

# 29.10.2008 eteleon e-solutions AG<sup>5</sup>

## KAUFEN

**Kursziel: 4,11 €**

29. Oktober 2008

Kurs zum 28.10.2008,  
17:16 Uhr, XETRA:  
1,70 €

**Letztes Rating  
(Kursziel):**

**KAUFEN (6,88 €)**

**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

Katalog möglicher Inter-  
essenskonflikte auf S. 11

### Unternehmensprofil:

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

**Mitarbeiter:** ~90 (Stand: 30.06.08)

**Firmensitz:** München, D

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

WKN: A0JNF6

ISIN: DE000A0JNF60

Börsenkürzel: E9E

Anzahl Aktien: 1,975 Mio.

Marktkap.: 3,36 Mio. €

Streubesitz: 34,00 %

52 W Hoch: 4,09 €

52 W Tief: 1,70 €

Durchs. Tagesvolumen : 18.703 €

A0JNF6 E9E, Tageschart (Close) - 23.06.2008 - 28.10.2008 - 1.7

EUR



In Mio. €	2006*	2007	2008e	2009e
Umsatz	10,46	35,54	42,64	43,00
EBITDA	1,52	1,05	0,56	1,33
EBITDA bereinigt**	0,61	0,99	0,56	1,33
EBIT	1,38	0,78	0,23	0,94
EBIT bereinigt**	0,40	0,71	0,23	0,94
Jahresüberschuss	0,26	0,79	0,21	0,79
In Euro				
Gewinn je Aktie	0,13	0,40	0,11	0,40
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00
In %				
EBITDA-Marge	14,50 %	2,96 %	1,31 %	3,08 %
EBIT-Marge	13,19 %	2,19 %	0,35 %	2,19 %
Dividendenrendite	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Kennzahlen				
EV/Sales	0,24	0,07	0,05	0,05
EV/EBITDA	1,84	2,22	4,17	1,76
KGV	12,81	4,28	15,86	4,25
KBV (EK-Basis zum 31.12.2007)			0,64	

\* Rumpfgeschäftsjahr

\*\* bereinigt um einmalig angefallene sonstige betriebliche Erträge

### Highlights:

- Gute Umsatzentwicklung im ersten Halbjahr 2008
- Ergebnisentwicklung auf Grund strategischer Ausgaben und gesteigerter Kundengewinnungskosten
- Gewinnung neuer Kooperationspartner im Bereich e-Solutions
- Anpassung der Ergebniserwartungen für 2008 und 2009
- Senkung des Kursziels auf 4,11 €
- Weiterhin optimistischer mittelfristiger Ausblick

## 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.

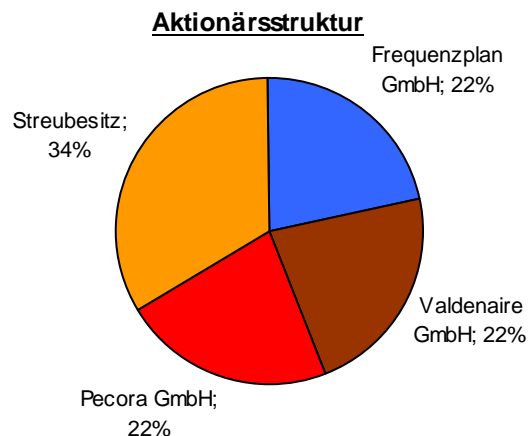
eteleon ist in den drei Geschäftsbereichen e-Sales, e-Solutions und e-Products tätig, wobei das Segment e-Sales derzeit mit über 90 % den größten Umsatzbeitrag liefert. Der Schwerpunkt im Bereich e-Sales liegt auf dem Vertrieb von Telekommunikationsvertragsprodukten an Privatkunden via verschiedener 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

## Geschäftsentwicklung 1. Halbjahr 2008

### **Umsatzentwicklung**

Die Umsatzentwicklung verlief im ersten Halbjahr 2008 weiterhin sehr dynamisch. So konnten die Umsatzerlöse gegenüber dem Vergleichszeitraum 2007 um 49,5 % auf 21,16 Mio. € zulegen. Weiterhin wurde auch im ersten Halbjahr 2008 mit über 95 % der deutlich größte Umsatzanteil durch den Verkauf von Mobiltelefonen und Provisionserlösen, also dem Bereich e-Sales, erzielt.

Insgesamt haben sich die zu beobachteten Markttrends des Geschäftsjahres 2007 auch im ersten Halbjahr 2008 fortgesetzt. So blieben beispielsweise die Vermittlungsprovisionen für Mobilfunkverträge auch im bisherigen Jahresverlauf weitgehend stabil, obwohl eine weiterhin sinkende Tendenz bei den Gesprächspreisen zu verzeichnen ist.

Im Bereich Telefonie gewinnen vor allem Flatrate- und Discountverträge Marktanteile, was auf die hohe Marktsättigung bei Mobilfunkverträgen zurückzuführen ist. Auch bei DSL-Anschlüssen ist im ersten Halbjahr eine hohe Dynamik bei den vermittelten Verträgen zu beobachten gewesen. Von diesen Entwicklungen profitieren vor allem Unternehmen, wie eteleon, deren Vertrieb über das Internet gesteuert wird, da diese effiziente Kostenstrukturen darstellen und damit dem Preisdruck Stand halten können.

Aber auch in den beiden anderen Bereichen e-Products und e-Solutions ist die Entwicklung vielversprechend. Während im Bereich e-Solutions Projekte mit neuen Kunden erfolgreich begonnen werden konnten, stimmt auch der Bereich e-Products optimistisch für die zukünftige Entwicklung. Hier hat sich zwar die Vermarktung des WiFon zunächst verzögert und daher einen erst kleinen Umsatzbeitrag beigesteuert, was sich jedoch schnell ändern sollte.

Inzwischen wird das Vertriebsnetzwerk der eteleon auch zum Vertrieb von anderen Laufzeitverträgen genutzt. Namentlich ist DSL neu in das Angebot der eteleon aufgenommen worden. Des Weiteren werden derzeit noch andere Produktklassen geprüft, die über eteleon vertrieben werden können.

### **Ergebnisentwicklung**

Die gute Umsatzentwicklung wirkte sich auch positiv auf das Rohergebnis aus. Dieses konnte sogar deutlich überproportional zu den Umsatzerlösen um 60,8 % auf 12,06 Mio. € zulegen. Dabei spielten die sonstigen betrieblichen Erträge in Höhe von 0,06 Mio. € eine untergeordnete Rolle. Vielmehr konnte die Materialaufwandsquote gesenkt werden. Nach 47,1 % im Vorjahr betrug diese Kostenquote im ersten Halbjahr 2008 nur noch 43,3 %, auf Veränderungen bei der Angebotsgestaltung zurückzuführen ist. Die Rohmarge verbesserte sich entsprechend von 53,0 % auf 57,0 %.

Die Personalaufwendungen stiegen dagegen kräftig von 0,64 Mio. € um 44,7 % auf 0,92 Mio. € an. Wie erwartet, wurde der Mitarbeiterbestand im ersten Halbjahr 2008 weiter aufgebaut, um ausreichend auf das zukünftige Wachstum vorbereitet zu sein. Zum 30.06.2008 betrug der Personalbestand knapp über 90 Mitarbeiter. Vor allem wurden Neueinstellungen getätigt, um die Bereiche e-Products und e-Solutions weiter auszubauen. Die Personalkostenquote war im Vergleich zum Vorjahreszeitraum mit 4,3 % nahezu unverändert.

Stark ansteigend waren dagegen die sonstigen betrieblichen Aufwendungen, die von 6,20 Mio. € im Vorjahreszeitraum deutlich überproportional zu den Umsatzerlösen um 77,3 % auf 10,99 Mio. € kletterten. Zurückzuführen ist dieser Anstieg vor allem auf die verstärkte Gewährung von Kundengutschriften, die im Zusammenhang mit der anhaltenden Vertriebsoffensive zu sehen sind. Ein weiterer wesentlicher Bestandteil der sonstigen betrieblichen Aufwendungen sind Werbekosten.

Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen wirkten sich entsprechend auf das EBITDA aus, das mit 0,15 Mio. € deutlich unter dem Vorjahresniveau von 0,67 Mio. € lag. Die EBITDA-Marge lag bei 0,7 %, nach 4,7 % in 2007.

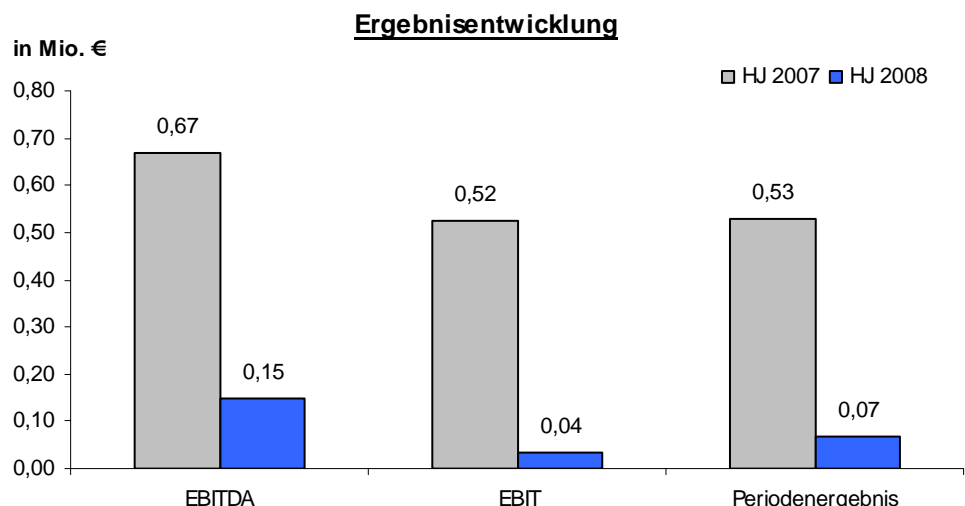
Ebenfalls erwartungsgemäß entwickelten sich die Abschreibungen. Auf Grund einer außerordentlich niedrigen notwendigen Investitionstätigkeit in IT-Hardware von lediglich 0,20 Mio. € fielen diese mit 0,12 Mio. € leicht unter dem Vorjahresniveau von 0,14 Mio. € aus. Abschreibungen auf den Geschäfts- und Firmenwert wurden im regulären Rahmen um 0,04 Mio. € vorgenommen.

Entsprechend entwickelte sich auch das EBIT rückläufig zum Vorjahr. Nach 0,52 Mio. € im Vorjahr wurden im ersten Halbjahr 2008 0,04 Mio. € erwirtschaftet. Die Marge war ebenfalls von 3,7 % auf 0,2 % rückläufig.

Das Zinsergebnis verbesserte sich deutlich um 22 Tsd. € und drehte damit in den positiven Bereich auf 17 Tsd. €. Der Bestand an liquiden Mitteln erhöhte sich gegenüber dem Vorjahresstichtag auf Grund der guten Geschäftsentwicklung um über 40 %, womit die Zinsergebnisentwicklung zu erklären ist. Gleichzeitig wurden kaum Kontokorrentlinien in Anspruch genommen, so dass nur ein zu vernachlässigend kleiner Zinsaufwand entstand.

Ein Steueraufwand fiel in den ersten sechs Monaten nicht an. Dies ist zum einen auf das niedrige Periodenergebnis zurückzuführen. Zum anderen wurden Erträge aus latenten Steuern verbucht, die aus dem Verbrauch von Verlustvorträgen der Intelligram GmbH stammen.

Unterm Strich stand zum 30.06.2008 ein Periodenergebnis in Höhe von 0,07 Mio. € zu Buche, nach 0,53 Mio. € im Vorjahreszeitraum. Pro Aktie entspricht dies einem Ergebnis von 0,03 €, nach 0,27 € im gleichen Zeitraum 2007.



Quelle: eteleon, GBC

## Prognose und Modellannahmen

Umsatzseitig lag eteleon zum Halbjahr 2008 voll im Soll, zumal das wichtige Weihnachtsgeschäft noch bevorsteht. Um die Marktstellung in dem schwierigen Wettbewerbsumfeld zu halten und auszubauen wurden jedoch Umsätze generiert, die einen nur geringen Deckungsbeitrag beisteuerten. Zusammen mit den anhaltend hohen Wertgutschriften und Zugaben für die Kunden fiel das Ergebnis entsprechend niedrig aus. Zudem wurden strategische Aufwendungen für neue Produkte in Höhe von 0,2 Mio. € getätigt. Daher reduzieren wir unsere Ergebniserwartungen für das Gesamtjahr 2008, während wir weiter davon ausgehen, dass unsere Umsatzerwartung erreicht werden kann. Für das EBITDA erwarten wir nun 0,56 Mio. €, nach zuvor 1,38 Mio. €. Die Prognosen für den Jahresüberschuss reduzieren wir ebenfalls von 0,84 Mio. € auf nunmehr 0,21 Mio. €.

	2008 alt	2008 neu	2009 alt	2009 neu
Umsatz	42,64 Mio. €	42,64 Mio. €	46,91 Mio. €	43,00Mio. €
EBITDA	1,38 Mio. €	0,56 Mio. €	1,96 Mio. €	1,33 Mio €
EBITDA-Marge	3,22 %	1,31 %	4,17 %	3,08 %
EBIT	1,04 Mio. €	0,23 Mio. €	1,57 Mio. €	0,94 Mio.€
EBIT-Marge	2,45 %	0,53 %	3,36 %	2,19 %
Jahresüberschuss	0,84 Mio. €	0,21 Mio. €	1,27 Mio.€	0,79 Mio. €

Quelle: GBC

In 2009 werden darüber hinaus die Provisionen der Mobilfunknetzbetreiber rückläufig erwartet. Dies würde zur Folge haben, dass die Wertgutschriften und Zugaben an Kunden reduziert werden müssen, was zu einer Abflachung der Nachfrage führen könnte. Auch die aktuell angekündigte Regulierung der Preise für SMS und Datentarife könnte zu sinkenden Umsätzen führen. Die Umsatzprognosen für das kommende Geschäftsjahr reduzieren wir daher ebenfalls und gehen nun davon aus, dass in 2009 nur ein leichtes Umsatzwachstum von rund 1 % auf 43,00 Mio. € erreicht wird.

Jedoch sollte es dem Unternehmen möglich sein, im Geschäftsjahr 2009 die Ergebnisse wieder zu steigern. Zwar passen wir auch für 2009 die Ergebnisschätzungen nach unten an, gehen aber weiterhin von einer deutlichen Steigerung gegenüber 2008 aus. Demnach sehen wir das EBITDA für 2009 bei 1,33 Mio. €. Die Marge von 3,08 % liegt dann wieder auf dem Niveau des Geschäftsjahres 2007. Auch unterm Strich sollte dann mit 0,79 Mio. € wieder ein ähnliches Ergebnis wie im Geschäftsjahr 2007 erreicht werden.

Die Margensteigerungen gegenüber 2008 sollen durch die verstärkte Vermarktung der eigenen Produkte erzielt werden. Für eigene Produkte wie das WiFon oder den 8-Cent-Tarif müssen keine Vertriebsprovisionen abgeführt werden, womit diese margenträchtiger sind. Die Grundsteine für den Erfolg dieser Entwicklung sind mit den Geschäftsbereichen e-Products und e-Solutions gelegt worden. Aber auch im Bereich e-Sales wird versucht, den wettbewerbsintensiven Markt für Telekommunikationsverträge zu diversifizieren. So wird derzeit geprüft, andere Laufzeitprodukte mit in den Vertrieb aufzunehmen.

Durch den erwarteten Rückgang der Übersubventionierung der Mobilfunkbetreiber sollten zudem die Wertgutschriften und Zugaben an Kunden zurückgehen, was sich begünstigend auf die sonstigen betrieblichen Aufwendungen und damit die Ergebnismargen auswirken sollte.

## Bewertung

### DCF Bewertung

#### Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der eteleon e-solutions AG 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. 4,25 % (zuvor: 4,50 %).

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 (zuvor: 1,37).

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 11,71 % (zuvor: 12,00 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 11,71 % (zuvor: 12,00 %).

Kapitalkosten von  
11,71 % ermittelt

<b>Kapitalkosten</b>	
Eigenkapitalkosten	11,71 %
Gewicht in %	100,00 %
Fremdkapitalkosten	7,00 %
Gewicht in %	0,00 %
Taxshield in %	22,50 %
<b>WACC</b>	<b>11,71 %</b>

Werttreiber - DCF Bewertung ab 2010 - Phase 2	
Umsatzwachstum	5,00 %
EBITDA-Marge	3,10 %
Steuerquote	30,00 %
Working Capital in % vom Umsatz	7,67 %
Umsatz zu OAV	31,62
Abschreibungen vom OAV	21,43 %
Werttreiber - DCF Bewertung Endwert - Phase 3	
Umsatzwachstum	2,00 %
Kapitalrendite	16,15 %

## 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 Seite 5), erfolgt von 2010 bis 2014 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen im Umsatz von 5,00 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 3,10 % 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 11,71 % (vorher: 12,00 %) errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2008 entspricht als **Kursziel 4,11 €**.

DISCOUNTED CASHFLOW Modellszenario eteleon e-solutions AG									
in Mio. EUR	GJ 2008e	GJ 2009e	GJ 2010e	GJ 2011e	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	
<b>Umsatz</b>	<b>42,64</b>	<b>43,00</b>	<b>45,15</b>	<b>47,41</b>	<b>49,78</b>	<b>52,27</b>	<b>54,88</b>	<b>57,62</b>	
Umsatzveränderung	20,00%	0,83%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	2,00%
EBITDA-Marge	1,31%	3,08%	3,10%	3,10%	3,10%	3,10%	3,10%	3,10%	3,10%
Abschreibungen (auf IK)	-0,25	-0,30	-0,30	-0,31	-0,32	-0,34	-0,35	-0,37	
Abschreibungen vom OAV	18,18%	21,43%	21,43%	21,43%	21,43%	21,43%	21,43%	21,43%	
EBITA	0,31	1,03	1,10	1,16	1,22	1,28	1,35	1,41	
<b>EBITA-Marge</b>	<b>0,72%</b>	<b>2,38%</b>	<b>2,44%</b>	<b>2,45%</b>	<b>2,45%</b>	<b>2,45%</b>	<b>2,45%</b>	<b>2,45%</b>	<b>2,45%</b>
<b>effektive Steuerquote</b>	<b>20,00%</b>	<b>20,00%</b>	<b>30,00%</b>	<b>30,00%</b>	<b>30,00%</b>	<b>30,00%</b>	<b>30,00%</b>	<b>30,00%</b>	<b>30,00%</b>
EBI (NOPLAT)	0,25	0,82	0,77	0,81	0,86	0,90	0,94	0,99	
Working Capital	2,80	3,30	3,46	3,64	3,82	4,01	4,21	4,42	
Working Capital zu Umsatz	6,57%	7,67%	7,67%	7,67%	7,67%	7,67%	7,67%	7,67%	
<b>Operatives Anlagevermögen (OAV)</b>	<b>1,38</b>	<b>1,40</b>	<b>1,43</b>	<b>1,50</b>	<b>1,57</b>	<b>1,65</b>	<b>1,74</b>	<b>1,82</b>	
Umsatz zu OAV	31,01	30,71	31,62	31,62	31,62	31,62	31,62	31,62	
Investiertes Kapital (IK)	4,18	4,70	4,89	5,14	5,39	5,66	5,95	6,24	
<b>Kapitalrendite</b>	<b>7,22%</b>	<b>19,63%</b>	<b>16,38%</b>	<b>16,65%</b>	<b>16,65%</b>	<b>16,65%</b>	<b>16,65%</b>	<b>16,65%</b>	<b>16,15%</b>

<b>EBITDA</b>	<b>0,56</b>	<b>1,33</b>	<b>1,40</b>	<b>1,47</b>	<b>1,54</b>	<b>1,62</b>	<b>1,70</b>	<b>1,79</b>	
Steuern auf EBITA	-0,06	-0,21	-0,33	-0,35	-0,37	-0,38	-0,40	-0,42	
Investitionen in OAV	-0,18	-0,33	-0,33	-0,38	-0,40	-0,42	-0,44	-0,46	
Veränderung des Working Capital	-0,83	-0,50	-0,16	-0,17	-0,18	-0,19	-0,20	-0,21	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
<b>Freier Cashflow</b>	<b>-0,51</b>	<b>0,30</b>	<b>0,58</b>	<b>0,57</b>	<b>0,60</b>	<b>0,63</b>	<b>0,66</b>	<b>0,69</b>	<b>9,09</b>

VALUATION in Mio. EUR		GJ 2007	GJ 2008e	GJ 2009e	GJ 2010e
Barwert expliziter FCFs		1,82	2,54	2,54	2,26
Barwert des Continuing Value		3,75	4,19	4,68	5,23
Wert operatives Geschäft (Stichtag)		5,57	6,73	7,22	7,49
Nettoschulden (Net debt)		-1,03	-0,55	-0,90	-1,51
Barwert aller Optionen (neg. Eing.)		0,00	0,00	0,00	0,00
Wert des Eigenkapitals		6,60	7,29	8,12	9,00
Fremde Gewinnanteile		0,00	0,00	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals		6,60	7,29	8,12	9,00
Ausstehende Aktien in Mio.		1,98	1,98	1,98	1,98
<b>Fairer Wert der Aktie in EUR</b>		<b>3,34</b>	<b>3,69</b>	<b>4,11</b>	<b>4,56</b>

FINANZCASHFLOW in Mio. EUR		GJ 2007e	GJ 2008e	GJ 2009e	GJ 2010e
Dividendenzahlung		0,00	0,00	0,00	0,00
Aktienrückkäufe		0,00	0,00	0,00	0,00
Zinsaufwand/ertrag		0,04	0,05	0,04	0,06

### Sensitivitätsanalyse Fairer Wert je Aktie in Euro

Fairer Wert pro Aktie liegt bei 4,11 €

		WACC				
		9,7%	10,7%	11,7%	12,7%	13,7%
Kapitalrendite	14,1%	4,60	4,14	3,78	3,49	3,26
	15,1%	4,83	4,33	3,94	3,63	3,38
	16,1%	5,07	4,53	4,11	3,78	3,51
	17,1%	5,30	4,73	4,28	3,92	3,63
	18,1%	5,54	4,92	4,45	4,07	3,76

## Fazit

Umsatzseitig ist das erste Halbjahr 2008 zur vollen Zufriedenheit verlaufen. Gegenüber dem Vorjahr wurde eine Steigerung von 49,5 % auf 21,16 Mio. € erreicht. Jedoch verschärfte sich auch der Wettbewerb, so dass es zu notwendigen Steigerungen bei den Werbeaufwendungen kam. Auch die Wertgutschriften und –zugaben an die Kunden erhöhten sich. Entsprechend wurden Umsätze zum Teil mit einem niedrigen Deckungsbeitrag erwirtschaftet, was dazu führte, dass die Margen im ersten Halbjahr rückläufig waren. Im Vergleich zur Vorjahresperiode fiel das EBIT mit 0,04 Mio. € deutlich niedriger aus. Auch strategische Aufwendungen für neue Produkte minderten das Ergebnis.

In der Folge haben wir unsere Schätzungen für das Gesamtjahr angepasst. Zwar gehen wir unverändert davon aus, dass sich die Umsatzerlöse zum Jahresende auf über 42 Mio. € belaufen werden, wir korrigieren jedoch die Ergebnisprognosen nach unten. Nach einem erwarteten EBIT von 0,78 Mio. €, gehen wir nun von 0,23 Mio. € aus.

Auch für 2009 nehmen wir Anpassungen vor. Erwartungsgemäß werden in 2009 die Provisionen der Mobilfunkgesellschaften sinken, so dass es dann nicht mehr möglich sein wird, Zugaben und Wertgutschriften in dem bisherigen Umfang anzubieten. Der Wettbewerb wird sich daher nochmals verschärfen, was sich in den Umsatzerlösen bemerkbar machen wird. Zudem erwartet man inzwischen eine sich eintrübende Konjunktur als Folge der Finanzkrise.

In unseren Schätzungen für 2009 tragen wir diesen Umständen Rechnung. Die Umsatzschätzungen für 2009 korrigieren wir daher von zuvor 46,91 Mio. € auf nunmehr 43,00 Mio. €. Entsprechend passen wir auch die Ergebniserwartungen für 2009 an und gehen nun von einem EBIT in Höhe von 0,94 Mio. € aus, nach zuvor 1,57 Mio. €.

Die zukünftige Margenentwicklung der eteleon ist maßgeblich davon abhängig, wie erfolgreich die eigenen Produkte am Markt etabliert werden können. Durch den verstärkten Vertrieb eigener Produkte, wie dem WiFon oder den 8-Cent-Tarif, können eigene Kunden gewonnen werden, die einen entsprechend höheren Margenbeitrag leisten. Auch der Erfolg beim Vertrieb anderer Laufzeitprodukte wird für die Margenentwicklung entscheidend sein, da diese zum Einen eine Diversifikation zu den derzeit vertriebenen Produkten darstellen und zum Anderen noch nicht so stark umkämpft sind wie der Mobilfunkbereich.

Nachdem wir die Schätzungen nun konservativ heruntergenommen haben, behalten wir uns ausdrücklich vor, die langfristige Margenerwartung wieder anzuheben, sobald sich abzeichnet, dass die Margen durch die oben beschriebenen Maßnahmen nachhaltig gesteigert werden können.

Entsprechend den konservativeren Annahmen nehmen wir auch das Kursziel von zuletzt 6,88 € auf nunmehr 4,11 € herunter. Nichtsdestotrotz zeichnet sich die Aktie der eteleon dennoch durch eine günstige Bewertung aus. Ein KGV für 2009 von unter 5 bestätigt dies. Das Kurspotenzial beträgt auch auf dem reduzierten Kursniveau noch immer deutlich über 100 %. Mittelfristig sind wir weiterhin überzeugt, dass sich eteleon erfolgreich am Markt behaupten wird. Das Rating KAUFEN behalten wir daher unverändert bei.



# 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/>**

**§ 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 Interessenskonflikten 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**

**§ 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)