Menschen in Deutschland das Internet zum Einkaufen nutzen, sind mittlerweile fast alle Geschäfte dazu übergegangen, neben dem stationären Handel auch auf ihren Internetportalen Online-Shops einzurichten. Grundlage dieser Entwicklung ist die immer weiter fortschreitende Verbreitung von Breitbandinternet mit hohen Übertragungsraten. In Deutschland verfügen 2008 gemäß Prognosen 50 % der Haushalte über einen Breitbandanschluss. Im Jahr 2007 nutzten 73,3 % aller Internetnutzer das Internet, um Waren zu kaufen bzw. zu bestellen.

Allgemein wird dem E-Commerce für die Zukunft weiteres starkes Wachstum prophezeit. Die Prognosen für Deutschland gehen von einem Wachstum des Marktes bis 2010 von 27 % aus.

Da viele Anbieter von Onlineshopping den Aufwand der Bereitstellung geeigneter Portale sowie die Kaufabwicklung und die damit verbundene Logistik, auf Grund mangelndem Know-How oder aus Kostengründen scheuen, ist ein klarer Trend zum Outsourcing an externe Anbieter zu erkennen. Äquivalent zum Online-Shopping bringt auch das Anbieten von Disconthandyverträgen durch branchenfremde Anbieter für diese einen großen Aufwand im Bereich der Vertragsverwaltung und des Kundenmanagements mit sich. Auch hier werden große Teile der Geschäftsabwicklung an Outsourcingpartner abgegeben.



Quelle: Bundesnetzagentur Jahresbericht 2007, GBC

Genau in diesen Bereichen hat sich die eteleon e-solutions AG mit ihrem Geschäftsfeld e-Solutions positioniert und bietet basierend auf der eigenen Vertriebserfahrung und der eigenen Software modulare Vertriebs- und Logistiklösungen an. eteleon ist zudem in der Lage, innerhalb kürzester Zeit Servicestrukturen im Kundenauftrag aufzubauen.

Des Weiteren ist festzustellen, dass die Beziehung zwischen Unternehmen und Kunden zunehmend individualisiert wird. Dabei bedient man sich vermehrt dem Medium Handy. SMS- und MMS-Funktionen sollen das Marketing komplettieren und die Kundenbeziehung stärker personalisieren. Werbekampagnen mittels Mobilfunk wird verstärkt Bedeutung beigemessen. So gaben in einer Studie von Airwide Solutions 28 % von 50 befragten globalen Markenunternehmen an, schon mindestens eine SMS-Kampagne gestartet zu haben. Die Intelligram GmbH bietet den Unternehmen die benötigten Mobile Services in diesem innovativen Geschäftsbereich.

## **SWOT - ANALYSE eteleon e-solutions AG**

### **Stärken**

- Starke Breitenwirkung durch vielfältige Vertriebskanäle
- Kosteneffiziente Strukturen stärken Wettbewerbsposition
- Finanzierungssituation durch hohes Eigenkapital und keine Bankdarlehen sehr solide
- Kurze Lagerdauer der Mobilfunkgeräte bei eteleon mindert das Risiko des starken Preisverfalls und stellt einen entscheidenden Wettbewerbsvorteil dar

### **Schwächen**

- Noch sehr kleine Unternehmensgröße
- Relativ geringe Margen durch Vermittlungs- und Handelsgeschäft
- Abhängigkeit von Kooperationen mit den Netzbetreibern und Service-Providern da eigene Produktlinien noch nicht am Markt etabliert sind

### **Chancen**

- Durch neue technische Entwicklungen, an denen eteleon teilnimmt, können sich neue Absatzchancen entwickeln
- Eigene, innovative Produktlösungen, wie das WiFon, können zu einem hohen Wachstum führen
- Ausbau der Produktbereiche FMC und DSL diversifizieren das Risiko
- Von einem weiteren Wachstum des Produktvertriebs über Distanzhandelswege, insbesondere das Internet, ist auf Grund wachsender Vertrautheit der Kunden auszugehen

### **Risiken**

- Wettbewerb für Produkte der Telekommunikationsbranche könnte sich verschärfen, zumal ein schneller technologischer Wandel stattfindet
- Direktvertrieb der Netzbetreiber und Service-Betreiber könnte ausgebaut werden und damit den Vertrieb der eteleon einschränken
- Gesetzliche Restriktionen bezüglich den Terminierungsentgelten könnten Auswirkungen auf die Höhe der Provisionszahlungen haben
- Netzbetreiber und Service-Betreiber könnten die Provisionszahlungen für vermittelte Mobilfunkverträge unerwartet stark senken

## Wettbewerbskräfteanalyse

	<b>Markteintrittsbarrieren</b>	
	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Vielfältige offene Vertriebskanäle wie Internet, TV oder Direct Mailing</li> <li>• Technologielösungen zur effizienten Abwicklung notwendig, um Profitabilität sicher zu stellen</li> <li>• Bundleangebote und reduzierte Tarife der eteleon differenziert zu anderen Angeboten</li> <li>• Preisvorteile bei Überschreitung bestimmter Einkaufsvolumina</li> </ul>	
<b>Verhandlungsmacht gegenüber Lieferanten</b>	<b>Wettbewerbsintensität innerhalb der Branche</b>	<b>Verhandlungsmacht gegenüber Kunden</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Geringe bis keine Verhandlungsmacht gegenüber Providern und Netzbetreibern</li> <li>• größere Volumen bringen Vorteile im Einkauf der Geräte</li> <li>• Lieferanten der Bundleprodukte problemlos austauschbar</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Starker Preiskampf unter den Anbietern</li> <li>• Vorteil der eteleon durch differenzierte eigene und Bundleangebote, sowie reduzierte Tarife</li> <li>• Branche befindet sich in einer Konsolidierungsphase</li> <li>• Effiziente Kostenstrukturen und Vertriebsabläufe stärken Wettbewerbsposition</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Vielfältige Angebote am Markt über viele Vertriebskanäle</li> <li>• Differenzierte Produkte ragen aus der Masse der Angebote heraus</li> <li>• Starker Preisdruck</li> <li>• Hohe Preissensibilität der Kunden</li> </ul>
	<b>Substitutionsgefahr</b>	
	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Vielfältige Angebotspalette auf dem Markt und hohe Preissensibilität der Kunden stellt Substitutionsgefahr dar</li> <li>• Bundleangebote bei eteleon bieten Mehrwert für Kunden</li> <li>• Breite Angebotspalette von eteleon hebt sich vom Markt hervor</li> </ul>	

Quelle: GBC

Insgesamt schätzen wir die Wettbewerbsintensität der Branche als hoch ein. Die Einstiegsbarrieren sind leicht zu überwinden und der Preisdruck ist seitens der Kunden, als auch der Service-Provider und Netzbetreiber hoch. Die Tendenz zu immer niedrigeren Preisen ist weiterhin festzustellen. Zudem ist die Branche sehr schnelllebig und von sich schnell wandelnden Trends geprägt. Dennoch findet sich eine Vielzahl von Wettbewerbern auf dem Markt wieder.

eteleon kann sich in diesem schwierigen Marktumfeld durch verschiedene wesentliche Komponenten behaupten. Zum einen arbeitet das Unternehmen auf Grund von leistungsfähigen, selbst entwickelten IT-Plattformen und einer optimierten Abwicklung sehr effizient und hält die Fixkostenbelastung auf einem Minimum. Zum anderen differenziert sich eteleon durch eigene Produktlösungen wie das WiFon oder der 8-Cent-Tarif von anderen Anbietern und bietet durch ihre kreativen Bundleangebote in Verbindung mit einem Mobilfunkvertrag oder neue Vertragspartner, mit denen Datentarife, VoIP oder Discounttarife angeboten werden, deutlichen Mehrwert für die Kunden. Damit schafft es eteleon sich vom Wettbewerb etwas zu differenzieren und das Absatzrisiko zu diversifizieren. Unter diesen Umständen ist es möglich, auch in dem schwierigen Marktumfeld zu bestehen und profitabel agieren zu können.

# Unternehmensentwicklung & Prognose

## Zahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2006*	in %	GJ 2007	in %	GJ 2008e	in %	GJ 2009e	In %
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>10,46</b>	<b>100,00 %</b>	<b>35,54</b>	<b>100,00 %</b>	<b>42,64</b>	<b>100,00 %</b>	<b>46,91</b>	<b>100,00 %</b>
Sonstige betriebliche Erträge	0,77	7,40 %	0,07	0,18 %	0,000	0,00 %	0,00	0,00 %
Materialaufwand	-6,01	-57,46 %	-17,17	-48,32 %	-20,47	-48,00 %	-22,28	-47,50 %
<b>Rohertrag</b>	<b>5,23</b>	<b>49,94 %</b>	<b>18,43</b>	<b>51,86 %</b>	<b>22,18</b>	<b>52,00 %</b>	<b>24,63</b>	<b>52,50 %</b>
Personalaufwand	-0,58	-5,57 %	-1,63	-4,59 %	-2,25	-5,28 %	-2,50	-5,33 %
Abschreibungen	-0,14	-1,30 %	-0,27	-0,77 %	-0,33	-0,78 %	-0,38	-0,81 %
sonstige betriebliche Aufwendungen	-3,26	-31,18 %	-15,75	-44,31 %	-18,55	-43,50 %	-20,17	-43,00 %
Zinserträge	0,02	0,18 %	0,01	0,03 %	0,02	0,04 %	0,03	0,05 %
Zinsaufwendungen	-0,01	-0,11 %	-0,02	-0,04 %	-0,02	-0,04 %	-0,02	-0,03 %
<b>Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit</b>	<b>1,25</b>	<b>11,89 %</b>	<b>0,78</b>	<b>2,19 %</b>	<b>1,05</b>	<b>2,45 %</b>	<b>1,58</b>	<b>3,38 %</b>
außerordentliches Ergebnis	-0,63	-6,05 %	0,00	0,00 %	0,00	0,00 %	0,00	0,00 %
Steuern vom Einkommen und Ertrag	-0,37	-29,60 %	-0,01	-1,28 %	-0,21	-20,00 %	-0,32	-20,25 %
Erträge aus latenten Steuern	0,01	0,12 %	0,02	0,06 %	0,00	0,00 %	0,00	0,00 %
<b>Konzernjahresfehlbetrag/-überschuss</b>	<b>0,26</b>	<b>2,50 %</b>	<b>0,79</b>	<b>2,21 %</b>	<b>0,84</b>	<b>2,45 %</b>	<b>1,27</b>	<b>2,70 %</b>
EBITDA	1,52		1,05		1,38		1,96	
in %	14,50 %		2,96 %		3,22 %		4,17 %	
EBITDA bereinigt**	0,61		0,99		1,38		1,96	
In %	4,26 %		2,78 %		3,22 %		4,17 %	
EBIT	1,38		0,78		1,04		1,57	
in %	13,19 %		2,19 %		2,45 %		3,36 %	
EBIT bereinigt**	0,40		0,71		1,04		1,57	
In %	2,78 %		2,01 %		2,45 %		3,36 %	
Ergebnis je Aktie in €	0,13		0,40		0,42		0,64	
Dividende je Aktie in €	0,00		0,00		0,00		0,00	
<b>Ausgewählte Bilanzkennzahlen (in Mio. €) HGB</b>	<b>Bilanzstichtag: 31.12.2006</b>		<b>Bilanzstichtag: 31.12.2007</b>					
Operatives Anlagevermögen	0,34		0,36					
Working Capital	1,33		1,97					
Nettoverschuldung	-0,82		-1,03					
Zinsbare Verbindlichkeiten	0,09		0,07					
Finanzvermögen	0,91		1,10					
Eigenkapitalquote in %	50,48 %		32,87 %					
Gezeichnetes Kapital	1,975		1,975					
Aktienanzahl	1,975		1,975					
Bilanzsumme	7,25		13,53					

\* Rumpfgeschäftsjahr

\*\* bereinigt um einmalig angefallene sonstige betriebliche Erträge

## Geschäftsentwicklung 2007

### **Umsatzentwicklung**

Die eteleon erreichte im Geschäftsjahr 2007 einen starken Anstieg der Umsatzerlöse von 10,46 Mio. € um beinahe 240 % auf 35,54 Mio. €. Zu berücksichtigen ist dabei, dass das Geschäftsjahr 2006 nur vom 02.03.06 bis zum 31.12.06 dauerte und damit ein Rumpfgeschäftsjahr darstellte. Zudem ist eine Vergleichbarkeit mit dem Vorjahr nur eingeschränkt möglich, da die Umsatzerlöse der Konzerngesellschaften eteleon GmbH und Intelligram GmbH erst ab dem 09.05.06 in die Konzernzahlen integriert sind. Nichtsdestotrotz gestaltete sich der Umsatzzuwachs sehr dynamisch und erfreulich.

Vor allem im Bereich e-Sales konnten neue Vertriebswege erfolgreich erschlossen werden. Insbesondere über das Internet, TV und über Direct Mailing wurden deutlich mehr Kunden erreicht als noch im Vorjahr. Mehr als 15.000 Vertriebspartner vermarkteten in 2007 die Produkte der eteleon, was dazu führte, dass eine Abwicklungsleistung von über 350.000 Mobilfunk-Laufzeitverträgen erreicht wurde. Die starke Entwicklung resultierte auch aus einem sehr zufriedenstellenden Weihnachtsgeschäft. Entsprechend war der Bereich e-Sales mit einem Umsatzanteil von 93,63 % der weitaus größte Umsatzträger der Gesellschaft. Wichtigster Absatzmarkt ist dabei mit einem Anteil von über 99 % Deutschland. Erste Umsatzerlöse in einem niedrigen sechsstelligen Betrag wurden in 2007 erstmalig im Ausland generiert, sind jedoch als einmalig und außerordentlich anzusehen.

Aber auch die 100 %ige Tochtergesellschaft Intelligram GmbH steuerte in 2007 mit 2,13 Mio. € bereits einen wesentlichen Umsatzanteil bei. Die Dienstleistungen im Bereich Mobile Messaging für Firmenkunden erfreuten sich dementsprechend einer deutlich gesteigerten Nachfrage und trugen bereits 5,73 % zum Gesamtumsatz bei.

#### **Umsatzaufteilung 2007 nach Tätigkeitsbereichen:**

Warenlieferungen (Inland)	10,30%
Warenlieferungen (Ausland)	0,90%
Abwicklungsdienstleistungen	1,70%
Vermittlungsprovisionen aus Mobilfunkgeschäften	86,40%
Umsätze mit verbundenen Unternehmen	0,70%
<b>Gesamt</b>	<b>100 %</b>

*Quelle: eteleon, GBC*

Nach Tätigkeitsbereichen untergliedert, ist die eteleon GmbH der Hauptumsatzträger. 86,40 % der Umsatzerlöse werden im Bereich der Vermittlungsprovisionen von Mobilfunkgesellschaften generiert. Im diesem Zusammenhang stellen die damit verbundenen Warenlieferungen in Form von Mobilfunkgeräten sowie Bundelingprodukten ins In- und Ausland 11,20 % der Umsätze. Abwicklungsdienstleistungen sind im Geschäftsjahr mit einem Anteil von 1,70 % enthalten.

## Ergebnisentwicklung

Entsprechend der guten Umsatzentwicklung hat sich im Geschäftsjahr 2007 auch das Rohergebnis absolut betrachtet deutlich erhöht. Nach 5,23 Mio. € im Vorjahr lag der Rohertrag in 2007 bei 18,43 Mio. €. Aber auch relativ gesehen wurde das Rohergebnis gegenüber dem Vorjahr verbessert. Bedingt durch eine um 9,14 % gesunkene Materialkostenquote, belief sich die Rohmarge in 2007 auf 51,86 %, nach 49,94 % im Vorjahr.

Diese Steigerung konnte erreicht werden, obwohl die sonstigen betrieblichen Erträge im Vergleich zum Vorjahr deutlich niedriger ausfielen. Im Geschäftsjahr 2006 wurden 0,77 Mio. € sonstige betriebliche Erträge verbucht, die zum Großteil als Einmaleffekt zu sehen sind.

Gemäß dem starken Wachstum der Gesellschaft wurde der Personalbestand des Unternehmens ausgebaut. Mit 37 neuen Mitarbeitern wurde der Personalbestand in 2007 auf 83 erweitert. Davon waren 38 Aushilfen und 13 Auszubildende beschäftigt. Auf Grund des starken Personalaufbaus erhöhten sich die Personalkosten um 179,93 % auf 1,63 Mio. €.

Der stärksten Steigerung bei den Kostenpositionen unterlagen die sonstigen betrieblichen Aufwendungen. Diese erhöhten sich von 3,26 Mio. € auf 15,75 Mio. €. Der Anstieg steht im Zusammenhang mit den gesteigerten Umsatzerlösen. Damit ergab sich ein EBITDA in Höhe von 1,05 Mio. €. Bereinigt um die überwiegend einmalig angefallenen sonstigen betrieblichen Erträge ergab sich eine Steigerung des EBITDA von 0,61 Mio. € in 2006 auf 0,99 Mio. € in 2007. Die Marge war damit von 4,26 % auf 2,78 % rückläufig.

Die Abschreibungen beliefen sich im Geschäftsjahr 2007 auf 0,27 Mio. € und lagen auf Grund von Investitionen in IT-Hardware über dem Niveau von 2006, als 0,14 Mio. € anfielen. In den Abschreibungen sind planmäßige Abschreibungen auf Geschäfts- und Firmenwerte in Höhe von 0,08 Mio. € enthalten.

Damit fiel das EBIT mit 0,78 Mio. € unter dem Vorjahrsniveau aus. Aber auch beim EBIT ergibt sich, bereinigt um die einmalig angefallenen sonstigen betrieblichen Erträge, ein Anstieg von 0,40 Mio. € auf 0,71 Mio. €, bei einem leichten Margenrückgang von 2,78 % auf 2,01 %.

Das Zinsergebnis bewegte sich mit – 3 Tsd. € nahezu auf dem Vorjahresniveau von 7 Tsd. €. Zu beiden Stichtagen bestanden keine Bankverbindlichkeiten sowie liquide Mittel in Höhe von rund 1 Mio. €, trotz des Liquiditätsbindenden Weihnachtsgeschäfts.

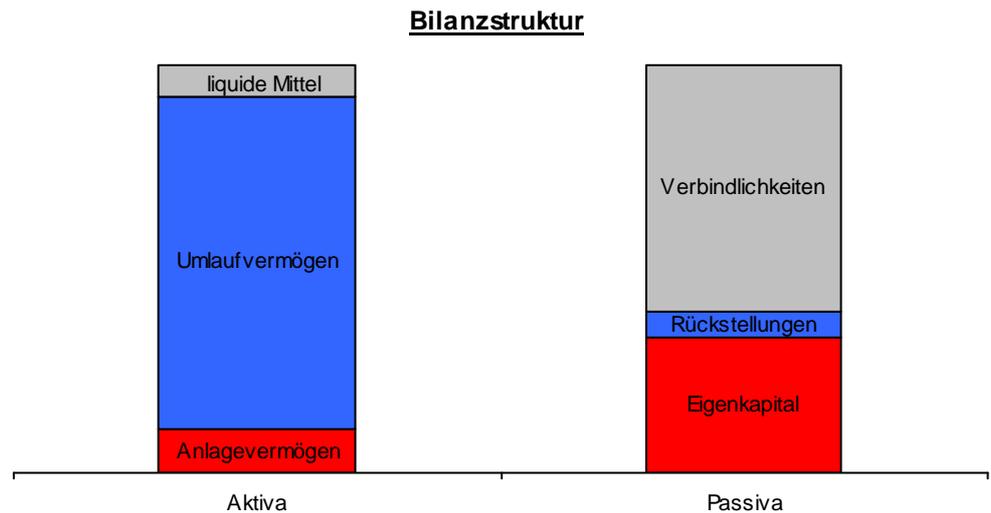
Im Vorjahr angefallene außerordentliche Aufwendungen für den Börsengang in Höhe von –0,63 Mio. € fielen im Geschäftsjahr 2007 nicht an, weshalb kein außerordentliches Ergebnis zu verzeichnen war.

Damit belief sich der Konzernjahresüberschuss im Geschäftsjahr 2007 auf 0,79 Mio. €, gegenüber einem durch die Aufwendungen aus dem Börsengang belasteten Ergebnis von 0,26 Mio. € in 2006, was einer Verdreifachung entspricht. Pro Aktie verbesserte sich das Ergebnis von 0,13 € auf 0,40 €.

## Bilanzielle und finanzielle Situation

Die bilanzielle Situation der eteleon gestaltet sich sehr solide. Die Eigenkapitalquote beläuft sich auf 32,87 %, womit das Unternehmen mit ausreichend Eigenmitteln ausgestattet ist. Zudem bestehen keine Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten.

Die größte Position auf der Passivseite stellen die sonstigen Verbindlichkeiten, unter der mit einem Volumen von 6,24 Mio. € überwiegend kreditorische Debitoren ausgewiesen werden.



Quelle: eteleon, GBC

Die größte Position auf der Aktivseite stellen die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen mit einem Volumen von 9,69 Mio. €. Der hohe Anstieg zum Vorjahr um 5,84 Mio. € resultiert in erster Linie aus dem sehr gut verlaufenen Weihnachtsgeschäft 2007. Inzwischen hat sich dieser Bestand im weiteren Jahresverlauf wieder deutlich reduziert.

Die Vorräte umfassen im wesentlichen Mobiltelefone inklusive Zubehör. Die Ausweitung gegenüber dem Vorjahr um knapp 100 % resultiert aus der ausgedehnten Geschäftstätigkeit der eteleon.

Der Geschäfts- und Firmenwert in Höhe von 1,09 Mio. € resultiert aus der Erstkonsolidierung des Teilkonzerns eteleon GmbH. Derzeit sind keine Anzeichen erkennbar, dass eine Reduzierung des Bewertungsansatzes des Firmenwertes vorgenommen werden müsste.

Die liquiden Mittel beliefen sich zum 31.12.07 auf 1,09 Mio. € und deckten damit rund 8 % der Bilanzsumme ab. Auf Grund der komfortablen Liquiditätssituation konnte das realisierte Wachstum aus den eigenen Mitteln finanziert werden.

## Wachstumsaussichten und Strategie

Die eteleon konnte im Geschäftsjahr 2007 stark wachsen, was zum einen auf den steigenden Anteil von Mobilfunkanschlüssen, zu Lasten vom Festnetzanschlüssen, zurückzuführen ist. Dieser Trend hat sich etabliert und zuletzt sogar beschleunigt. Zum anderen konnte sich eteleon durch attraktive Bundleangebote am Markt etablieren und von der Konkurrenz differenzieren. Dabei ist das Internet die wichtigste Vertriebsplattform. Auch hier festigt sich das Nutzervertrauen und die Zahl der über das Internet abgeschlossenen Verträge nimmt stetig zu. Dabei bietet eteleon inzwischen auch einen eigenen Tarif, den so genannten 8-Cent-Tarif, an, der eigene Kunden generiert und damit einen höheren Margenbeitrag leistet.

Stark wachsend sind auch die Zugänge über das Internet via Voice-over-IP. Inzwischen ist die Technologie in diesem Bereich so weit fortgeschritten, dass störungsfreie Telefonate problemlos möglich sind. eteleon hat sich in diesem Bereich mit dem innovativen Konzept WiFon positioniert, mit dem man bequem und störungsfrei über das Internet telefonieren kann, solange man sich in Reichweite eines W-LANs befindet. Verlässt man diesen Bereich, telefoniert man automatisch und ohne Unterbrechung über das herkömmliche Funknetz. Der klassische Festnetzanschluss wird damit überflüssig. Diese Art der Kommunikation, die die Verbindung zwischen verschiedenen Übertragungswegen herstellt, wird als Fixed-Mobile-Convergence (FMC) bezeichnet und birgt ein hohes Wachstumspotenzial, zumal die Kostenvorteile und damit der Kundennutzen sehr hoch ist. Mit dem WiFon hat eteleon ein bisher auf dem Markt einmaliges Produkt in diesem Wachstumsmarkt kreiert.

Ein weiteres Wachstumfeld ist die Tendenz zu einem verstärkten Datenvolumen. Während die Preise für Telefongespräche auf Grund von Flat-Rates, Homezones und Discount-Tarifen immer weiter zurückgehen, besteht noch ein attraktives Margenpotenzial im Bereich der Datentransfers. Hierfür ist eteleon ebenfalls mit einem eigenen Produkt am Markt, dem ContentAbo. Hier können Wallpaper, Klingeltöne und Spiele auf das Handy heruntergeladen werden. Über ein eigenes WAP-Portal bietet eteleon zusätzlich Content für Mobilfunkgeräte an. Da dieser Dienst ebenfalls eigene Kunden generiert, ist der Margenbeitrag hier ebenfalls höher als im Vermittlungsgeschäft.

Die Platzierung von eigenen Produkten auf dem Markt dient eteleon in zweierlei Hinsicht. Zum einen wird durch die Diversifikation der angebotenen Produkte das Schwankungsrisiko verringert, zumal die Vermittlungsprovisionen auf dem Mobilfunkmarkt starken Schwankungen unterliegen und damit sehr unsicher sind.

Zum anderen werden durch den Vertrieb der eigenen Produkte eigene Kunden gewonnen, die auch direkt bei eteleon abgerechnet werden und damit einen höheren Margenbeitrag leisten. Klares Ziel der eteleon ist es daher, den eigenen Produktbereich weiter zu stärken, um die Margensituation deutlich zu verbessern.

Auch dem B2B-Bereich e-Solutions soll in Zukunft eine wachsende Bedeutung zukommen. Nachdem der Bereich aktuell rund 30 Unternehmen zu seinem Kundenkreis zählen kann, soll die Bedeutung in der kommenden Zeit noch wachsen. Auch hierdurch kann ein guter Diversifikationseffekt des Produktportfolios erreicht werden, der sich unabhängig vom

allgemeinen Telekommunikationsmarkt entwickelt. Dies kann insbesondere der Fall sein, da erste Kunden bereits gewonnen werden konnten, die nicht der Telekommunikationsbranche zugehören.

Ein weiteres Wachstum könnte eteleon aus dem Vertrieb von anderen Produkten als Mobilfunkverträgen und –geräten generieren. eteleon verfügt über ein starkes und weit reichendes Vertriebsnetzwerk sowie eine starke interne Infrastruktur. Dabei liegt es nahe, dass diese Vorteile auch für den Vertrieb von ähnlichen Produkten genutzt werden könnten. Zu denken ist dabei in erster Linie an DSL-Verträge. Erste DSL-Produkte werden von eteleon seit kurzem bereits vertrieben.

Des Weiteren ist aber auch an Verträge über die Lieferung von Strom an Privathaushalte als mögliches neues Produkt zu denken. Auch bei Stromlieferverträgen handelt es sich um Langzeitverträge, bei denen das Vertriebskonzept der eteleon eingesetzt werden könnte. Auch bei Stromlieferverträgen könnte Produktbundeling betrieben werden, um Kunden zu einem Wechsel des Stromanbieters zu motivieren.

## **Prognose und Modellannahmen**

### **Umsatzprognosen**

Das starke Wachstum des Geschäftsjahres 2007 von beinahe +240 % wird sich in den kommenden Perioden aller Voraussicht nach nicht wiederholen lassen. Dennoch gehen wir davon aus, dass eteleon auch im Geschäftsjahr 2008 mit einer zweistelligen Rate wachsen wird. Das Unternehmen hat in 2007 seine Präsenz am Markt durch die Stärkung der Vertriebsstrukturen weiter ausgebaut und sollte davon auch weiterhin profitieren. Zudem ist seitens der Kunden der klare Trend hin zu Discountangeboten und Flatrates erkennbar. Mit solchen Angeboten hat sich eteleon frühzeitig etabliert und beispielsweise den 8-Cent-Tarif im Produktportfolio.

Zudem wird im Jahresverlauf die Open-Beta-Phase des WiFon beendet werden. Die Technologie ist inzwischen so weit ausgereift, dass sie störungsfrei funktioniert und in den offenen Vertrieb übergegangen werden kann. Bereits für 2008 rechnet eteleon mit mehreren Tausend Vertragsabschlüssen für das WiFon.

Aber auch aus dem Bereich e-Solutions erwarten wir in den kommenden Jahren steigende Umsatzerlöse. Die Softwareplattform zur Abwicklung des kompletten Vertragsgeschäftes wird stetig weiterentwickelt und erweitert. Zudem treten noch immer Unternehmen in den sich nicht abflachenden Mobilfunkmarkt ein, so dass eteleon anderen Marktteilnehmern als Outsourcing-Dienstleister seine IT-Lösungen anbieten kann.

Wir rechnen für das Geschäftsjahr 2008 mit einem Umsatzwachstum von 20 % auf 42,64 Mio. €. Die in 2007 gestartete Vertriebsoffensive wird erwartungsgemäß nicht erneut zu einem solch starken Umsatzsprung führen wie 2007, sollte jedoch dazu beitragen, dass die Umsatzerlöse ausgehend von dem hohen Niveau in 2007 nochmals signifikant gesteigert werden können. In 2009 gehen wir dann konservativ von einer weiteren Steigerung der Umsatzerlöse um 10 % auf 46,91 Mio. € aus.

## Ergebnisprognosen

Auch ergebnisseitig erwarten wir in den kommenden Jahren eine weitere Verbesserung. Bei der Rohertragsmarge gehen wir davon aus, dass das Niveau von 2007 nahezu konstant auf 52,00 % gehalten werden kann. Auch für 2009 erwarten wir eine nur leicht steigende Rohertragsmarge von dann 52,50 %. Die leichte Steigerung der Rohertragsmarge in den kommenden beiden Jahren führen wir auf den verstärkten Vertrieb und damit steigenden Umsatzanteil von eigenen Produkten, wie dem WiFon oder dem 8-Cent-Tarif, zurück. Bei diesen müssen keine Vertriebsprovisionen abgeführt werden und sind damit margenträchtiger. Ein weiterer Effekt sollte im Einkauf der Waren liegen. Durch die inzwischen deutlich gesteigerten Einkaufsvolumina sollten Kostenvorteile erzielt werden können, die sich ebenfalls positiv auf die Rohertragsmarge auswirken sollten.

Das starke Wachstum in 2007 war verbunden mit Investitionen in den Ausbau der Belegschaft. Der Mitarbeiterstamm wurde bereits in 2007 auf über 80 ausgebaut. Bis zum Ende des Jahres 2008 gehen wir davon aus, dass die Belegschaft nochmals auf rund 100 Personen erhöht wird. Entsprechend werden sich die Personalaufwendungen gegenüber 2007 erhöhen. Zudem ist zu beachten, dass die Einstellungen in 2007 vornehmlich erst im zweiten Halbjahr vorgenommen wurden, so dass für diese in 2007 noch keine vollen Jahresgehälter im Personalaufwand enthalten waren. Diesen Effekt und die Neueinstellungen 2008 berücksichtigt, erwarten wir für das Geschäftsjahr 2008 Personalkosten in Höhe von 2,25 Mio. €. Auch im Folgejahr 2009 sollten entsprechend dem erwarteten Wachstum weitere Neueinstellungen erforderlich werden und sich die Personalaufwendungen dann auf 2,50 Mio. € belaufen. Die Personalkostenquote erwarten wir für die kommenden Jahre konstant bei rund 5,30 %.

Die Kostenquote der sonstigen betrieblichen Aufwendungen sollte in den kommenden beiden Jahren leicht rückläufig sein. Die Provisionszahlungen der Mobilfunkbetreiber werden erwartungsgemäß in den kommenden Jahren sinken und damit die Übersubventionierung zurückgehen. Entsprechend werden dies aber auch zu einer geringeren Kostenquote führen. Zudem führte die starke Vertriebsoffensive in 2007 zu besonders hohen sonstigen betrieblichen Aufwendungen, die in 2008 aber wieder rückläufig sein dürften. Für 2008 gehen wir von einem Absinken der Quote auf 43,50 % aus, für 2009 auf 43,00 %.

Dementsprechend erwarten wir für die kommenden beiden Jahre jeweils leicht steigende EBITDA-Margen. Nach 2,96 % in 2007 sollte in 2008 mit 3,22 % der Sprung über die 3 %-Marke geschafft werden. Für 2009 erwarten wir eine Steigerung auf 4,17 %. Absolut gesehen gehen wir davon aus, dass sich das EBITDA in 2009 auf 1,96 Mio. € belaufen wird, nach 1,38 Mio. € in 2008.

Da Investitionen auch in den kommenden Jahren voraussichtlich lediglich in notwendige IT-Hardware und die Einrichtung von Arbeitsplätzen vorgenommen werden, sollten sich die Abschreibungen auf Sachanlagen nur moderat auf 0,25 Mio. € in 2008 und 0,30 Mio. € in 2009 erhöhen. Hinzu kommen jährlich 0,08 Mio. € planmäßige Abschreibungen auf den Geschäfts- und Firmenwert.

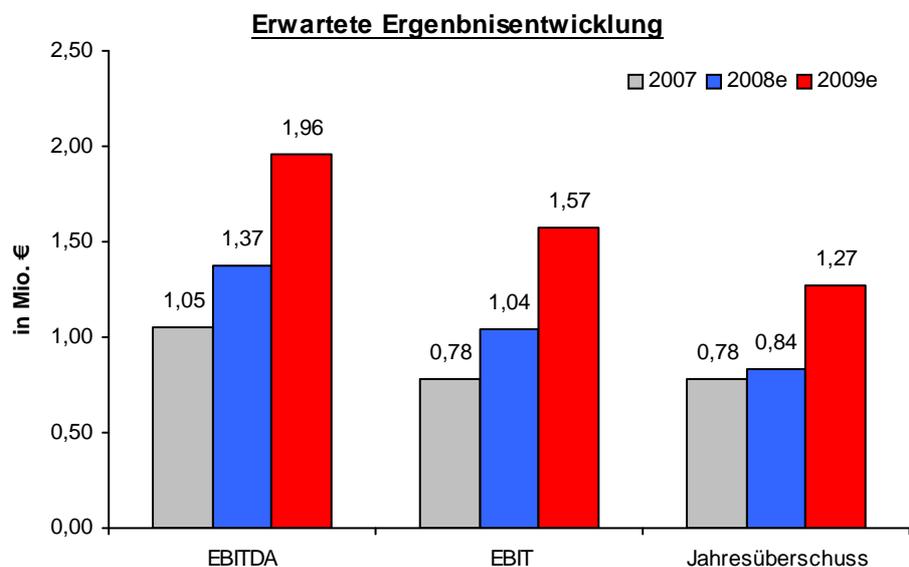
Beim EBIT erwarten wir daher eine ähnlich erfreuliche Entwicklung. Im Geschäftsjahr 2008 dürfte der Betrag von 1,00 Mio. € wieder überschritten werden und sich auf 1,04 Mio. € belaufen. Die EBIT-Marge liegt dann mit erwar-

teten 2,45 %, rund 0,30 % über dem Vorjahresniveau. Für 2008 erwarten wir eine weitere leichte Steigerung der EBIT-Marge auf dann 3,36 %.

Dem Zinsergebnis sollte auch in den kommenden Jahren eine eher untergeordnete Bedeutung zukommen. Das Unternehmen hat derzeit keine Kreditverbindlichkeiten gegenüber Banken. Dabei wird sich nach unserer Einschätzung in den kommenden beiden Jahren keine Änderung ergeben. Daher gehen wir davon aus, dass sich das Zinsergebnis in 2008 mit 5 Tsd. € und 2009 mit 10 Tsd. € jeweils leicht positiv ausfallen wird. Durch die erzielten Jahresüberschüsse und Cash-Flows sollte sich der Cashbestand sukzessive erhöhen und das Zinsergebnis positiv beeinflussen.

Die Steuerquote sollte in den kommenden beiden Jahren ebenfalls weiterhin niedriger ausfallen, als der Mindeststeuersatz. Die Intelligram GmbH verfügt noch über körperschaftssteuerliche sowie gewerbesteuerliche Verlustvorträge, die vollumfänglich für die steuerlichen Verlustverrechnungsvorschriften genutzt werden können. Daher sollte sich der Steueraufwand für 2008 lediglich auf rund 20 % belaufen. Auch in 2009 wird der Steueraufwand nach unserer Erwartung mit 20 % geringer ausfallen.

Unterm Strich erwarten wir für das Geschäftsjahr 2008 einen Jahresüberschuss in Höhe von 0,84 Mio. €, was einer Steigerung zum Vorjahr von 6,78 % entspricht. Pro Aktie entspricht dies einem erwarteten Ergebnis von 0,42 €. In 2009 prognostizieren wir dann eine weitere Steigerung des Jahresüberschusses auf 1,27 € bzw. 0,64 € pro Aktie.



Quelle: GBC

## Bewertung

### DCF Bewertung

#### Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der eteleon werden aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten kalkuliert. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten sind die faire Marktprämie, das gesellschaftsspezifische Beta sowie der risikolose Zinssatz zu ermitteln.

Als risikoloser Zinssatz wird der Zinssatz für 10-jährige Bundesanleihen verwendet. Dieser beträgt derzeit ca. 4,5 %.

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,5 % an. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt. Die Marktprämie gibt wieder, um wie viel Prozent der Aktienmarkt erwartungsgemäß besser rentiert, als die risikoarmen Staatsanleihen.

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,37.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 12,0 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 12,0 %.

Kapitalkosten von  
12,0 % ermittelt

<b>Kapitalkosten</b>	
Eigenkapitalkosten	12,0 %
Gewicht in %	100,0 %
Fremdkapitalkosten	7,0 %
Gewicht in %	0,0 %
Taxshield in %	22,5 %
<b>WACC</b>	<b>12,0 %</b>

Werttreiber - DCF Bewertung ab 2010 - Phase 2

Umsatzwachstum	5,00 %
EBITDA-Marge	4,20 %
Steuerquote	30,00 %
Working Capital in % vom Umsatz	8,00 %
Umsatz zu OAV	33,50
Abschreibungen vom OAV	21,50 %

Werttreiber - DCF Bewertung Endwert - Phase 3

Umsatzwachstum	2,00 %
Kapitalrendite	24,00 %

## Discounted Cashflow-Modell

Die eteleon wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2008 und 2009 in Phase 1 (siehe Seiten 21-23), erfolgt von 2010 bis 2014 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen im Umsatz von 2,00 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 4,20 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 30,00 % in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 2,00 %.

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 12,0 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2008 entspricht als **Kursziel 6,88 €**.

DISCOUNTED CASHFLOW Modellszenario eteleon e-solutions AG								
in Mio. EUR	GJ 2008e	GJ 2009e	GJ 2010e	GJ 2011e	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	Endwert
Umsatz	42,644	46,909	49,254	51,717	54,303	57,018	59,869	
Umsatzveränderung	20,0%	10,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,0%
EBITDA-Marge	3,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	
Abschreibungen/Zuschreibungen	-0,250	-0,300	-0,301	-0,316	-0,332	-0,349	-0,366	
Abschreibungen vom OAV	18,2%	21,4%	21,5%	21,5%	21,5%	21,5%	21,5%	
EBITA	1,125	1,656	1,768	1,856	1,949	2,046	2,149	
EBITA-Marge	2,6%	3,5%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	
Steuerquote (effektive auf Gewinne)	20,0%	20,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	
EBI (NOPLAT)	0,900	1,325	1,237	1,299	1,364	1,432	1,504	1,578
Working Capital	2,802	3,300	3,940	4,137	4,344	4,561	4,790	
Working Capital zu Umsatz	6,6%	7,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	
Operatives Anlagevermögen	1,375	1,400	1,470	1,544	1,621	1,702	1,787	
Umsatz zu operativen Anlagevermögen	31,014	33,506	33,500	33,500	33,500	33,500	33,500	
Investiertes Kapital (IK)	4,177	4,700	5,411	5,681	5,965	6,263	6,577	
<b>Kapitalrendite</b>	<b>26,3%</b>	<b>31,7%</b>	<b>26,3%</b>	<b>24,0%</b>	<b>24,0%</b>	<b>24,0%</b>	<b>24,0%</b>	<b>24,0%</b>
<b>Free Cashflows:</b>								
EBITDA	1,375	1,956	2,069	2,172	2,281	2,395	2,514	
Steuern auf EBITA	-0,225	-0,331	-0,530	-0,557	-0,585	-0,614	-0,645	
Investitionen in OAV	-0,179	-0,325	-0,371	-0,390	-0,409	-0,430	-0,451	
Veränderung des Working Capital	-82,8%	-49,8%	-64,0%	-19,7%	-20,7%	-21,7%	-22,8%	
Investitionen in Goodwill	-	-	-	-	-	-	-	
<b>Freier Cashflow</b>	<b>0,14</b>	<b>0,80</b>	<b>0,53</b>	<b>1,03</b>	<b>1,08</b>	<b>1,13</b>	<b>1,19</b>	<b>14,41</b>

VALUATION in Mio. EUR	GJ 2007	GJ 2008e	GJ 2009e	GJ 2010e
Barwert expliziter FCFs	3,516	3,796	3,452	3,340
Barwert des Continuing Value	6,500	7,282	8,159	9,142
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	10,015	11,079	11,611	12,482
Nettoschulden (Net debt)	-1,026	-1,174	-1,986	-2,528
Barwert aller Optionsrechte	-	-	-	-
Wert des Eigenkapitals	11,041	12,252	13,597	15,010
Fremde Gewinnanteile	-	-	-	-
Wert des Aktienkapitals	11,041	12,252	13,597	15,010
Ausstehende Aktien in Mio.	1,975	1,975	1,975	1,975
<b>Fairer Wert der Aktie in EUR</b>	<b>5,59</b>	<b>6,20</b>	<b>6,88</b>	<b>7,60</b>

FINANZCASHFLOW in Mio. EUR	GJ 2007e	GJ 2008e	GJ 2009e	GJ 2010e
Dividendenzahlung	-	-	-	-
Aktienrückkäufe	-	-	-	-
Zinsaufwand/ertrag	0,005	0,010	0,015	0,020

### Sensitivitätsanalyse Fairer Wert je Aktie in Euro

	WACC				
	10,0%	11,0%	12,0%	13,0%	14,0%
22,0%	7,88	7,12	6,51	6,02	5,62
23,0%	8,14	7,33	6,70	6,18	5,76
24,0%	8,40	7,55	6,88	6,35	5,91
25,0%	8,65	7,77	7,07	6,51	6,05
26,0%	8,91	7,99	7,26	6,67	6,19

Fairer Wert pro Aktie liegt bei 6,88 €

## Peer-Group-Vergleich

Unternehmen	Kurs am 14.07.08	EV/Sales		EV/EBITDA		KGV	
		2008	2009	2008	2009	2008	2009
Drillisch AG	4,35	0,63	0,63	5,90	5,89	10,17	9,64
YOC AG	13,40	1,28	1,01	8,82	6,81	13,03	9,77
MOX Telecom AG	5,44	0,22	0,20	6,06	4,97	6,53	5,98
Bob Mobile AG	4,84	0,46	0,42	4,15	3,28	6,21	3,53
Net Mobile AG	4,70	0,23	0,19	2,76	2,36	13,95	7,14
Ecotel Communication AG	3,70	0,28	0,27	3,86	3,62	9,62	8,02
3U Holding AG*	0,62	-0,03	-0,03	-0,40	-0,35	20,74	15,37
get mobile plc.**	1,53	0,08	0,07	3,17	2,49	5,97	6,51
<b>Median</b>		0,25	0,23	4,01	3,45	9,89	7,58
<b>Arithmetisches Mittel</b>		0,45	0,40	4,96	4,20	10,78	8,25
eteleon e-solutions AG	2,97	0,10	0,09	3,21	2,26	7,00	4,63

Quellen: Thomson Financial, eigene Schätzungen;

\* negative Werte nicht im arithmetischen Mittel berücksichtigt

\*\* Unternehmen an der AIM gelistet

Als Peer-Group Unternehmen haben wir verschiedene börsennotierte Unternehmen ausgewählt, die in der Telekommunikationsbranche tätig sind. Dabei stimmen die Geschäftstätigkeiten nicht in allen Fällen mit der der eteleon überein. Vielmehr sind die Geschäftstätigkeiten bei den Peer-Group-Unternehmen artverwandt. Sämtliche Unternehmen haben sich auf eine spezielle Nische des Telekommunikationsmarktes konzentriert. Für eteleon sind die gleichen Schätzdaten unterlegt, wie im DCF-Modell.

Wie aus der oben stehenden Tabelle ersichtlich ist, zeichnen sich Unternehmen, die in der Telekommunikationsbranche tätig sind, aktuell durch eine günstige Bewertung an den Börsen aus. Dazu haben nicht zuletzt die jüngsten Börsenturbulenzen beigetragen, die zum Teil zu starken Kursrückgängen führten. Dennoch bleiben die Erwartungen für das laufende und kommende Geschäftsjahr positiv, zumal die Telekommunikationsbranche als unzyklisch gilt und eine Abschwächung der Konjunktur zu deutlich geringeren Einbußen führen würde, als etwa in anderen Branchen. Zudem werden aus neuen Trends, wie VoIP, UMTS etc., maßgebliche Volumensteigerungen erwartet.

Wie dem Multiple-Vergleich mit den Peer-Group-Unternehmen zu entnehmen ist, liegen die Bewertungskenngrößen der eteleon bei allen Kennzahlen durchgängig deutlich unter dem durchschnittlichen Niveau der Peer-Group-Unternehmen. So ist der Abschlag auf Basis des EV/EBITDA für 2008 sehr deutlich. Während das arithmetische Mittel der Peer-Group bei 4,96 liegt, beträgt der Wert für eteleon lediglich 3,21. Noch signifikanter ist der Vergleich der Kennzahl EV/Sales. Hier weist eteleon mit 0,10 und 0,09 Werte auf, die weniger als die Hälfte der Werte der Peer-Group betragen. Ähnlich deutlich wird der Bewertungsunterschied beim Vergleich der KGVs. Während für eteleon bereits in 2008 ein KGV von deutlich unter 10 erwartet wird, erreicht die Peer-Group diesen Wert erst in 2009. Das KGV der eteleon für 2009 wird dann auf 4,63 erwartet.

Die eteleon weist offensichtlich einen deutlichen Bewertungsabschlag gegenüber vergleichbaren Unternehmen der Telekommunikationsbranche auf. Damit bestätigt sich das hohe Kurspotenzial, dass im DCF-Verfahren ermittelt wurde. Gemäß den Multiplern der Vergleichsunternehmen wären auch deutlich höhere Kursziele denkbar.

## Fazit

Die eteleon e-solutions AG hat im abgelaufenen Geschäftsjahr bewiesen, dass man auch auf dem hart umkämpften und schnelllebigen Mobilfunkmarkt ein attraktives Wachstum generieren kann. Immerhin erreichte das Unternehmen ein organisches Wachstum von fast 240 %. Der Grund für das starke Wachstum ist zum einen in der intelligenten Umsetzung der Angebote zu sehen. Durch die Kombination der Mobilfunkverträge mit attraktiven Zugaben, wie beispielsweise hochwertigen Elektronikartikeln oder durch reduzierte Tarif-Fixkosten werden die Angebote für die Kunden interessanter. Damit hat sich eteleon einen deutlichen Wettbewerbsvorteil gegenüber Wettbewerbern erarbeitet. Auf der anderen Seite wurde der Vertrieb in 2007 deutlich intensiviert und die Vertriebskanäle ausgebaut.

Aber auch der Ausblick auf die kommenden Geschäftsjahre gestaltet sich positiv. Zwar wird sich das starke Wachstum aus 2007 voraussichtlich im laufenden Jahr nicht noch einmal wiederholen, jedoch gehen wir weiterhin von niedrigen zweistelligen Steigerungsraten aus. Eine wesentliche Rolle werden dabei vor allem die eigenen Produkte spielen und sollen verstärkt vertrieben werden.

So ist zum Beispiel das WiFon einer der potenziellen Umsatzträger der kommenden Jahre. Mit dem WiFon ist es dem Nutzer möglich per Voice-over-IP via WLAN über das Internet zu telefonieren, was einen deutlichen Kostenvorteil gegenüber dem Telefonat über das herkömmliche Mobilfunknetz bedeutet. Inzwischen ist die Technologie so weit ausgereift, dass ein störungs- und unterbrechungsfreies Telefonieren möglich ist.

Vor allem margenseitig sollte sich der verstärkte Absatz der eigenen Produkte in den kommenden Geschäftsjahren bemerkbar machen. Bei den eigenen Produkten ist die Marge entsprechend attraktiver, da die Nutzer direkte Kunden der eteleon sind. Mit einer sukzessiven Ausweitung des Umsatzanteils der eigenen Produkte sollte sich auch eine maßgebliche Verbesserung der Marge einstellen.

Zu dem attraktiven Potenzial der eteleon kommt eine starke Unterbewertung der Aktie auf dem aktuellen Kursniveau. Bereits auf Basis des Jahresüberschusses von 2008 ergibt sich ein KGV von lediglich 7. Für 2009 beträgt das erwartete KGV dann sogar nur noch 4,6. Zudem erwirtschaftete das Unternehmen in 2007 eine Eigenkapitalrendite von 17,66 % und eine Kapitalrendite (ROCE) von 22,75 %. Für ein Unternehmen, das eine solch solide Rentabilitätssituation vorweisen kann, scheint das aktuelle Bewertungsniveau zu niedrig.

Zu diesem Ergebnis kommt auch der Vergleich mit der Peer-Group. Hier wird deutlich, dass vergleichbaren Unternehmen eine deutlich höhere Bewertung zugestanden wird bzw. eteleon mit einem Abschlag gehandelt wird.

Schließlich bestätigt dies auch unsere Bewertung nach der Discounted-Cash-Flow-Methode. Hier haben wir auf Basis konservativer Annahmen einen fairen Wert von 6,88 € errechnet. Auf dem aktuellen Kurs von 2,97 € haben die Aktien der eteleon damit ein erwartetes Kurspotenzial von über 100 %. Daher lautet das Rating KAUFEN.

# Anhang

## §1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen aus dieser Studie stammen aus Quellen, welche GBC für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt verwendet, sicherzustellen, dass die verwendeten Fakten und dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind. Trotz allem kann keine Gewähr oder Haftung für deren Richtigkeit übernommen werden – und zwar weder ausdrücklich noch stillschweigend. Darüber hinaus können alle Informationen unvollständig oder zusammengefasst sein. Weder GBC noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieses Dokuments oder seines Inhalts oder auf andere Weise in diesem Zusammenhang entstehen.

Weiter weisen wir darauf hin, dass dieses Dokument weder eine Einladung zur Zeichnung noch zum Kauf irgendeines Wertpapiers darstellt und nicht in diesem Sinne auszulegen ist. Auch darf es oder ein Teil davon nicht als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in diesem Zusammenhang als verlässliche Quelle herangezogen werden. Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem voraussichtlichen Verkaufsangebot für Wertpapiere, des oder der in dieser Publikation besprochenen Unternehmen sollte ausschließlich auf der Grundlage von Informationen in Prospekten oder Angebotschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

GBC übernimmt keine Garantie dafür, dass die angedeutete Rendite oder die genannten Kursziele erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieses Dokument beruht, können einen materiellen Einfluss auf die angestrebten Renditen haben. Das Einkommen aus Investitionen unterliegt Schwankungen. Anlageentscheidungen bedürfen stets der Beratung durch einen Anlageberater. Somit kann das vorliegende Dokument keine Beratungsfunktion übernehmen.

### **Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:**

Diese Publikation darf, sofern sie im UK vertrieben wird, nur solchen Personen zugänglich gemacht werden, die im Sinne des Financial Services Act 1986 als ermächtigt oder befreit gelten, oder Personen gemäß Definition § 9 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Erlass 1988 (in geänderter Fassung), und darf an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder andere Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen.

*Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:*

<http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/47/>

**Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV**

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

**<http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98/>**

**§ 2 (I) Aktualisierung:**

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse(n) zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. GBC AG behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

**§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:**

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

**Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings sind mit folgenden Erwartungen verbunden:**

KAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\geq + 10 \%$ .
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt dabei $> - 10 \%$ und $< + 10 \%$ .
VERKAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\leq - 10 \%$ .

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen Wert je Aktie, welcher auf Grundlage allgemein anerkannter und weit verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse, wie etwa dem DCF-Verfahren, dem Peer-Group-Vergleich und/ oder dem Sum-of-the-Parts Verfahren, ermittelt wird, festgestellt. Dies erfolgt unter Einbezug fundamentaler Faktoren wie z.B. Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufen, etc.

**§ 2 (III) Historische Empfehlungen:**

Die historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar:

**[http://www.gbc-ag.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98](http://www.gbc-ag.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98/)**

**§ 2 (IV) Informationsbasis:**

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) wurden öffentlich zugängliche Informationen über den/die Emittenten, (soweit vorhanden, die drei zuletzt veröffentlichten Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekt, Unternehmenspräsentationen, etc.) verwendet, die GBC als zuverlässig einschätzt. Des Weiteren wurden zur Erstellung der vorliegenden Analyse(n) Gespräche mit dem Management des/der betreffenden Unternehmen geführt, um sich die Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

**§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV:**

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des §34b WpHG nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

**Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5)**

**§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:**

- (1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3 % der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- (5) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (7) Der zuständige Analyst hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen, vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.

**§ 2 (V) 3. Compliance:**

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikte vorzubeugen bzw. diese sofern vorhanden, offen zu legen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige **Compliance Officer, Markus Lindermayr, Email: lindermayr@gbc-ag.de**.

**§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:**

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

Die GBC AG wird derzeit vertreten durch Ihre Vorstände Manuel Hölzle (Vorsitz), Jörg Grunwald und Christoph Schnabel.

**Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:**

**Felix Gode, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), Finanzanalyst**

**Cosmin Filker, Bankkaufmann, Finanzanalyst (junior)**

**§ 3 Urheberrechte**

Dieses Dokument ist urheberrechtlich geschützt. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt und darf nicht reproduziert oder an irgendeine andere Person verteilt werden. Eine Verwendung dieses Dokuments außerhalb den Grenzen des Urhebergesetzes erfordert grundsätzlich die Zustimmung der GBC, bzw. des entsprechenden Unternehmens, sofern es zu einer Übertragung von Nutzungs- und Veröffentlichungsrechten gekommen ist.

GBC AG  
Halderstraße 27  
D 86150 Augsburg

Tel.: 0821/24 11 33-0  
Fax.: 0821/24 11 33-30

Internet: <http://www.gbc-ag.de>

E-Mail: [compliance@gbc-ag.de](mailto:compliance@gbc-ag.de)



GBC AG<sup>®</sup>  
**- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -**

GBC AG  
Halderstraße 27  
86150 Augsburg  
Internet: <http://www.gbc-ag.de>  
Fax: ++49 (0)821/241133-30  
Tel.: ++49 (0)821/241133-0  
Email: [office@gbc-ag.de](mailto:office@gbc-ag.de)