



CdC Capital AG

Research Report
eteleon e-solutions AG

November 2006

Innere Wiener Str. 11a
81667 München
Tel.: +49 (0) 89 69 79 76 - 15
Fax: +49 (0) 89 62 06 96 - 61

www.cdc-capital.com

INHALTSVERZEICHNIS

eteleon e-solutions AG
www.eteleon.de

Anzeige gemäß der Finanzanalyseverordnung	3
Eckdaten	4
Unternehmensportrait	5
Branchenanalyse	12
Investmentmatrix	18
Peergroup	24
Fundamentalanalyse	27
Discounted Cashflow Modell	29
Fazit und Ausblick	30
Vorstandsinterview	31
Disclaimer	34

ANZEIGE GEMÄSS DER VERORDNUNG VON FINANZINSTRUMENTEN (FINANV) VOM 17.12.2004

eteleon e-solutions AG
www.eteleon.de

Mit in Kraft treten des Anlegerschutzverbesserungsgesetzes am 30. Oktober 2004 sind die gesetzlichen Pflichten für Personen, die in Ausübung ihres Berufes oder im Rahmen ihrer Geschäftstätigkeit Analysen von Finanzinstrumenten erstellen oder weitergeben in den §§ 34b und c des Wertpapierhandelsgesetzes (WpHG) i.V.m. der Verordnung über die Analyse von Finanzinstrumenten (FinAnV) vom 17.12.2004 geregelt worden.

Die CdC Capital AG begrüßt die Neuregelung nachdrücklich und erfüllt die erhöhten Anforderungen an die Kompetenz-, Transparenz- und Organisationspflichten bei der Analyse von Finanzinstrumenten vollständig.

Diesbezüglich werden folgende Informationen offen gelegt:

Angaben über Ersteller und Verantwortliche

Ersteller der vorliegenden Studie: Maximilian J. Brandl, Analyst und Chefredakteur der CdC Capital AG
Verantwortliches Unternehmen: CdC Capital AG, Innere Wiener Str. 11A in 81667 München

Zusätzliche Angaben:

Publikation: Erstveröffentlichung
Datum der Erstveröffentlichung: 03. November 2006
Datum der Kursdaten: 19. Oktober 2006 Schlusskurse
Vorgesehene Aktualisierungen: pro Quartal ab Veröffentlichung
Vorstandsinterview: Das Vorstandsinterview kam innerhalb der letzten zehn Tage vor Veröffentlichung der Studie auf Verlangen der CdC Capital AG in den Räumlichkeiten der CdC Capital AG zustande.
Sonstiges: Die Studie wurde dem Unternehmen zur Durchsicht vorgelegt.

Interessenkonflikte:

CdC Capital AG: Die CdC Capital AG hält zu dem Zeitpunkt der Veröffentlichung der Studie keine Wertpapiere des untersuchten Unternehmens.
Untersuchtes Unternehmen: Das untersuchte Unternehmen ist nicht an der CdC Capital AG beteiligt.
Vertragliche Bindung: Es besteht zu dem Zeitpunkt der Veröffentlichung der Studie eine vertragliche Bindung zwischen den Gesellschaften.

Bedeutung der Empfehlung:

Die CdC Capital AG vergibt in den veröffentlichten Studien und Research Reports ein abschließendes Rating. Dieses Rating setzt sich aus fünf Abstufungen zusammen. Die Abstufungen werden nachfolgend erläutert:

Strong buy	Die Wertpapiere des untersuchten Unternehmens entwickeln sich nach Auffassung des Analysten der CdC Capital AG in den kommenden zwölf Monaten mindestens 20 Prozent besser als der Vergleichsindex.
Buy	Die Wertpapiere des untersuchten Unternehmens entwickeln sich nach Auffassung des Analysten der CdC Capital AG in den kommenden zwölf Monaten mindestens 10 Prozent besser als der Vergleichsindex.
Hold	Die Wertpapiere des untersuchten Unternehmens entwickeln sich nach Auffassung des Analysten der CdC Capital AG in den kommenden zwölf Monaten parallel zu dem Vergleichsindex.
Reduce	Die Wertpapiere des untersuchten Unternehmens entwickeln sich nach Auffassung des Analysten der CdC Capital AG in den kommenden zwölf Monaten mindestens 10 Prozent schlechter als der Vergleichsindex.
Sell	Die Wertpapiere des untersuchten Unternehmens entwickeln sich nach Auffassung des Analysten der CdC Capital AG in den kommenden zwölf Monaten 20 Prozent schlechter als der Vergleichsindex.

E C K D A T E N

eteleon e-solutions AG
www.eteleon.de

Angaben zur Emission

Erstnotiz	voraussichtlich 16.11.2006
WKN	A0JNF6
Börsenkürzel	E9E
Instrumentenart (Gattung)	Inhaber-Stammaktien
Emissionsverfahren	Bookbuilding
	Spanne noch offen
Zeichnungsfrist	voraussichtlich 06.11. bis 13.11.2006
Marktsegment	Open Market (Entry Standard)
Emissionsvolumen	819.184 Aktien
Greenshoe	120.000 Aktien
Emissionsvolumen incl. Greenshoe	939.184 Aktien
Emissionsvolumen in Euro	noch offen
Emissionsvolumen incl. Greenshoe in Euro	noch offen
Konsortialführer	VEM Aktienbank AG
Designated Sponsor	VEM Aktienbank AG

Stammdaten

Sitz der Gesellschaft	Boschetsriederstr. 67-69 81379 München
Telefon	+49 (0)89/ 55 270 - 500
Telefax	+49 (0)89/ 999 79 - 355
Geschäftsjahresende	31.12.
Gezeichnetes Kapital	EUR 2.550.000 nach vollst. Platzierung
Streubesitz	36,83 Prozent nach vollst. Platzierung
Homepage	www.eteleon.de

Unternehmensleitung

Tobias Valdenaire	Vorstand (CO – CEO)
Julian Valdenaire	Vorstand (CO – CEO)
Staffan Schilke	Vorstand (CFO)
Dr. Tobias Freiherr von Tucher	Aufsichtsrat (Vorsitz)
Prof. Dr. Dres. h.c. Arnold Picot	Aufsichtsrat (Stellvertretung)
Werner Freytag	Aufsichtsrat

U N T E R N E H M E N S P O R T R A I T

eteleon e-solutions AG
www.eteleon.de

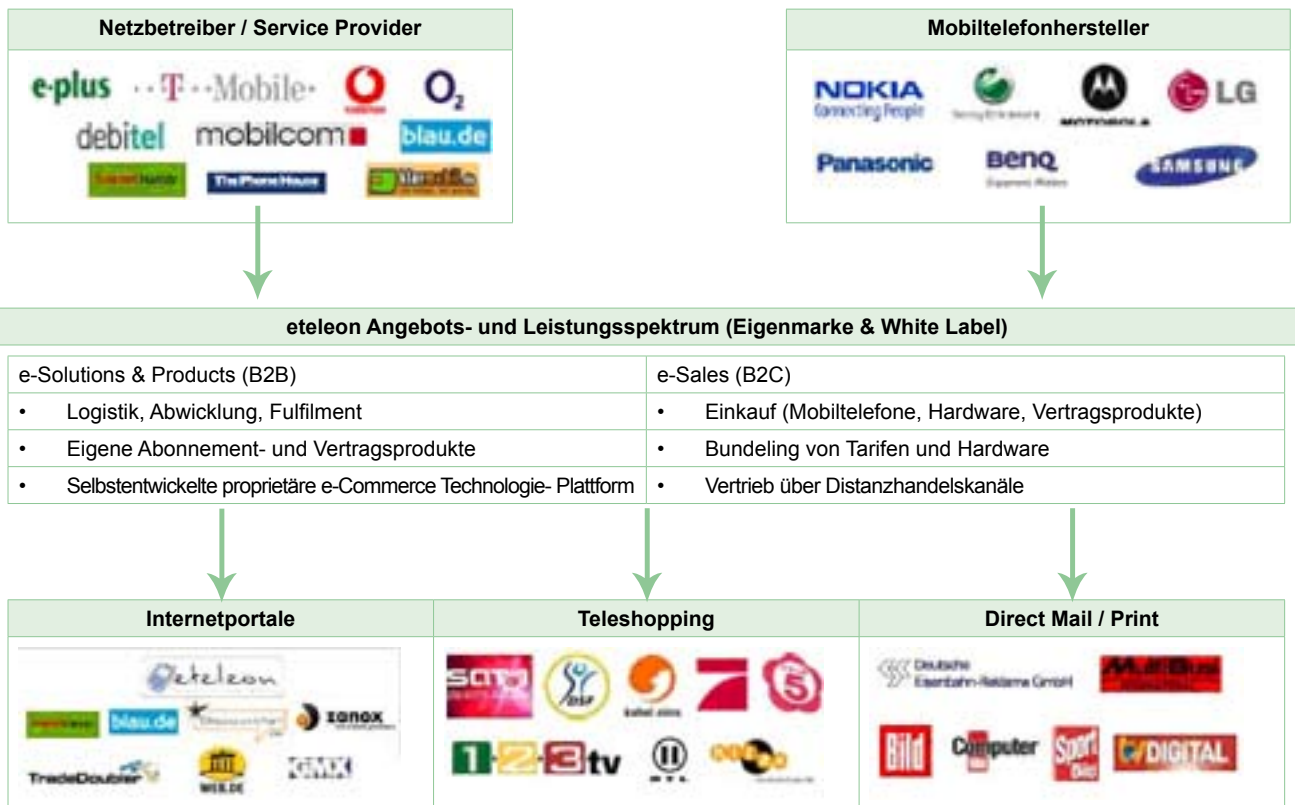
Die in München ansässige eteleon e-solutions AG wurde im Februar 2006 als Holding gegründet. Mit Wirkung zum 19. Mai 2006 wurde die eteleon GmbH inkl. ihrer Tochtergesellschaft Intelligram GmbH in die eteleon e-solutions AG eingebracht. Der eteleon Konzern ist deutschlandweit im Bereich Dienstleistungen und Distanzhandel von Telekommunikationsvertragsprodukten sehr gut positioniert.

„Gegenstand der Geschäftstätigkeit ist die Erstellung und der Betrieb von Direktvertriebs- und E-Commerce-Lösungen sowie die Erbringung von Dienstleistungen in den Bereichen E-Marketing und Distanzhandel. Die Gesellschaft vertreibt Produkte der mobilen Kommunikation und Unterhaltungselektronik über Distanzhandelskanäle mit Schwerpunkt auf Vertrags- und Abonnementprodukte, wie auch eigen entwickelte Vertragsprodukte und Mobile Services. Die Gesellschaft kann Beteiligungen in den Bereichen e-Solutions, E-Commerce und Mobile Services erwerben und verwalten.“

Der Schwerpunkt der Geschäftstätigkeit dreht sich somit um Dienstleistungen rund um Telekommunikationsprodukte und den parallel dazu laufenden Verträgen. Der eteleon Konzern unterteilt sich in zwei Segmente. Zum einen den Geschäftsbereich „e-Solutions & Products“, in dem sich der Konzern auf IT-Vertriebslösungen und Dienstleistungen für Telekommunikations- und Unterhaltungselektronikprodukte sowie Mobilfunkvertragsprodukte im E-Commerce und Distanzhandel spezialisiert hat. Zum anderen den Geschäftsbereich „e-Sales“, der alle Dienstleistungen rund um die standardisierte Vertragsabwicklung mit Vertragspartnern der eteleon Gruppe bündelt. Des Weiteren bietet der Konzern in diesem Geschäftsfeld mit der Intelligram GmbH auch Dienstleistungen und Special Services rund um das Thema Mobile Messaging an.

Derzeit ist der Umsatz noch stark von dem Geschäftsfeld „e-sales“ abhängig, mit dem 2005 rund 90% der Umsätze bzw. 10,8 Mio. Euro realisiert wurden. Insgesamt konnte eteleon im vergangenen Jahr über die eigene Homepage und über 7.000 Vertriebspartner (inkl. externer Partnerprogramme) rund 150.000 Handykontrakte (Anzahl der eingegangenen und bearbeiteten Brutto-Verträge im Geschäftsjahr 2005) vermitteln. Deutsche Netzbetreiber, Serviceprovider wie auch Gerätehersteller gehören zu dem Partnernetzwerk des eteleon-Konzerns.

Das Geschäftsmodell der eteleon Gruppe



U N T E R N E H M E N S P O R T R A I T

eteleon e-solutions AG
www.eteleon.de

Geschäftsfelder

e-Solutions & Products

Dieser Geschäftsbereich untergliedert sich in drei wesentliche Segmente. Zum einen wickelt eteleon im Bereich „e-Solutions“ mit der selbst entwickelten IT-Lösung das eigene, wie auch das Geschäft anderer interessierter Marktteilnehmer im Rahmen einer Outsourcingdienstleistung ab. Zum anderen werden im Bereich „Products“ eigene Produkte wie das HandyAbo und die WLAN-/GSM-Telefonie an Endverbraucher verkauft. Über die Intelligram GmbH bietet der Konzern Dienstleistungen speziell für Firmenkunden rund um das Thema Mobile Messaging an. Hierunter fallen vor allem SMS-Speziallösungen, wie beispielsweise SMS-Qualitätsversand, Empfangslösungen usw..

Tätigkeitsspektrum „e-Solutions & Products“

- eteleon ist Outsourcingpartner von namhaften Marktteilnehmern, die sich keinen eigenen Abwicklungs- und Logistikapparat anschaffen wollen, bzw. die günstige und effiziente Abwicklung und das Know-how der eteleon, inkl. der Größenvorteile nutzen wollen.
- eteleon leistet die Vermarktung von innovativen eigenen Produkten direkt an den Endkunden, hierzu zählen das HandyAbo (ermöglicht dem Abonnenten deutlich kürzere Produktzyklen; das Handy wird nach zwölf Monaten gegen ein neues aktuelles Modell eingetauscht) und eines der derzeit innovativsten Produkte am Markt: Das WLAN/GSM-Handy (Der Kunde erhält neben dem Mobilfunkvertrag einen VoIP-Vertrag und ein vorkonfiguriertes Handy der Nokia E-Serie, mit dem über WLAN die VoIP-Telefonie genutzt werden kann und somit die Mobilfunkkosten drastisch gesenkt werden können).
- Handykonfiguration mit Hilfe einer eigens entwickelten Software (u.a. auch Datenübertragung von alten Gerät auf das neue Mobiltelefon).

e-Sales

Der Geschäftsbereich e-Sales umfasst den Vertrieb von Telekommunikations-Vertragsprodukten, wie beispielsweise Handy- und DSL-Verträge oder Festnetzkontrakte zuzüglich der Vermarktung der damit verbundenen Hardware. eteleon war 2001 einer der ersten Anbieter, die über sogenannte Bundelings Mobilfunkverträge abgeschlossen haben. Das heißt, neben dem Telekommunikationsprodukt wird dem Kunden zusätzlich ein Konvergenz-/oder Trendprodukt wie beispielsweise Navigationsgeräte, PCs/Notebooks, Flachbildfernseher usw. verkauft.

Geschäftspartner



U N T E R N E H M E N S P O R T R A I T

eteleon e-solutions AG
www.eteleon.de

Heute vermittelt eteleon Telekommunikationsvertragsprodukte für alle deutschen Netzbetreiber und zahlreiche Service-Provider.

Tätigkeitsspektrum „e-Sales“

- Vermittlung von Handyverträgen, DSL-Verträgen, Festnetzverträgen und Verkauf der dazugehörigen Produkte
 - über innovative Bundelings (z.B. zwei Handys + Playstation)
 - über Printwerbung bzw. Directmailing, Onlinemarketing, TV-Shopping
 - über eigene Medien (z.B. Newsletter, Homepage www.eteleon.de)
 - über ein umfangreiches Partnernetzwerk aus Netzbetreibern, Service Providern und über 7.000 Vertriebspartner (inkl. externer Partnerprogramme)

IPO – Mittelverwendung

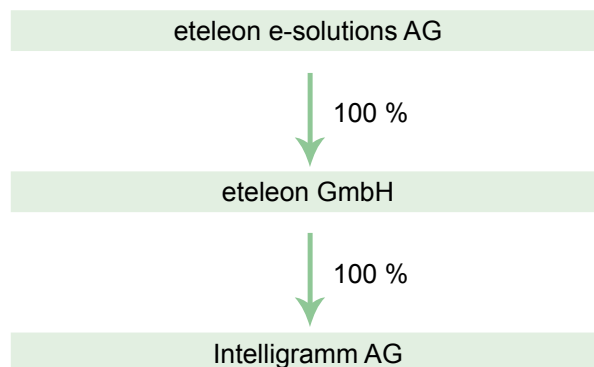
Die eteleon e-solutions AG plant rund 3 Mio. Euro der eingeworbenen liquiden Mittel zum Ausbau bestehender Geschäftsfelder zu nutzen. Im Wesentlichen wird der Emissionserlös dem Geschäftsfeld e-Solutions & Products zu Gute kommen. Hierfür sieht die Planung Mittel in Höhe von 2,2 Mio. Euro vor. Weitere 800 TEUR sollen in gezielte Marketingaktionen zur Erhöhung des Absatzes im Geschäftsfeld e-Sales verwendet werden. Fokus wird hierbei der Absatz über TV-Aktionen sein.

Für den Ausbau der geschäftlichen Aktivitäten im Bereich eigener WLAN-GSM-Produkte mit eigenem Voice/Daten-Service sollen rund 1 Mio. Euro investiert werden. Hier geht es darum, den Vertrieb der eigenen WLAN-GSM-Produkte auszubauen. Zudem soll ein eigener SIP-Server angeschafft werden, um zukünftig VoIP-Telefonie inhouse direkt abrechnen zu können. Dies ermöglicht zudem die Ausweitung der Lösung für den Einsatz bei Geschäftskunden, insbesondere bei bestehenden Kunden zur Ergänzung der White-Label-Plattform.

Der Geschäftszweig HandyAbo soll mit rund 700 TEUR finanziert werden. Hier wird es den Endverbrauchern ermöglicht, trotz eines Billigtarifes kürzere Tauschzyklen bei den Handys zu erzielen.

Des Weiteren soll aus dem IPO-Erlös die Ausweitung der Leistungen und Vermarktung von e-Solutions auf neue Bereiche, vorwiegend Vertragsprodukte intensiviert werden. Zudem soll die e-Solutions Software als Standardabwicklungssoftware für kleinere und mittlere Händler und Partner erweitert werden.

Konzernstruktur



U N T E R N E H M E N S P O R T R A I T

eteleon e-solutions AG
www.eteleon.de

Mitarbeiterstruktur

Geschäftsbereich	31.12.2003	31.12.2004	31.12.2005	30.06.2006
Verwaltung (einschließlich Geschäftsleitung der Tochtergesellschaften)	2	2	2	2
Finance & Controlling	2	3	4	4
Einkauf, Vertrieb & Marketing	1	2	3	7
IT & Service Development	3	4	5	6
Support, Customer Care & Call Center	13	14	25	29
Summe	21	25	39	48

Historie der eteleon e-solutions AG

- 1995 – 1999 Erster deutscher Tarifrechner für Festnetztelefonie
Internetauftritt www.handyvertrag.de
- 2000 Gründung der RM 2027 Vermögensverwaltung GmbH
Umfirmierung in eteleon GmbH
Beteiligung der TRIA Unternehmensgruppe
- 2001 Übernahme der Geschäftstätigkeit der Intelligram GmbH
- 2002 Connect Award: Einzige „Sehr gut“ Auszeichnung als Handy-Onlineshop neben Amazon.de
- 2004 MBO des heutigen Managements
Erwerb der Intelligram GmbH
Umsetzung von White-Label-Partner-Lösung
- 2005 Start der TV-Shopping Aktivitäten
- 2006 Gründung der eteleon e-solutions AG und Einbringung der eteleon GmbH
- Nov. 2006 Geplanter Börsengang der eteleon e-solutions AG

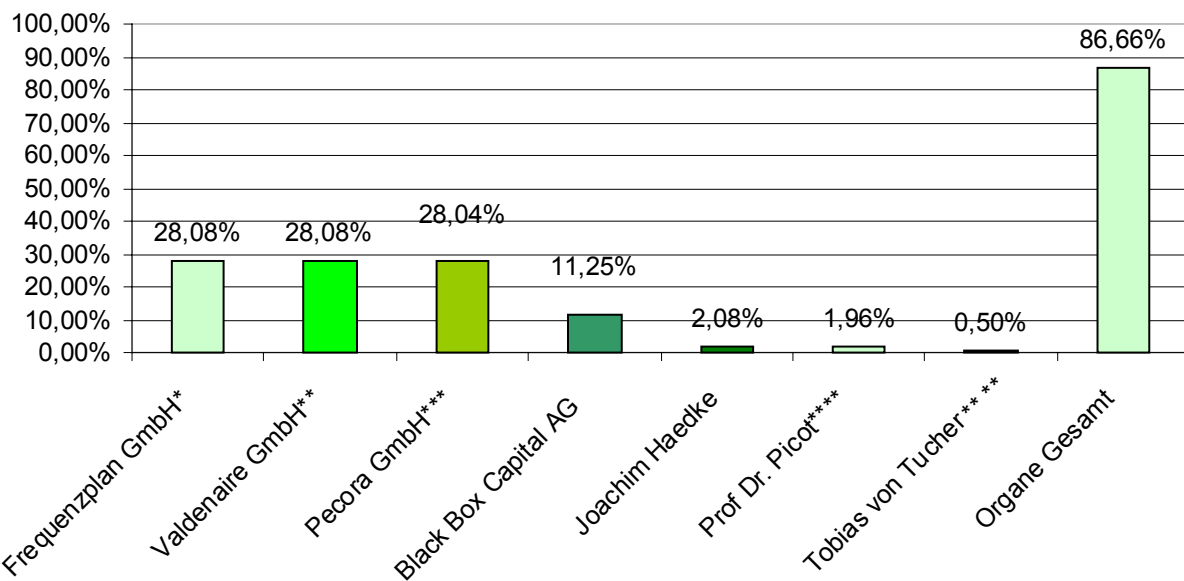
U N T E R N E H M E N S P O R T R A I T

eteleon e-solutions AG
www.eteleon.de

Aktionärsstruktur vor IPO

Aktionär	Aktienanzahl	Gewichtung in %
Frequenzplan GmbH*	486.028	28,08%
Valdenaire GmbH**	486.028	28,08%
Pecora GmbH***	485.299	28,04%
Black Box Capital AG	194.791	11,25%
Joachim Haedke	36.025	2,08%
Prof Dr. Picot****	34.000	1,96%
Tobias von Tucher****	8.645	0,50%
Organe Gesamt	1.500.000	86,66%
Gesamt	1.730.816	100,00%

Aktionärsstruktur vor IPO



* Alleiniger Gesellschafter ist Herr Tobias Valdenaire

** Alleiniger Gesellschafter ist Herr Julian Valdenaire

*** Alleiniger Gesellschafter ist Herr Werner Freytag

**** Mitglied des Aufsichtsrats

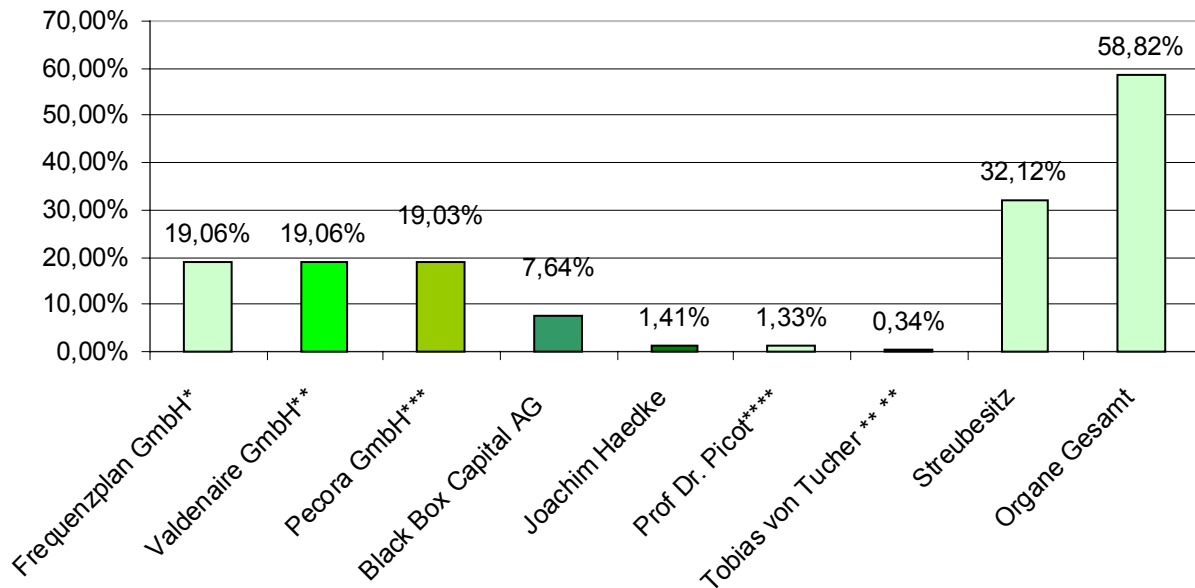
U N T E R N E H M E N S P O R T R A I T

eteleon e-solutions AG
www.eteleon.de

Aktionärsstruktur nach IPO

Aktionär	Aktienanzahl	Gewichtung in %
Frequenzplan GmbH*	486.028	19,06%
Valdenaire GmbH**	486.028	19,06%
Pecora GmbH***	485.299	19,03%
Black Box Capital AG	194.791	7,64%
Joachim Haedke	36.025	1,41%
Prof Dr. Picot****	34.000	1,33%
Tobias von Tucher****	8.645	0,34%
Streubesitz	819.184	32,12%
Organe Gesamt	1.500.000	58,82%
Gesamt	2.550.000	100,00%

Aktionärsstruktur nach IPO



* Alleiniger Gesellschafter ist Herr Tobias Valdenaire
 ** Alleiniger Gesellschafter ist Herr Julian Valdenaire
 *** Alleiniger Gesellschafter ist Herr Werner Freytag
 **** Mitglied des Aufsichtsrats

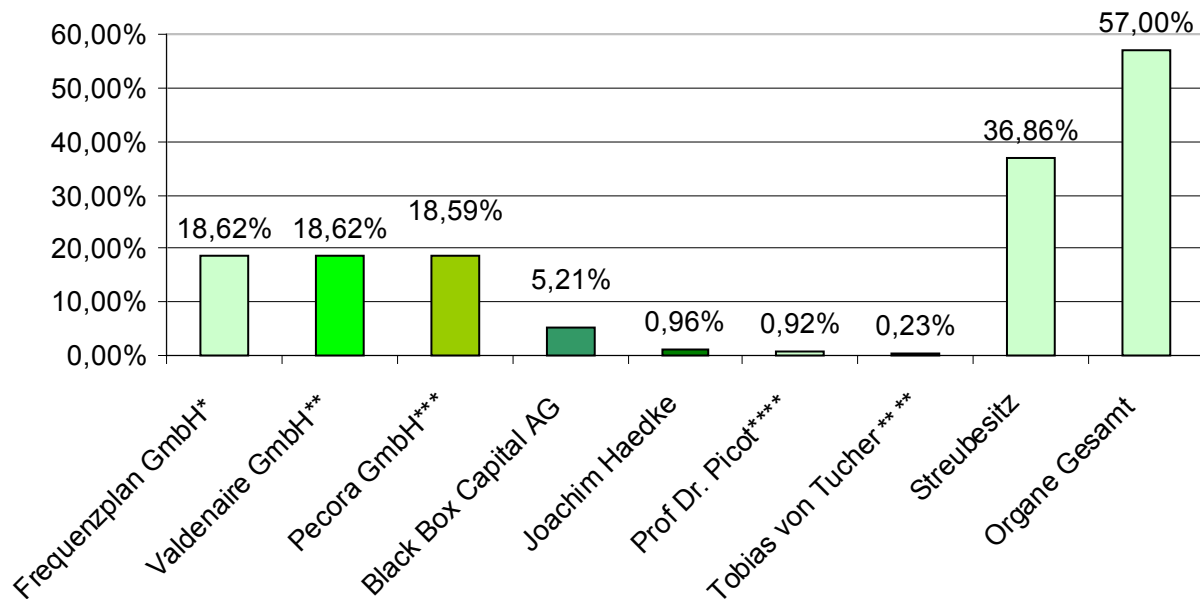
U N T E R N E H M E N S P O R T R A I T

eteleon e-solutions AG
www.eteleon.de

Aktionärsstruktur nach IPO inkl. Mehrzuteilungsoption

Aktionär	Aktienanzahl	Gewichtung in %
Frequenzplan GmbH*	474.709	18,62%
Valdenaire GmbH**	474.709	18,62%
Pecora GmbH***	473.977	18,59%
Black Box Capital AG	132.791	5,21%
Joachim Haedke	24.525	0,96%
Prof Dr. Picot****	23.500	0,92%
Tobias von Tucher****	5.975	0,23%
Streubesitz	939.814	36,83%
Organe Gesamt	1.453.500	57,00%
Gesamt	2.550.000	100,00%

Aktionärsstruktur nach IPO inkl. Mehrzuteilungsoption



* Alleiniger Gesellschafter ist Herr Tobias Valdenaire

** Alleiniger Gesellschafter ist Herr Julian Valdenaire

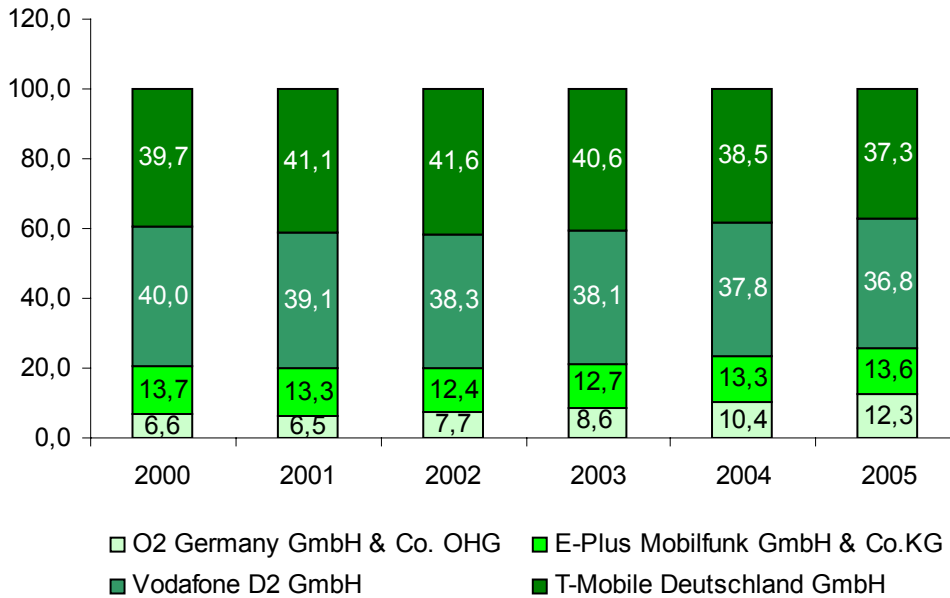
*** Alleiniger Gesellschafter ist Herr Werner Freytag

**** Mitglied des Aufsichtsrats

B R A N C H E N A N A L Y S E

eteleon e-solutions AG
www.eteleon.de

Teilnehmer-Marktanteile der Mobilfunk-Netzbetreiber in %



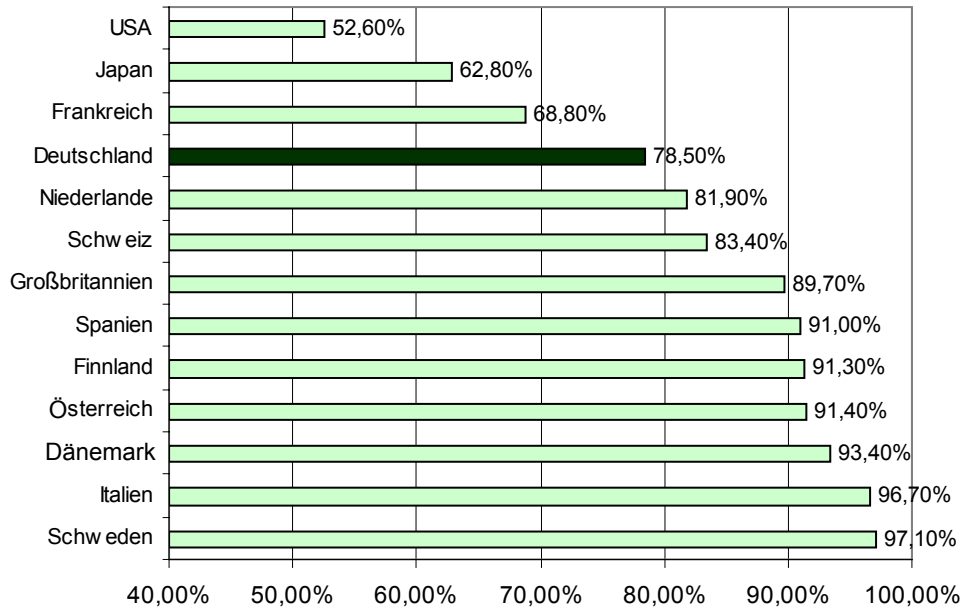
Quelle: Bundesnetzagentur Jahresbericht 2005



B R A N C H E N A N A L Y S E

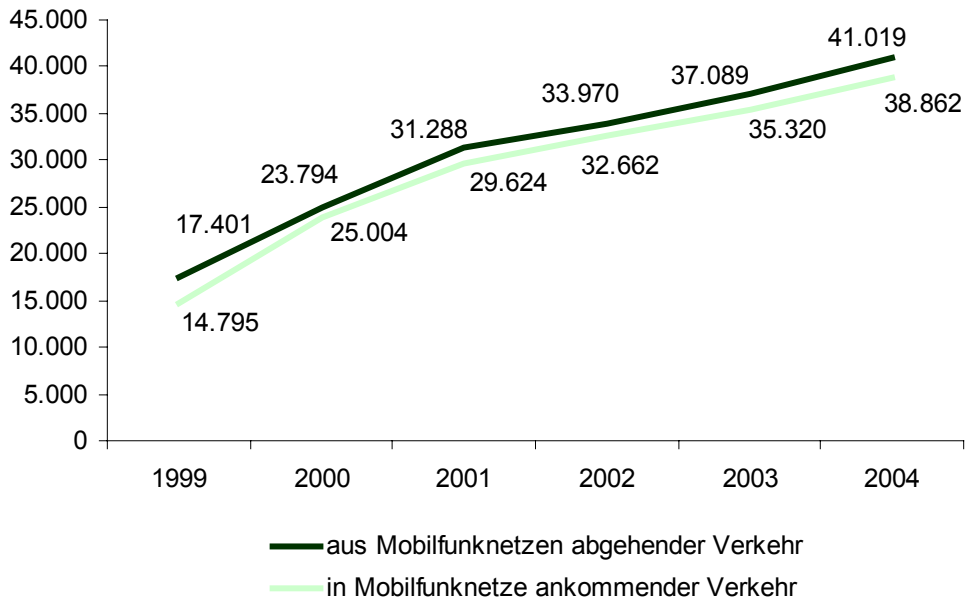
eteleon e-solutions AG
www.eteleon.de

Mobilfunkpenetration, Januar 2004



Quelle: mobile communications, RegTP

Entwicklung des Verkehrsvolumens in den Mobilfunknetzen
in Mio. Minuten

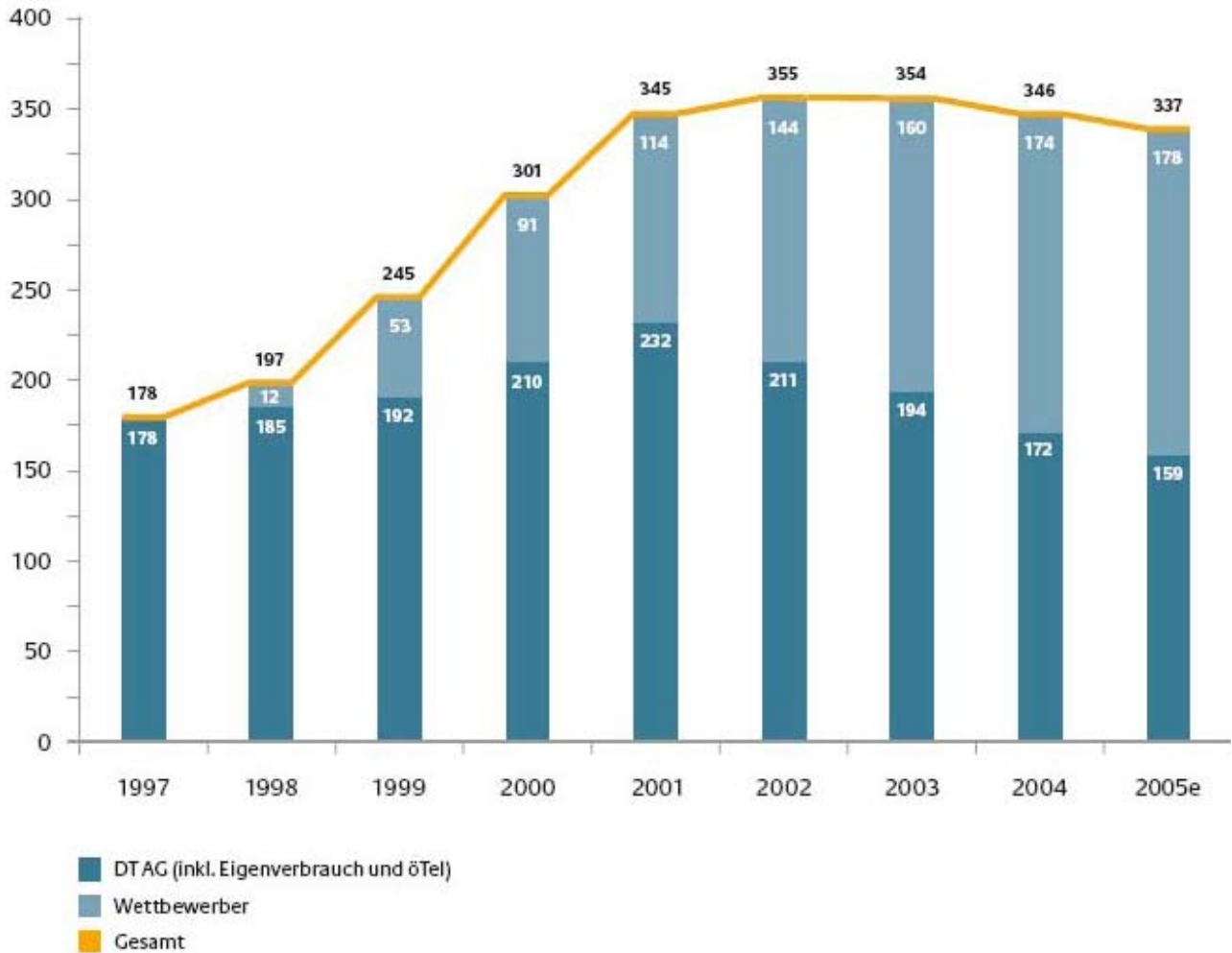


Quelle: Bundesnetzagentur Jahresbericht 2005

B R A N C H E N A N A L Y S E

eteleon e-solutions AG
www.eteleon.de

Festnetz- Verbindungsminuten 1997 - 2005 Mrd.Minuten



Quelle: Bundesnetzagentur Jahresbericht 2005

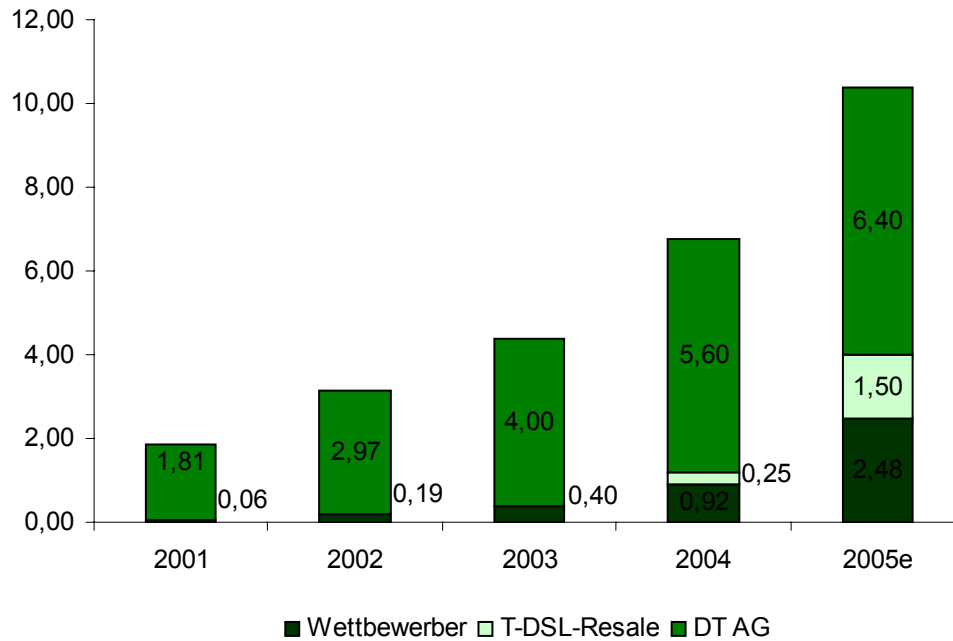
Die Handypenetrationsrate ist nach Angaben der Bundesnetzagentur die letzten Jahre kontinuierlich angestiegen. Im zweiten Quartal des laufenden Kalenderjahres hat die Penetrationsrate mit 99,4% die Bevölkerungsanzahl nahezu eingeholt. Im europäischen Vergleich liegt Deutschland noch im Mittelfeld. Derzeit lässt sich klar ein Trend zum Zweit- oder Dritt-Handy erkennen, der sich schon seit mehreren Jahren auf die Verbindungsminuten im Festnetz niederschlägt. Den Zahlen zufolge sind hier bei der Festnetztelefonie bereits seit drei Jahren rückläufige Zahlen zu melden. Zudem wurde Ende August der Beschluss zur Regulierung der Terminierungsentgelte im Mobilfunksektor gefasst, was sich zusätzlich positiv auf die Mobilfunkminutenpreise auswirken wird. Nach einer Studie von Solon Management Consulting sollen 2010 im Mobilfunksektor 28 Mrd. Euro umgesetzt werden. Die Penetrationsrate soll nach Angaben der Experten von Gartner Inc. bis ins Jahr 2010 auf über 120% steigen. Informa Telecoms & Media zählte zum Ende des ersten Quartals bereits 30 Länder, in denen rechnerisch jeder Einwohner ein Mobiltelefon besaß. In Märkten wie beispielsweise Großbritannien, Schweden und Italien liegt die Handy-Penetration bei 110 Prozent. Zum ersten August stellte Bitkom auch in Deutschland eine Handy-Penetration von über 100% fest. Ursprünglich wurde das Erreichen der Marke erst zum Ende des Jahres erwartet. Weltweit seien nach Angaben von Gartner heute bereits 2,5 Mrd. Handys im Einsatz.

B R A N C H E N A N A L Y S E

eteleon e-solutions AG
www.eteleon.de

Entwicklung Breitbandanschlüsse in Deutschland

DSL-Anschlüsse in Betrieb (in Mio.)

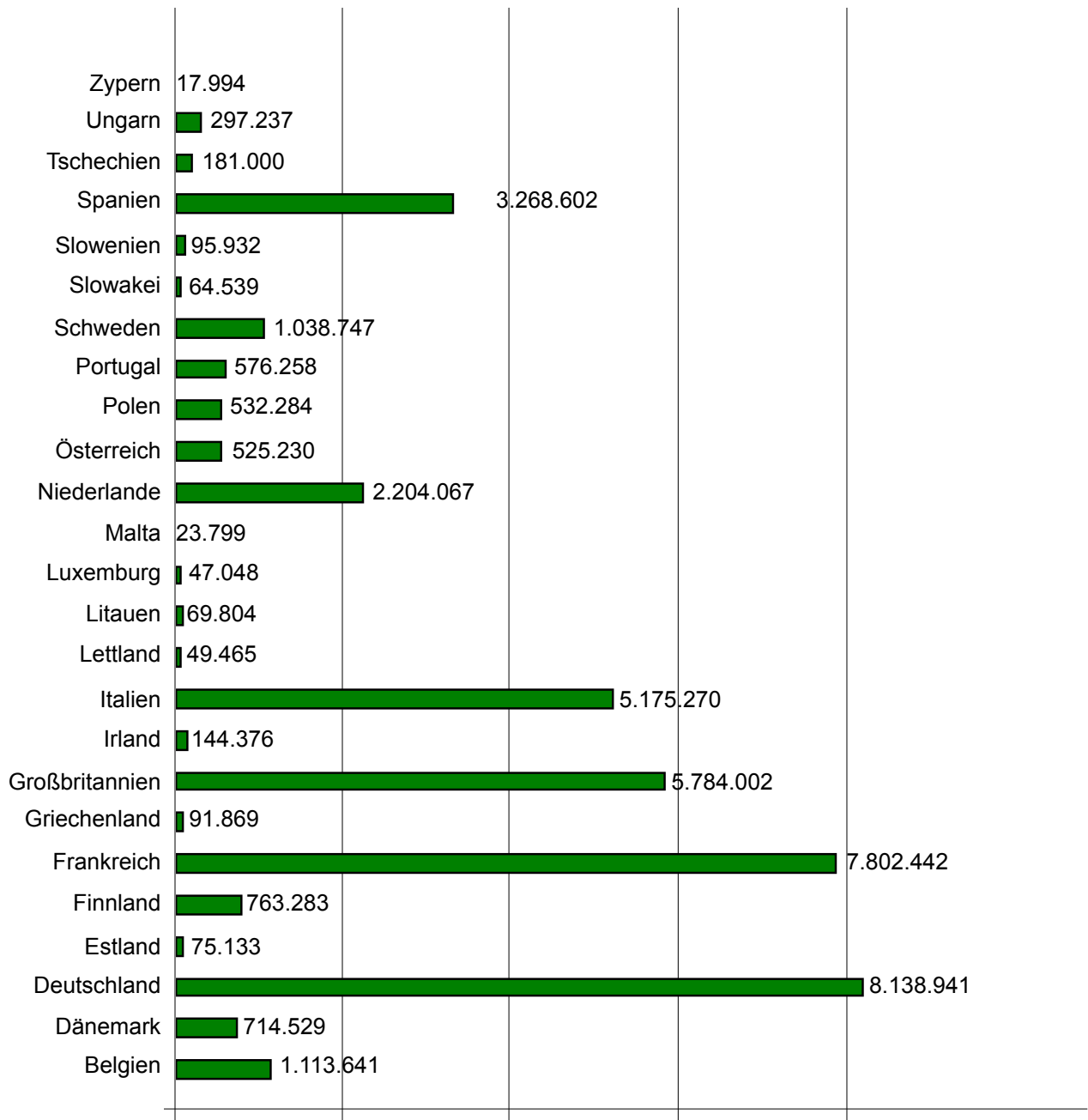


Quelle: Bundesnetzagentur Jahresbericht 2005

B R A N C H E N A N A L Y S E

eteleon e-solutions AG
www.eteleon.de

DSL-Anschlüsse im europäischen Vergleich



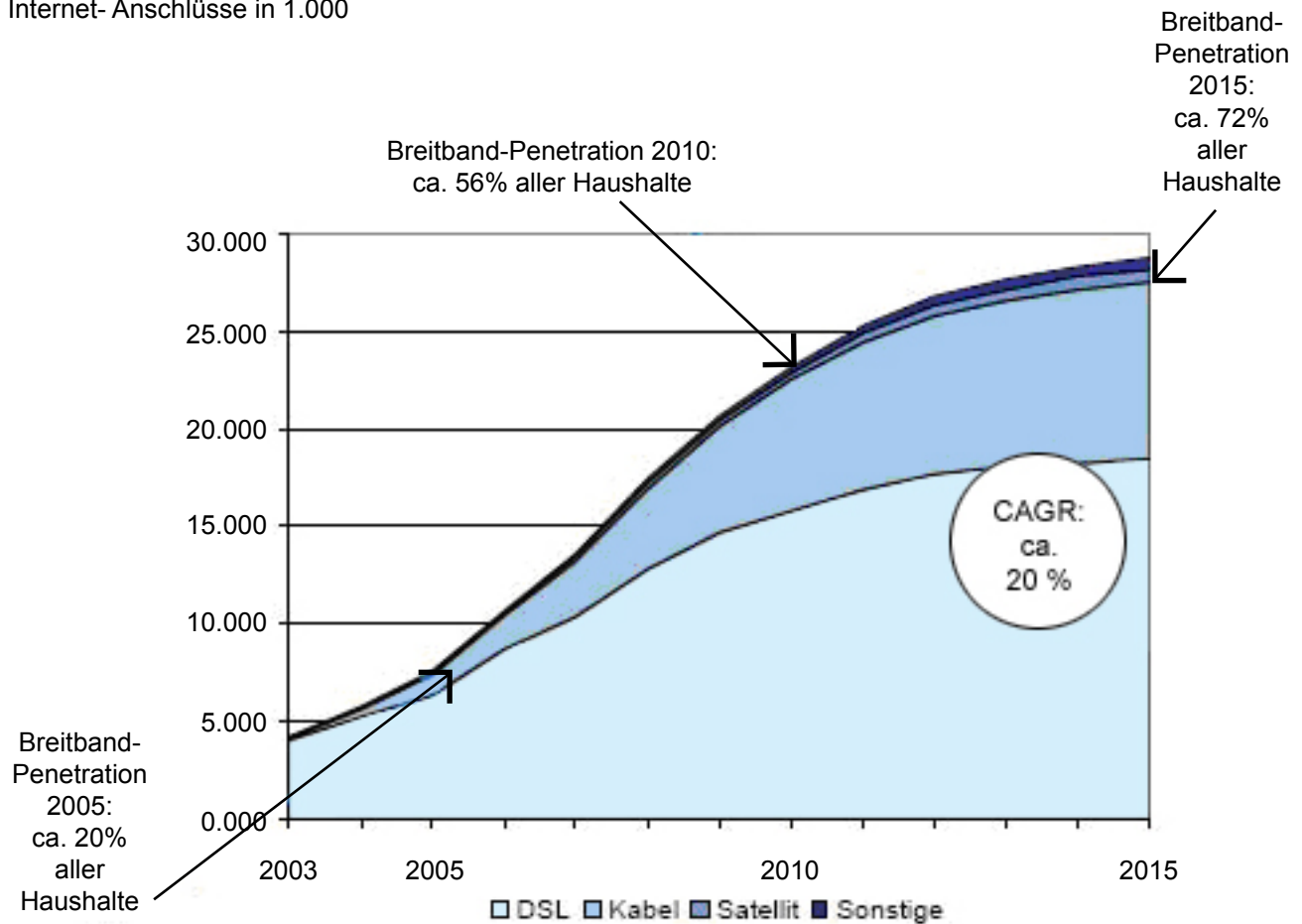
Quelle: Europäische Kommission, Juli 2005

BRANCHENANALYSE

eteleon e-solutions AG
www.eteleon.de

Prognose Breitbandpenetration in Deutschland bis 2015

Internet- Anschlüsse in 1.000



Nahezu ebenso zügig wie die Mobilfunkpenetrationsrate zieht auch die Penetrationsrate bei den Breitbandanschlüssen an. So waren nach Angaben der europäischen Kommission im Juli 2005 rund 20% der deutschen Haushalte über einen Breitbandanschluss online. 2010 soll die Rate nach dem wissenschaftlichen Institut für Kommunikationsdienste auf 56% anwachsen, 2015 wird gar mit einer Penetrationsrate von 72% aller Haushalte gerechnet. Mit einem Anteil von 6,4 Mio. Anschlüssen war die Deutsche Telekom AG Ende 2005 nach wie vor marktführend. Nach den Erwartungen der Experten vom BITKOM Bundesverband Informationswirtschaft, Telekommunikation und neue Medien e.V. wird sich die Zahl der Breitbandanschlüsse bis 2008 noch einmal nahezu verdoppeln. Der E-Commerce-Umsatz mit Endkunden (B2C) in Deutschland soll danach von € 32 Mrd. im Jahr 2005 auf € 114 Mrd. im Jahr 2009 ansteigen. Dies entspricht einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 37%.

Branche allgemein:

Das Ergebnis beider Entwicklungen zeigt, dass der Trend zur WLAN/GSM-Telefonie gehen wird. Neben dem Trend, dass die Handypenetrationsrate weiter steigen und sich dem europäischen Durchschnitt unserer Meinung nach angleichen wird, werden zeitgleich die Breitbandanschlüsse, die die VoIP-Telefonie ermöglichen, weiter zulegen.

I N V E S T M E N T M A T R I X

eteleon e-solutions AG
www.eteleon.de

	Kriterium	Hebel	eteleon e-solutions AG
1	Branche	15,00%	8
2	Management	15,00%	8
3	Shareholder Value	7,00%	8
4	Aktionärsstruktur	5,00%	9
5	Fundamental	10,00%	9
6	Chancen/Risiken	10,00%	7
7	Wachstumspotential	15,00%	9
8	Fungibilität	5,00%	6
9	Alleinstellungsmerkmale	15,00%	9
10	bisherige Entwicklung	3,00%	7
	Gesamt	100%	8,22

Bewertungsschlüssel:

Die Bewertungen werden auf einer Skala von 1 bis 10 vergeben.

9 bis 10	Hervorragend
7 bis 8	Gut
5 bis 6	Neutral
3 bis 4	Unterdurchschnittlich
1 bis 2	Bedenklich

I N V E S T M E N T M A T R I X

eteleon e-solutions AG
www.eteleon.de**Branche**

Das Branchenumfeld ist für ein flexibel am Markt agierendes Unternehmen wie eteleon hervorragend. Derzeit gibt es neben den Erwartungen weiter steigender Penetrationsraten bei Handy- und DSL-Anschlüssen deutliche Anzeichen zu einer Verschiebung der Telefonieumsätze weg vom Festnetz, hin zu alternativen Varianten wie Mobilfunk und VoIP. Dafür spricht auch die jüngste Entscheidung der Bundesnetzagentur, die Terminierungsentgelte der Mobilfunkbetreiber zu regulieren. Dies wird unausweichlich zu einer deutlichen Vergünstigung der Minutenpreise in der Mobilfunktelefonie führen. Wir gehen von einer ähnlichen Verschiebung aus, wie sie in Österreich bereits stattgefunden hat. Die Minutenpreise werden über Kurz oder Lang unter 10 Cent die Minute fallen. Diesen Trend bekräftigen auch die zahlreichen branchenfremden Anbieter, die mit eigenen Discounttarifen auf den Markt drängen. Speziell hier bietet sich für eteleon auch die Chance, das noch im Aufbau befindliche Geschäftsfeld e-Solutions deutlich ausbauen zu können, da viele der neuen Marktteilnehmer zu Beginn die Abwicklung und Logistik der Mobilfunkverträge nicht so effizient abwickeln werden können, wie es derzeit eine eteleon kann.

Fazit: Das Branchenumfeld ist überdurchschnittlich positiv zu sehen: 8 Punkte

Management

Tobias Valdenaire, Vorstand:

Herr Tobias Valdenaire arbeitete nach erfolgreichem Abschluss seines Betriebswirtschaftsstudiums bei mehreren Internetagenturen und gründete bereits 1996 gemeinsam mit seinem Bruder Julian Valdenaire die VALUE GbR, die 1999 mit Handyvertrag.de fortgeführt wurde. Im Jahr 2000 gründeten die Brüder mit der eteleon GmbH den Grundstein der heutigen Unternehmung. Tobias Valdenaire übernimmt heute maßgeblich die strategischen Aufgaben, wie auch die Kommunikation mit größeren potenziellen Vertragspartnern der eteleon Gruppe, sowie weitere Tätigkeiten im Bereich Marketing und Vertrieb.

Julian Valdenaire, Vorstand:

Wie auch sein Bruder studierte Herr Julian Valdenaire Betriebswirtschaftslehre an der Universität München. Bereits während des Studiums war Julian Valdenaire nebenberuflich bei der Ditec AG tätig und entwickelte 1995 den ersten Tarifrechner mit Gebührenerfassung für die Festnetztelefonie. Nur ein Jahr später gründete er mit seinem Bruder die Value GbR. 1998 war Herr Julian Valdenaire Mitgründer der fortuneglobe GmbH und verantwortete dort die Bereiche IT und Logistik. Herr Julian Valdenaire verantwortet heute die Bereiche Prozessmanagement, Backoffice und Logistik.

Staffan Schilke:

Herr Schilke beendete 2001 sein Studium zur Volkswirtschaftslehre und war vor seiner Tätigkeit im Controlling der eteleon Gruppe als Steuerberaterassistent bei der Steuerkanzlei Schilke in Planegg tätig. Seit Oktober 2003 ist Herr Schilke für den Bereich Controlling und Finance in der eteleon GmbH zuständig. Ende Juli 2006 wurde Herr Schilke als drittes Mitglied in den Vorstand der eteleon e-solutions AG bestellt.

Fazit: Das Management der eteleon e-solutions AG verfügt über langjährige Erfahrung im Bereich des Distanzhandels von Telekommunikationsverträgen und -produkten: 8 Punkte

I N V E S T M E N T M A T R I X

eteleon e-solutions AG
www.eteleon.de

Shareholder Value

Der Shareholder Value-Ansatz geht auf das im Jahr 1986 veröffentlichte Buch von Alfred Rappaport zurück und ist definiert als der Marktwert des Eigenkapitals. Der Shareholder Value ist bedingt abhängig von der Aktionärsstruktur. In den vergangenen Jahren gelang es dem Management, den Unternehmenswert durch stetiges Umsatz- und Ertragswachstum fortlaufend zu erhöhen. Im laufenden Geschäftsjahr musste durch die Verschiebung der operativen Tätigkeiten des Managements, bedingt durch den für November geplanten Börsengang, der erhebliche Ressourcen des Managements beansprucht, ein Rückschritt in der Ertragsentwicklung hingenommen werden. Zu dieser Entwicklung trugen zusätzlich auch Einmaleffekte aus Betrugsfällen bei.

Fazit: Der Shareholder Value Ansatz wurde bisher streng verfolgt: 8 Punkte

Aktionärsstruktur

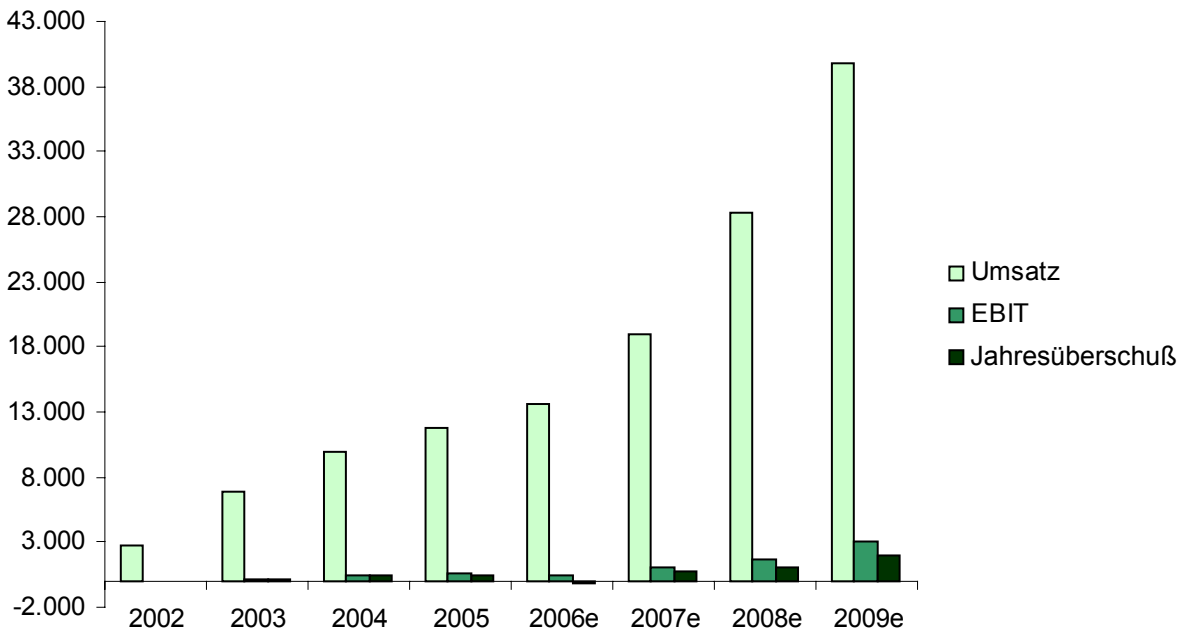
Die Aktionärsstruktur der eteleon e-solutions AG wird auch nach vollständiger Platzierung der Emission von den Altaktionären dominiert werden. Nach Platzierung incl. der Mehrzuteilungsoption (Greenshoe) verbleiben rund 57% der Anteile im Besitz der Organe, wovon rund 56% auf die drei Gründungsgesellschafter der eteleon e-solutions AG entfallen. Neben den Gründungsgesellschaftern ist aktuell die Münchner Beteiligungsgesellschaft Black Box Capital AG mit einem zweistelligen Stimmrechtsanteil am Unternehmen beteiligt.

Fazit: Die eteleon e-solutions AG verfügt über eine sehr ansprechende Aktionärsstruktur: 9 Punkte

Fundamental

In den vergangenen vier Jahren glänzte eteleon mit hohem zweistelligen profitablen Wachstum.

Umsatz- und Ertragsentwicklung in TEUR (Post-money)

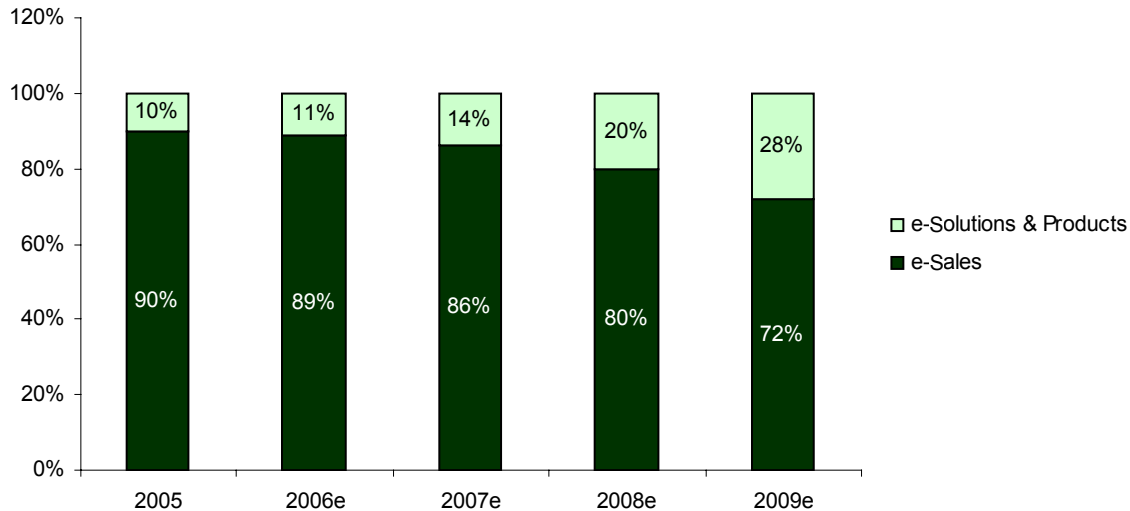


Schätzung CdC Capital AG

I N V E S T M E N T M A T R I X

eteleon e-solutions AG
www.eteleon.de

Umsatzgewichtung der Geschäftsfelder in %



Schätzung CdC Capital AG

Einzig im laufenden Jahr wird die Ertragslage durch die beachtlichen außerordentlichen Aufwendungen im Rahmen des Börsengangs und durch die genannten Sondereffekte beeinträchtigt. Die Kosten für den Gang an den Kapitalmarkt belaufen sich aller Voraussicht nach auf rund 650 TEUR. Die Eigenkapitalquote der AG belief sich zum 30.06.2005 auf über 95%.

Fazit: Die fundamentalen Daten sind sehr ansprechend: 9 Punkte

Chancen/Risiken

Insgesamt betrachtet befindet sich die eteleon e-solutions AG in einem sehr volatilen Branchenumfeld, welches durch äußere Faktoren beeinflusst wird. Zum einen kann heute noch nicht abgesehen werden, wie sich die Umsatzsteuererhöhung zum 01.01.2007 auf 19% auf das Konsumverhalten der Endverbraucher auswirken wird, zum anderen wird die Regulierung der Terminierungsentgelte im Mobilfunkbereich für Bewegung im Markt sorgen. Aus heutiger Sicht ist davon auszugehen, dass durch den kommenden verschärften Wettbewerb durch zahlreiche branchenfremde Anbieter die Margen im Bereich Mobilfunk sinken werden. Andererseits stellt diese Entwicklung für die eteleon e-solutions AG eine große Chance zur besseren Gewichtung der Umsatzströme dar. eteleon hat sich als flexibler und innovativer Anbieter für White-Label-Abwicklungsplattformen rund um die mobile Telefonie, die schon heute von namhaften großen Marktteilnehmern genutzt wird, sehr gut positioniert.

Fazit: Das Chancen-Risiko-Verhältnis stufen die Analysten der CdC Capital AG positiv ein: 7 Punkte

I N V E S T M E N T M A T R I X

eteleon e-solutions AG
www.eteleon.de

Wachstumspotential

Die eteleon Gruppe konnte in den vergangenen Jahren kontinuierlich profitabel wachsen. Derzeit ist von einer Fortsetzung dieser Entwicklung auszugehen. Der Branche werden aus heutiger Sicht bis ins Jahr 2010 hohe Wachstumsraten prognostiziert, zudem wird es durch den verstärkten Wettbewerb durch verschiedene Discountanbieter vermehrt neue Vertragsabschlüsse geben. Das Geschäftsmodell der eteleon ermöglicht es, von beiden Entwicklungen gleichermaßen zu profitieren. Zum einen wird das Geschäftsfeld e-Sales weiter durch innovative Angebote vom Wachstum der Distanzhandelskanäle und der Branche profitieren können, zum anderen ist davon auszugehen, dass aufgrund der guten Marktposition weitere Discountanbieter den zweiten Geschäftsbereich der eteleon, das Geschäftsfeld e-Solutions, als Outsourcingpartner in Anspruch nehmen werden. Neben den langjährigen Bestandskunden werden in diesem Geschäftsbereich aktuell weitere Gespräche mit namhaften Marktteilnehmern geführt. Des Weiteren erschliesst sich eteleon durch verstärkte Vertriebsaktivitäten im Bereich WLAN/GSM Telefonie einen Bereich, der heute erst am Anfang seiner Entwicklung steht.

Fazit: Die Wachstumsaussichten sind überdurchschnittlich gut: 9 Punkte

Fungibilität

Aufgrund der aktuell noch fehlenden Börsennotiz ist ein fortlaufender Handel in Papieren der eteleon e-solutions AG heute noch nicht möglich. Mit der Notierungsaufnahme im Entry Standard und der Bestellung der VEM Aktienbank AG als Designated Sponsor werden die Rahmenbedingungen zur Erzielung einer ansprechenden Fungibilität geschaffen.

Fazit: Die Fungibilität der Valoren wird mit Notierungsaufnahme durch das Designated Sponsoring und einem Free Float von über 30% gewährleistet: 6 Punkte

Alleinstellungsmerkmale

Neben der eteleon e-solutions AG ist uns kein Unternehmen bekannt, welches annähernd ein deckungsgleiches Tätigkeitsfeld besitzt. Im Bereich „e-Sales“ bzw. dem klassischen Distanzhandel kann sich die eteleon nur unwesentlich vom Wettbewerb abheben. Dennoch bleibt anzumerken, dass die Gesellschaft immer zu den innovativsten Unternehmen in diesem Bereich gehörte. eteleon stellte 2001 als erster Anbieter ein Bundling aus Handyvertrag, Handy und Sony Playstation zusammen und übernimmt seither mit ausgefallenen Produktideen eine Vorreiterrolle in diesem Bereich. Im zweiten Geschäftsfeld gehört eteleon mit der Abwicklung der kompletten Vertragsmodalitäten und der damit einhergehenden Logistik zu einem der deutschlandweit technologisch weit fortgeschrittenen Outsourcingdienstleistern. Zum anderen vermarktet die Gesellschaft als einer der ersten Anbieter eine vorkonfigurierte Lösung zur WLAN/GSM Telefonie, womit die Telefonkosten drastisch gesenkt und Minutenpreise von 1,49 Cent erzielt werden können.

Fazit: Die Gesellschaft verfügt über klare Alleinstellungsmerkmale: 9 Punkte

I N V E S T M E N T M A T R I X

eteleon e-solutions AG
www.eteleon.de

Bisherige Entwicklung

Die bisherige Entwicklung der eteleon e-solutions AG ist durch stetiges profitables Wachstum geprägt. Seit jeher nimmt die Gesellschaft eine Vorreiterrolle in der Branche ein. Neben dem ersten Festnetz-Tarifrechner und einem der damals wenigen Onlineshops auf www.handyvertrag.de sowie den darauffolgenden ansprechenden Bundling-Produkten setzt die Gesellschaft heute mit dem vorkonfigurierten Nokia E-Serie Handy zur WLAN/GSM-Telefonie und dem seit Ende 2005 in der Vermarktung stehenden Handyabo neue Maßstäbe. Seit 2002 konnte eteleon den Umsatz um über 400 % auf 11,8 Mio. Euro im Geschäftsjahr 2005 steigern.

Fazit: Die bisherige Entwicklung der eteleon e-solutions AG wurde in den letzten Jahren durch stetiges profitables Wachstum geprägt: 7 Punkte

P E E R G R O U P

eteleon e-solutions AG
www.eteleon.de

Die Kennzahlenanalyse dient dazu, anhand von Multiplikatoren vergleichbarer Unternehmen eine Relativbewertung für die eteleon e-solutions AG zu ermitteln. Allerdings finden sich derzeit keine börsennotierten Unternehmen mit einem deckungsgleichen Profil. Im Folgenden geben wir einen kurzen Überblick über die relevanten Marktteilnehmer, welche in Teilen des Geschäftsmodells Überschneidungen mit der eteleon aufweisen. Wir weisen daraufhin, dass die eteleon e-solutions AG bemessen am Umsatz mit Abstand das kleinste Unternehmen in der Peergroup ist.

InPhonic Inc. / USA

InPhonic ist ein Online Provider für kabellose Dienste und Geräte. Die Dienste und Geräte werden über das Internet, teils über eigene, teils durch befreundete Websites, vertrieben.

Das Unternehmen arbeitet über eine eigene, integrierte E-Commerce-Plattform, die den Verkauf, die Beschaffung, die Lagerhaltung, die Kundenpflege und die Abrechnung abwickeln kann.

InPhonic betreut über diese Plattform, durch ihren sogenannten Virtual Network Operator, die drahtlosen Angebote von Drittanbietern, die dadurch Serviceangebote ohne eigene Infrastruktur anbieten können und sich daher nur auf die eigenen Verkaufsbemühungen konzentrieren müssen, während InPhonic die Infrastruktur bedient und sich um die Netzwerkpfege kümmert.

Des Weiteren bietet die Gesellschaft verschiedene Datendienste für Massenkommunikation, drahtlose E-Mails und mobile Marketinganwendungen.

Drillisch AG

Die Drillisch AG wurde bereits 1983 gegründet und beschäftigt derzeit über 300 Mitarbeiter. Das Kerngeschäftsfeld der Drillisch AG ist der Mobilfunk. Dort ist die Gesellschaft mit Ihren 100%igen Tochtergesellschaften Alphatel GmbH, Victorvox GmbH und simply communication GmbH tätig. Der Konzern besitzt Service-Provider-Lizenzen für die gängigsten Netze T-Mobile, Vodafone, E-Plus und O2.

Auf dem deutschen Discount-Mobilfunkmarkt zählt der Konzern mit der Marke „simply“, die bereits im April 2005 an den Start gegangen ist, zu den Pionieren.

Ergänzt wird das Geschäft durch den Tätigkeitsbereich Software-Dienstleistungen, der in der Tochter IQ-Software GmbH angesiedelt ist. Der Bereich umfasst zum einen die unternehmenseigene Abrechnungssoftware bzw. Billing-Software, wie auch die Weiterentwicklung und die Vermarktung der Workflow-Management-System-Software IQ-work. Zum 30.06.2006 verfügte das Unternehmen über einen Kundenstamm von 1,65 Mio. Kunden.

getmobile AG

getmobile zählt beim Verkauf vertragsgebundener Handys zu den in Deutschland führenden Anbietern und konzentriert sich auf den Endkundenvertrieb über TV-Kanäle. Schwerpunktmäßig werden Sendezeiten bei TV-Stationen erworben, um durch eigene sowie fremde Verkaufs-Formate Mobilfunkgeräte alleinstehend, beziehungsweise im Bundle mit einem Laptop, einer Digitalkamera oder auch Produkten wie einer Espressomaschine zu verkaufen.

Die letztgenannten Produkte werden ebenfalls auch einzeln zum Verkauf angeboten, wobei durch Kooperationspartner auch ein Ratenkauf ermöglicht wird. Zu den Fernsehsendern gehören unter anderem N24, Pro7, RTL2, SAT1 und VOX.

Das derzeit größte Hindernis des an der Londoner AIM gelisteten Unternehmens ist die mangelnde Fungibilität.

mobilcom AG

Die mobilcom AG ist einer der führenden deutschen Telekommunikationsanbieter. Kerngeschäft der mobilcom ist die Vermarktung von Mobilfunkverträgen für die nationalen Netzbetreiber T-Mobile, Vodafone, E-Plus und O2. Neben dem eigenen Retailgeschäft über Onlinemedien und stationäre Geschäfte betreibt mobilcom auch ein Franchisekonzept. Zum 31.03.2006 überschritt mobilcom den Bestand von 5,0 Mio. Kunden im Mobilfunkbereich. Zudem ist mobilcom über die Tochter freenet.de auch in den angrenzenden Geschäftsfeldern Internet und Festnetz aktiv. Die freenet.de AG verfügt aktuell über einen Kundenbestand von 9,9 Mio. incl. 775.000 DSL-Kunden. Im August 2005 beschloss die Hauptversammlung den Zusammenschluss der Konzerne freenet.de AG und mobilcom AG. Bislang wurde die Eintragung der Verschmelzung durch Klagen einzelner Aktionäre verzögert. mobilcom beschäftigt an den Standorten in Büdelsdorf und Erfurt über 3.500 Mitarbeiter.

P E E R G R O U P

eteleon e-solutions AG
www.eteleon.de

	eteleon	Drillisch	getmobile*	mobilcom	InPhonic Inc.
Gründungsjahr	2000	1983	1998	1991	k.A.
Beginn Börsennotierung	vorauss. 16.11.2006	22.04.1998	Reverse IPO	10.03.1997	16.11.2004
Bookbuilding-Spanne	k.A.	38,35 Euro - 43,97 Euro	k.A.	26,84 Euro - 31,96 Euro	14,96
Erster Kurs	k.A.	14,06 €	k.A.	48,57 €	18,50 €
WPKN	A0JNF6	554550	A0B8UC	662240	778925
Kurs 19.10.2006	k.A.	5,56 €	0,14 €	20,21 €	7,83 €
Liquide Mittel pro Aktie	1,63 €	0,79 €	0,12 €	7,57 €	4,24 €
Anzahl Aktien	2.550.000	32.500.000	94.472.403	62.416.710	36.106.153
Marktkapitalisierung	k.A.	180.700.000,00 €	13.226.136,42 €	1.261.441.709,10 €	176.803.149,61 €
Marktsegment	Entry Standard	Prime Standard	AIM London	Prime Standard	Freiverkehr
Designated Sponsor	VEM Aktienbank AG	CoBa, HSBC, Sal.	k.A.	DZ BANK AG	k.A.
Freefloat	36,86%	63,14%	k.A.	ca. 30,00%	100,00%
Eigenkapitalquote	98,30%	68,40%	100,00%	64,14%	51,44%
Eigenkapital	6.205.400,00 €	70.913.000,00 €	18.963.052,00 €	714.046.000,00 €	78.622.047,24 €
Liquide Mittel	4.157.700,00 €	25.614.000,00 €	11.366.514,00 €	472.207.000,00 €	55.734.645,67 €
Bilanzsumme	6.312.700,00 €	103.673.000,00 €	18.963.052,00 €	1.113.305.000,00 €	152.842.519,69 €
Anlagevermögen	1.450.000,00 €	43.392.000,00 €	9.396.563,00 €	322.857.000,00 €	47.203.149,61 €
Verschuldungsgrad	1,70%	35,86%	0,00%	35,86%	48,56%
Anlagequote	22,97%	41,85%	49,55%	29,00%	30,88%
Anlagendeckungsgrad (1)	427,96%	163,42%	201,81%	221,16%	60,04%
Anlagendeckungsgrad (2)	427,96%	164,50%	201,81%	231,80%	52,20%
Liquidität	4.064,22%	71,77%	k.A.	194,16%	108,69%
Umsatz 2005	11.839.000,00 €	323.200.000,00 €	31.762.198,00 €	2.050.800.000,00 €	252.392.913,39 €
Umsatz 2006e	13.650.000,00 €	290.000.000,00 €	65.000.000,00 €	2.150.000.000,00 €	288.188.976,38 €
Betriebsergebnis 2005	530.524,00 €	24.000.000,00 €	1.341.377,00 €	133.600.000,00 €	-30.679.527,56 €
Betriebsergebnis 2006e	439.106,00 €	27.000.000,00 €	780.000,00 €	80.000.000,00 €	-14.960.629,92 €
Ergebnis 2005	400.010,00 €	14.400.000,00 €	1.032.080,00 €	91.800.000,00 €	-23.680.947,36 €
Ergebnis 2006e	-233.000,00 €	17.225.000,00 €	600.000,00 €	58.671.707,00 €	5.700.911,40 €
Mitarbeiter	48	311	k.A.	3635	k.A.
Umsatz pro Mitarbeiter	284.375,00 €	8.285.714,29 €	k.A.	591.471,80 €	k.A.
EBIT-Marge (2006e)	3,22%	9,31%	1,20%	3,72%	-5,19%
Kurs-Buchwert-Ver. **	k.A.	2,55	0,70	1,77	2,25
Kurs-Umsatz-Ver. (2005)	k.A.	0,56	0,42	0,62	0,70
Kurs-Umsatz-Ver. (2006e)	k.A.	0,62	0,20	0,59	0,61
Kurs-Gewinn-Ver. (2005)	k.A.	12,55	12,82	13,74	neg.
Kurs-Gewinn-Ver. (2006e)	k.A.	10,49	22,04	21,50	31,01
Geschäftsjahr	31.12.	31.12.	31.12.	31.12.	31.12.
Bilanzzahlen zum	geschätzt nach IPO	30.06.2006	30.06.2006	30.06.2006	31.12.2005
Rechnungslegung	HGB	IFRS	k.A.	IFRS	US-GAAP

* 2005 Rumpfgeschäftsjahr mit 6 Monaten, die Schätzung 2006 ist um die Sonderabschreibung in Höhe von 53.973.477,00 Euro bereinigt

** Berechnung anhand der Geschäftszahlen, wie aus der Tabelle ersichtlich

P E E R G R O U P

eteleon e-solutions AG
www.eteleon.de

Peergroup Mittelwert

Kurs-Buchwert-Ver. (2005)	1,82
Kurs-Umsatz-Ver. (2006e)	0,51
Kurs-Umsatz-Ver. (2007e)	0,47
Kurs-Gewinn-Ver. (2006e)	21,26
Kurs-Gewinn-Ver. (2007e)	18,5

Auf Basis der von der CdC Capital AG ermittelten Mittelwerte für das kommende Geschäftsjahr 2007 ergibt sich eine Spannbreite der Bewertung von 8.883.000 Euro bis 12.635.500 Euro bzw. 3,48 Euro bis 4,96 Euro je Aktie.

F U N D A M E N T A L A N A L Y S E

eteleon e-solutions AG
www.eteleon.de

Angaben in TEUR	2003	2004	2005	2006e	2007e
Umsatzerlöse	6.953 €	9.900 €	11.839 €	13.650 €	18.900 €
Materialaufwand	4.792 €	6.904 €	7.655 €	8.980 €	12.300 €
Ø vom Umsatz	68,92%	69,74%	64,66%	65,79%	65,08%
Personalaufwand	396 €	386 €	520 €	760 €	1.090 €
Sonstiger Aufwand	1.630 €	2.183 €	3.107 €	3.261 €	4.350 €
EBITDA Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen	135 €	427 €	558 €	649 €	1.160 €
Abschreibungen	67 €	20 €	28 €	210 €	145 €
Abschreibungen, gesamt	67 €	20 €	28 €	210 €	145 €
EBIT Ergebnis vor Zinsen und Steuern	68 €	407 €	531 €	439 €	1.015 €
Zinsen und ähnliche Erträge	14 €	4 €	2 €	8 €	8 €
Kurzfristige Zinsen und ähnliche Aufwendungen	5 €	13 €	24 €	30 €	5 €
Langfristige Zinsen und ähnliche Aufwendungen					
Finanzergebnis	10 €	-9 €	-22 €	-23 €	3 €
EBT Ergebnis vor Steuern	78 €	398 €	508 €	417 €	1.018 €
Steuern vom Einkommen und Ertrag			114 €		335 €
Sonstige Steuern					
Außerordentlicher Aufwand	-5 €	-2 €	-23 €	650 €	0 €
Konzernergebnis	83 €	400 €	417 €	-233 €	683 €
Anzahl Aktien	1.500.000	1.500.000	1.500.000	2.550.000	2.550.000
Ergebnis je Aktie in EUR	0,06	0,27	0,28	-0,09	0,27

Schätzung der CdC Capital AG

F U N D A M E N T A L A N A L Y S E

eteleon e-solutions AG
www.eteleon.de

Bilanz

Angabe in TEUR	GmbH		GmbH		AG		AG
	31.12.2005	in %	30.06.2006	in %	30.06.2006	in %	Plan nach IPO*
Aktiva							
A. Anlagevermögen	70,3	128,08	160,4	803,79	1.450,0	0,00	1.450,0
B. Umlaufvermögen	3.577,6	-19,27	2.888,3	-70,13	862,7	463,65	4.862,7
kurzfristige Forderungen	2.524,3	-22,21	1963,7	-100,00			
Liquide Mittel	445,3	-61,33	172,2	-8,44	157,7	2.536,50	4.157,7
C. Rechnungsabgrenzungsposten	2,1	279,94	8,0	-100,00			
Bilanzsumme	3.650,0	-16,25	3.056,7	-24,34	2.312,7	172,96	6.312,7
Passiva							
A. Eigenkapital	311,5	-4,05	298,9	637,86	2.205,4	181,37	6205,4
B. Rückstellungen	613,2	-8,75	559,6	-99,11	5,0	0,00	5,0
C. Verbindlichkeiten	2.725,4	-19,34	2.198,3	-95,35	102,3	0,00	102,3
kurzfristige Verbindlichkeiten	2.724,8	-19,32	2.198,3	-95,35	102,3	0,00	102,3
Bilanzsumme	3650,0	-16,25	3.056,7	-24,34	2.312,7	172,96	6.312,7
Bilanzkennziffern in %							
Eigenkapitalquote	8,53	14,58	9,78	875,24	95,36		98,30
Verschuldungsgrad	74,67	-3,68	71,92	-93,85	4,42	-63,36	1,62
Anlagequote	1,93	172,35	5,25	1.094,54	62,70	-63,36	22,97
Anlagendeckungsgrad (1)	442,82	-57,93	186,30	-18,36	152,10		427,96
Anlagendeckungsgrad (2)	442,82	-57,93	186,30	-18,36	152,10	181,37	427,96
Liquidität	108,98	-10,85	97,16	58,66	154,15	2.536,47	4.064,22
Anzahl der Aktien in T					1.730,82		2.550,00
	31.12.2005	in %	30.06.2006	in %	30.06.2006	in %	Plan nach IPO*

Schätzung der CdC Capital AG

* unterstellter Mittelzufluss von 4 Mio. Euro nach Aufwendungen für Kapitalbeschaffung

DISCOUNTED CASHFLOW MODELL

eteleon e-solutions AG
www.eteleon.de

(in TEUR)

Modellannahmen	2006e	2007e	2008e	2009e	2010e
Risikoloser Zins	4,00 %	4,00 %	4,00 %	4,00 %	4,00 %
Aktienmarktrendite p.a./EK-Rendite €	11,00 %	11,00 %	11,00 %	11,00 %	11,00 %
Beta	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Steuerquote	30,00 %	30,00 %	30,00 %	30,00 %	30,00 %
Eigenkapitalanteil	95,00 %	94,00 %	93,00 %	92,00 %	91,00 %
Fremdkapitalanteil	5,00 %	6,00 %	7,00 %	8,00 %	9,00 %
Verschuldungsgrad	5,26 %	6,38 %	7,53 %	8,70 %	9,89 %
Eigenkapitalkosten	13,10 %	13,10 %	13,10 %	13,10 %	13,10 %
Fremdkapitalkosten	6,50 %	6,50 %	6,50 %	6,50 %	6,50 %
WACC	12,67 %	12,59 %	12,50 %	12,42 %	12,33 %
Jahre	1	2	3	4	5
Wachstumsrate des EBT	-21,47 %	144,12 %	70,73 %	35,21 %	26,81 %
Zahlungsreihen (in Mio. EUR)	2006	2007	2008	2009	2010
EBT	0,42	1,02	1,74	2,35	2,98
- Steuern auf EBT	0,00	-0,31	-0,52	-0,71	-0,89
+ Abschreibungen	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2
- Investitionen	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3
Freier Cash Flow	0,53	0,66	1,15	1,57	2,00
Barwert zum Stichtag	0,47	0,52	0,81	0,98	1,12
Barwert des freien Cash Flows				3,9	in Mio. €
Barwert Terminal Value				10,1	in Mio. €
Wert des operativen Geschäfts zum letzten Bilanzstichtag				14,0	in Mio. €
+ Beteiligungen				1,5	in Mio. €
+ Liquide Mittel				4,0	in Mio. €
Gesamtwert der Unternehmung				19,4	in Mio. €
- Marktwert der Finanzschulden				0,0	in Mio. €
Marktwert des Eigenkapitals				19,4	in Mio. €
Anzahl Aktien				2.550.000	Stück
Wert je Aktie				7,62	in EUR

Schätzungen CdC Capital

F A Z I T U N D A U S B L I C K

eteleon e-solutions AG
www.eteleon.de

Mit der eteleon e-solutions AG wird sich demnächst wieder eine hochinteressante Telekommunikationsaktie auf dem Parkett tummeln. Die Gesellschaft verfügt über markante Alleinstellungsmerkmale und es ist hierzulande kein Unternehmen mit einem annähernd deckungsgleichen Profil bekannt. Vor allem das seit 2004 im Aufbau befindliche Geschäftsfeld e-Solutions birgt viel Phantasie. Neben eigenen Produkten, worunter u.a. auch die WLAN-GSM-Produkte fallen, mit denen über den WLAN-Zugang des Mobiltelefons über VoIP telefoniert werden kann, oder beispielsweise das auch in Deutschland noch einzigartige HandyAbo (neues Gerät alle 12 Monate), sorgt vor allem die standardisierte e-Solutions Software für Zukunftsmusik. Mit dieser Software werden bereits seit Ende 2004 große Teile der Mobilfunkverträge von namhaften Internet Providern abgewickelt. Jüngst wurde das Engagement um weitere Labels eines bekannten Internetproviders erweitert, da die Effizienz der eteleon Plattform dort sehr geschätzt wird. Neben der reinen Abwicklung der Vertragsmodalitäten wird zudem die Vertragslogistik einschließlich des Versandes der Mobiltelefone von eteleon gemanagt.

Neben der Erschließung neuer Geschäftsfelder kann eteleon auch auf das Branchenumfeld bauen. Nach Meinung vieler Experten wird die Handypenetrationsrate wie auch die Breitbandpenetration in den kommenden Jahren weiter signifikant ansteigen. Zudem wird die e-Solutions Software der eteleon weitere branchenfremde Anbieter oder Discountanbieter auf den Plan rufen, da so die komplizierte Vertragsabwicklung über die White-Label-Plattform der eteleon vollständig outgesourct werden kann.

Zudem wird die anstehende Regulierung der Terminierungsentgelte im Mobilfunkbereich für Bewegung im Markt sorgen. Mittelfristig dürfte sich diese Entwicklung deutlich in niedrigeren Minutenpreisen niederschlagen, was zukünftig auf leicht erhöhte Vertragsabschlußquoten hindeuten könnte, da dies sicherlich viele Endverbraucher zu einem Tarifwechsel bewegen wird.

Wir gehen davon aus, dass sich der Mittelzufluss bereits im kommenden Jahr in Umsatz und Ertrag bei der eteleon e-solutions AG bemerkbar machen wird. Das Jahresergebnis 2006 wird jedoch durch die erheblichen Aufwendungen im Rahmen des Börsengangs in Höhe von rund 650 TEUR getrübt werden. Dennoch sind wir zuversichtlich, dass die eteleon e-solutions AG mittelfristig ihren profitablen Wachstumspfad weiter fortschreiten wird.

Das **Discounted-Cashflow Modell** ergibt einen **Fair-Value** von **7,62 Euro**. Die Multiplenanalyse und der Peergroupvergleich liegen deutlich unterhalb der DCF-Bewertung zwischen 3,48 und 4,96 Euro.

Aufgrund der zu erwartenden Wachstumsdynamik gewichten wir den Fair-Value des DCF-Modells höher.

Die Analysten der CdC Capital AG empfehlen die Aktie bis 6,40 Euro zu zeichnen.

V O R S T A N D S I N T E R V I E W

eteleon e-solutions AG
www.eteleon.de

CdC: Beschreiben Sie das Geschäftsmodell Ihrer Gesellschaft in drei Sätzen.

eteleon: eteleon vermarktet Vertragsprodukte wie z.B. Handyverträge und DSL-Verträge über direkte Vertriebskanäle, u.a. via Internet und TV. Da wir am Markt unabhängig agieren, d.h. für nahezu alle Netzbetreiber und Service Provider tätig sind, sowie eine selbst entwickelte, hocheffiziente Software-Plattform zur Abwicklung des Gesamtprozesses von der Bestellung bis zur Auslieferung einsetzen, können wir unseren Endkunden hervorragende Konditionen anbieten, die sich vor allem in attraktiven Produkt Bundles widerspiegeln. Die Software-Plattform vermarkten wir im Geschäftsbereich e-Solutions an Dritte und generieren zusätzliche Lizenzerlöse bzw. Produktumsätze – die Produktumsätze sollen darüber hinaus durch selbst entwickelte, skalierbare und margenträchtige Mobilfunkprodukte deutlich gesteigert werden.

CdC: Wo liegt der USP Ihrer Gesellschaft?

eteleon: eteleon ist im Bereich effiziente und flexible Vertriebslösungen für Telekommunikationsprodukte und Mobilfunkverträge im E-Commerce und Distanzhandel sehr gut aufgestellt. Mit rund 150.000 abgewickelten Brutto-Verträgen im letzten Jahr und über 7.000 Vertriebspartnern, inklusive externe Partner über Partnerprogramme, verfügt das Unternehmen über großes Know-how und Erfahrung, das in Zukunft auf weitere komplexe und innovative Vertragsprodukte ausgeweitet werden kann.

CdC: Geben Sie einen detaillierten Einblick in die Aktionärsstruktur. Gibt es aktuell institutionelle Investoren die in die Valoren Ihrer Gesellschaft investiert sind? Wie wird sich die Aktionärsstruktur nach dem IPO verändern?

eteleon: Die größten Aktionäre sind mittelbar Werner Freytag, Julian Valdenaire und Tobias Valdenaire mit jeweils rund 28%. Sie haben die eteleon GmbH im Jahr 2000 mitgegründet, maßgeblich aufgebaut und sind weiterhin im Unternehmen aktiv. Beteiligt ist außerdem die Black Box Capital AG als Finanzinvestor mit 11,3%. Die restlichen Anteile werden von Privatpersonen gehalten, darunter die beiden namhaften Aufsichtsräte Prof. Dr. Dres. h.c. Arnold Picot und Dr. Tobias Freiherr von Tucher.
Geplant ist mit IPO die Ausgabe von 819.184 Aktien über eine Kapitalerhöhung. Sollte der Greenshoe als Umplatzierung gezogen werden, ergibt sich ein Streubesitz von knapp 37%.

CdC: Wie viele Aktien wird es nach dem IPO geben? Wie hoch ist der Greenshoe angesiedelt?

eteleon: Die Aktienanzahl nach IPO beträgt voraussichtlich 2.550.000 Stück. Es ist ein Greenshoe mit 120.000 Aktien vorgesehen. Die Aktionäre von eteleon setzen auf eine langfristige Wertentwicklung und geben zum Börsengang nur gegebenenfalls im Rahmen des Greenshoes Aktien ab. Außerdem haben das Managements und die Aufsichtsratsmitglieder eine 12-monatige Lock-Up-Frist und die Finanzinvestoren eine 6-monatige Lock-Up-Frist vereinbart.

CdC: Wollen Sie organisch oder extern wachsen?

eteleon: Die Planungen berücksichtigen nur ein organisches Wachstum. Externes Wachstum ist aber insbesondere im Bereich e-Solutions & Products nicht auszuschließen.

CdC: Könnten Sie sich vorstellen, nach der anstehenden Kapitalerhöhung zum Börsengang kurzfristig weitere Kapitalmaßnahmen umzusetzen?

eteleon: eteleon verfügt über ein genehmigtes Kapital in Höhe von EURO 865.408. Weitere Kapitalmaßnahmen sind aktuell nicht vorgesehen.

V O R S T A N D S I N T E R V I E W

eteleon e-solutions AG
www.eteleon.de

CdC: Wie hat sich die Eigenkapitalquote entwickelt? Wie wird die Eigenkapitalausstattung nach dem Börsengang sein?

eteleon: Das konsolidierte Eigenkapital der eteleon e-solutions AG beträgt zum 30.06. rund EURO 2,2 Mio. Die Höhe des Eigenkapitals nach dem Börsengang ist natürlich von der Unternehmensbewertung und diese u.a. von der Kapitalmarktsituation abhängig. Hierzu wollen wir zum jetzigen Zeitpunkt noch keine Stellung nehmen, sondern sind selbst gespannt, wie Investoren unser Geschäftsmodell bewerten.

CdC: Ist Ihre Gesellschaft operativ profitabel und wenn nicht, wann rechnen Sie mit schwarzen Zahlen?

eteleon: eteleon ist bereits seit dem Jahr 2002 profitabel und hat jedes Geschäftsjahr ein steigendes Ergebnis erzielen können.

CdC: Welche Aktivitäten haben Sie im Bereich der Investor Relations geplant?

eteleon: Wir werden eine aktive und ausführliche Kommunikation gegenüber den Investoren und der Presse pflegen und uns regelmäßig auf Konferenzen, in Researchs und in Aktionärsbriefen präsentieren.

CdC: Könnten Sie sich mittelfristig die Zahlung einer Dividende vorstellen?

eteleon: eteleon beabsichtigt die Erträge grundsätzlich zunächst zu thesaurieren und zur Finanzierung des Wachstums und des weiteren Geschäftsaufbaus zu verwenden und im Übrigen eine Dividende an die Aktionäre auszuschütten.

CdC: Wo liegen die größten Schwachstellen der Gesellschaft?

eteleon: eteleon bewegt sich in einem rasch wandelnden Marktumfeld und muss sich gegenüber Unternehmen mit größerer Finanzkraft mit Innovationen und Flexibilität behaupten.

CdC: Wer ist derzeit ihr stärkster Wettbewerber? Könnten Sie sich vorstellen, dass andere Anbieter Ihr e-solutions Modell in großen Teilen kopieren können, oder haben Sie hier einen deutlichen Zeit- und Technikvorsprung?

eteleon: Die stärksten Wettbewerber sind Netzbetreiber und Service Provider mit zum Teil eigenen Lösungen und Vertriebsaktivitäten. Im Bereich e-Solutions verfügt eteleon über eine sehr spezialisierte und effiziente Vertriebslösung, die nur mit hohem Aufwand und spezifischem Know-how kopiert werden kann. In vielen Fällen wird es günstiger und effizienter sein, den operativen Betrieb der Lösung eteleon zu überlassen.

CdC: Denken Sie im Markt der WLAN – GSM Telefonie gegenüber den ganz Großen bestehen zu können? Wie viele Anbieter von derartigen, aktuell bereits funktionsfähigen, Lösungen sind Ihnen bekannt?

eteleon: Es gibt einige Unternehmen, darunter Großkonzerne, die sich mit dem Thema WLAN-GSM-Telefonie beschäftigen, aber nur wenige haben vermarktungsfähige Lösungen umgesetzt. eteleon hat als eines der ersten Unternehmen ein Mobilfunkprodukt für Privatkunden umgesetzt, das die Vorteile von WLAN und GSM verbindet. Der Kunde kann schon heute Mobilfunkgeräte von Nokia mit dem voreingestellten WLAN-Service und Mobilfunktarif bei eteleon erwerben, mit denen er sofort und weltweit günstig im GSM- und WLAN-Netz telefonieren kann. eteleon hat sich im Mobilfunkmarkt seit 6 Jahren gut behauptet und wird sich auch die neuen Technologien flexibel für sich nutzen.

CdC: **Wie schnell wird der Bereich e-solutions in Umsatz und Ertrag gewichtig werden können? Aktuell werden ja nur 10% der Umsatzerlöse in diesem Geschäftsfeld erzielt.**

eteleon: Wir planen mit einer Verdopplung des Umsatzanteils von e-Solutions & Products innerhalb von zwei Jahren. Der Ergebnisanteil ist in diesem hochmargigen Geschäftsfeld deutlich höher.

CdC: **Wie schätzen Sie die aktuelle Marktlage ein. Wird die Handypenetration weiter zulegen? Ist es vorstellbar, dass jeder Bundesbürger im Durchschnitt bald zwei Mobiltelefone besitzt?**

eteleon: Bis Ende des Jahres soll es mehr Mobiltelefone als Einwohner in Deutschland geben, die Mobiltelefonpenetration also auf mehr als 100% steigen. Es wird erwartet, dass bis zum Jahr 2010 eine Penetration von über 120% in Deutschland möglich ist. Die hohe jährliche Anzahl an verkauften Mobilfunkverträgen und –geräten ist hauptsächlich auf Käufer zurückzuführen, die bereits Mobilfunknutzer sind. Gründe hierfür sind die Hardware- und Dienstinnovationen und die konvergente Entwicklungen bei Mobilfunkgeräten, z.B. Videotelefonie, Navigationsfunktionen, Handy-TV.

CdC: **Aktuell ist davon auszugehen, dass die Minutenpreise in der Mobiltelefonie weiter fallen werden. Wird sich diese Entwicklung stark auf die Margen bei Vertragsabschluß auswirken.**

eteleon: Wir rechnen damit, dass die Preise für Voice weiter fallen und sich wahrscheinlich in einigen Jahren Flat-Tarife durchgesetzt haben werden. Entscheidend für die Margenentwicklung wird sein, inwieweit die sinkenden Einnahmen durch neue kostenpflichtige Services und Datendienste kompensiert oder sogar überkompensiert werden können.

CdC: **Gibt es neben Ihnen weitere Outsourcingdienstleister am Markt, die die Vertragsabwicklung, einschließlich der Logistik, ähnlich effizient abwickeln können wie eteleon?**

eteleon: Es gibt einige Unternehmen, die als Outsourcer im Bereich Logistik, Bestellabwicklung, Customer Care und zum Teil Vertragsabwicklung tätig sind. Für die Abwicklung von komplexen Telekommunikations-Vertragsprodukten gehört die Lösung von eteleon zu den effizientesten auf dem Markt.

CdC: **Nennen Sie uns abschließend drei gute Gründe für ein Investment in die Valoren Ihrer Gesellschaft.**

eteleon: eteleon hat sich im Distanzhandel für Vertragsprodukte und als flexibles und innovatives Unternehmen in Märkten mit hohem Wachstumspotenzial sehr gut positioniert. Hinzu kommen die hohen Skalierungsmöglichkeiten, insbesondere durch die zunehmende Vermarktung eigener Produkte und Vertriebslösungen. Das Unternehmen kann seit einigen Jahren ein profitables Wachstum aufweisen und hat mit ausgereiften Lösungen und starken Vertriebskanälen die Weichen für ein weiterhin steigendes Wachstum gestellt. Das Management unterstreicht durch eine geringe Umplatzierung (nur Greenshoe) und der freiwilligen 12-monatigen Lock-Up den eigenen Glauben an die positive Zukunft und setzt auf die langfristige Wertentwicklung von eteleon.

D i s c l a i m e r

eteleon e-solutions AG
www.eteleon.de

Die Studien der CdC Capital AG dienen ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Informationen und Daten stammen aus Quellen, welche die CdC Capital AG für zuverlässig hält. Trotzdem kann keine Gewähr für deren Richtigkeit übernommen werden. Darüber hinaus können alle Bereiche unvollständig oder zusammengefasst sein. Die Dokumente stellen weder ein Angebot noch eine Einladung zur Zeichnung oder zum Kauf eines Wertpapiers dar, noch enthalten die Dokumente oder deren Inhalte die Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendeiner Art. Die Dokumente werden Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt und dürfen nicht ohne schriftliche Genehmigung seitens der CdC Capital AG kommerziell weiterverarbeitet oder in kommerzielle Datenbanken eingefügt werden.

Eine Investitionsentscheidung hinsichtlich irgendwelcher Wertpapiere des Emittenten, muss auf Grundlage eines Verkaufsprospektes erfolgen, der von dem Emittenten genehmigt und bei der zuständigen Wertpapieraufsicht hinterlegt ist. Sie darf nicht auf Grundlage der Studien erfolgen. Die in den Dokumenten besprochenen Investments können für den einzelnen Anleger, je nach dessen Anlagezielen und finanzieller Lage, unpassend sein. Privatanleger sollten vor der Erteilung einer Order in jedem Fall den Ratschlag ihrer Bank, ihres Brokers oder ihres Investment- oder Vermögensberaters einholen. Die CdC Capital AG und/ oder deren Tochter- bzw. Muttergesellschaften – deren Anteilseigner, Führungskräfte und/oder deren Angestellte können eine Long- oder Shortposition in den beschriebenen Wertpapieren und/oder Optionen, Futures und andere Derivate, die auf diesen Wertpapieren basieren oder andere Investments, die sich auf in diesem Bericht veröffentlichten Ergebnissen beziehen, halten. Dies wird jedoch gemäß §34b WpHG zu Beginn jeder Studie offengelegt.

Weiterhin kann die CdC Capital AG die in diesen Berichten genannten Gesellschaften beraten oder bereits beraten haben und kann, soweit im Rahmen gesetzlicher Möglichkeiten erlaubt, die beinhalteten Informationen und/oder Analysen bereits vor deren Veröffentlichung für eigene Zwecke genutzt haben. Die CdC Capital AG ist nicht verantwortlich für Konsequenzen, speziell für Verluste, welche durch die Verwendung oder die Unterlassung der Verwendung aus den in diesen Berichten enthaltenen Meinungen und Rückschlüssen resultieren oder resultieren werden. Es kann nicht ausgeschlossen werden, dass die Dokumente im Auftrag des untersuchten Unternehmens erstellt worden sind.

Der Preis oder Wert des Investments, auf den sich diese Berichte beziehen, kann entweder direkt oder indirekt gegen die Interessen des Anlegers fallen oder steigen. Wenn eine Investition in einer Währung oder von einer Währungsbasis aus eingegangen wird, die sich von derjenigen Währung, auf die sich die Berichte beziehen, unterscheidet, können Wechselkursschwankungen einen nachteiligen Effekt auf den Wert, den Preis und das Einkommen aus der Investition haben. Zurückliegende Wert-, Preis- oder Kursentwicklungen geben keine Hinweise auf die zukünftige Entwicklung des Investments.

Die CdC Capital AG übernimmt keine Garantie dafür, dass der angedeutete Ertrag oder die genannten Kursziele erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen die Berichte basieren, können einen materiellen Einfluss auf die angestrebten Erträge haben. Das Einkommen aus Investitionen unterliegt Schwankungen.

Die Dokumente sind im Vereinigten Königreich nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die berechnigte Personen oder freigestellte Personen im Sinne des Financial Services Act 1986 oder eines auf seiner Grundlage erfolgten Beschlusses sind, oder an Personen, die in Artikel 11 (3) des Financial Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Order 1996 (in derzeit geltender Fassung) beschrieben sind, und es ist nicht beabsichtigt, dass sie direkt oder indirekt an einen anderen Kreis von Personen weitergeleitet werden.

Weder die Dokumente noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden

