



Researchstudie (Initial Coverage)



E-Commerce-Aktie mit rasantem Wachstum

Kursziel: 18,00 €

Rating: Kaufen

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

Ecommerce Alliance AG ^{*5}

Rating: Kaufen

Kursziel: 18,00

aktueller Kurs: 10,85

8.11.2011 / ETR

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A1C9YW6

WKN: A1C9YW

Börsenkürzel: ECF

Aktienanzahl³: 1,558

Marketcap³: 16,91

EnterpriseValue³: 11,40

³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 56,5 %

Transparenzlevel:

Entry Standard

Marktsegment:

Freiverkehr

Rechnungslegung:

IFRS

Geschäftsjahr: 31.12

Designated Sponsor:

CBS

Analysten:

Felix Gode

gode@gbc-ag.de

Christoph Schnabel

schnabel@gbc-ag.de

* Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite V

Unternehmensprofil

Branche: IT

Fokus: E-Commerce

Mitarbeiter: 100 Stand: 31.12.2010

Gründung: 1999 (getmobile AG)

Firmensitz: München

Vorstand: Daniel Wild, Sven Rittau



Die Ecommerce Alliance AG ist eine Holdinggesellschaft, die mit unterschiedlichen E-Commerce-Geschäftsmodellen im deutschen und europäischen Markt aktiv ist. Der Fokus der Ecommerce Alliance liegt dabei auf den Geschäftsfeldern Ecommerce Brands, Ecommerce Services und Ecommerce Media. Die Ecommerce Brands umfassen die Handelsunternehmen der Gruppe. Hierzu zählen sowohl die Online-Shopping-Clubs Pauldirekt und 52weine als auch die Mass Customization Sites Shirtinator und Pearlfection sowie das Gutschein-Portal Spassbaron. Das Geschäftsfeld Ecommerce Services dient der Verlängerung der Wertschöpfungskette und ermöglicht den Ecommerce Brands ein kosteneffizientes und professionelles Marketing und Fulfillment. Das aktuelle Portfolio umfasst die integrierte Internet- und TV-Marketingagentur Getperformance und das Logistik- und Fulfillment-Unternehmen Getlogics. Das Geschäftsfeld Ecommerce Media besteht aus Informations- und Medienportalen, wie beispielsweise Mybestbrands, Netmoms und Weinkenner und dient dem gesicherten und raschen Marktzugang der Ecommerce Brands.

Daten & Prognosen

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011e	31.12.2012e
Umsatz	7,07	19,43	28,50	42,75
EBITDA	-0,81	-1,94	-1,61	0,29
EBIT	-0,96	-2,18	-2,16	-0,21
Jahresüberschuss	-13,16	-2,32	-2,84	-0,84

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	-1,39	-1,49	-1,82	-0,54
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen				
EV/Umsatz	1,07	0,59	0,40	0,27
EV/EBITDA	-9,34	-5,87	-7,07	39,85
EV/EBIT	-7,89	-5,23	-5,27	-53,25
KGV	neg.	neg.	neg.	neg.
KBV		0,92		

Finanztermine:

Datum: Ereignis

08.12.2011: 12. MKK

**letztes Research von GBC:

Datum: Veröffent. / Kursziel in EUR / Rating

RS = Research Studie; RG = Research Guide;
** oben aufgeführte Researchstudie kann unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D 86150 Augsburg angefordert werden.

Inhaltsangabe

Unternehmen

Aktionärsstruktur.....	1
Unternehmensstruktur.....	1
Geschäftstätigkeit und Strategie.....	2
Wichtige Meilensteine der Unternehmensgeschichte.....	2
Geschäftsmodell und Strategie.....	2
Beteiligungsunternehmen.....	3
Organe der Gesellschaft.....	7

Markt und Marktumfeld

Konsumstimmung.....	8
Konsumausgaben.....	8
Einzelhandel.....	9
E-Commerce.....	9
Smartphones und Social Media.....	10
M&A in Bereich E-Commerce und Internet Media	11

Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick.....	12
Geschäftsentwicklung 2010 und 1. HJ 2011.....	13
Umsatzentwicklung.....	13
Ergebnisentwicklung.....	14
Umsatz- und Ergebnisentwicklung 1. HJ 2011	15
Bilanzielle und finanzielle Situation.....	16
SWOT-Analyse Ecommerce Alliance AG.....	17
Prognose und Modellannahmen.....	18
Umsatzprognosen.....	18
Ergebnisprognosen.....	19

Bewertung/ Fazit

Bewertungsansatz.....	21
DCF-Bewertung.....	21
Modellannahmen.....	21
Bestimmung der Kapitalkosten.....	21
Bewertungsergebnis.....	21
DCF-Modell.....	22
Peer-Group-Vergleich.....	23
Bewertungsindikation anhand getätigter Transaktionen.....	24
Fazit	25

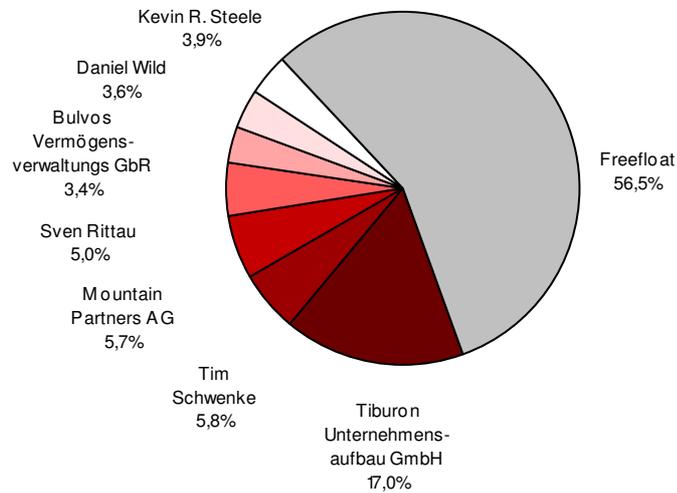
Anhang

Disclaimer und Haftungsausschluss	III
Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34 b WpHG.....	V

Unternehmen

Aktionärsstruktur

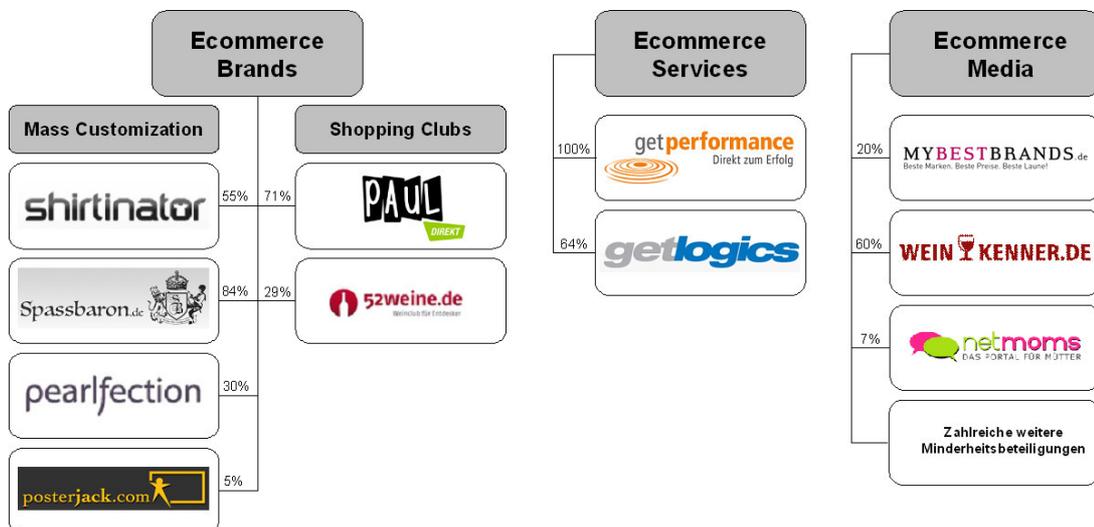
Aktionärsstruktur (August 2011)



	Stand April 2011	Stand Juni 2011	Stand August 2011
Tiburon Unternehmensaufbau GmbH	17,0%	17,0%	16,3%
Tim Schwenke	5,6%	5,6%	5,8%
Mountain Partners AG	4,6%	4,6%	5,7%
Sven Rittau	4,4%	4,4%	5,0%
Bulvos Vermögensverwaltungs GbR	3,4%	3,4%	3,4%
Daniel Wild	3,4%	3,4%	3,6%
Kevin R. Steele	3,0%	3,0%	3,9%
Freefloat	58,6%	58,6%	56,5%

Quelle: ECAG, GBC

Unternehmensstruktur



Quelle: ECAG, GBC

Geschäftstätigkeit und Strategie

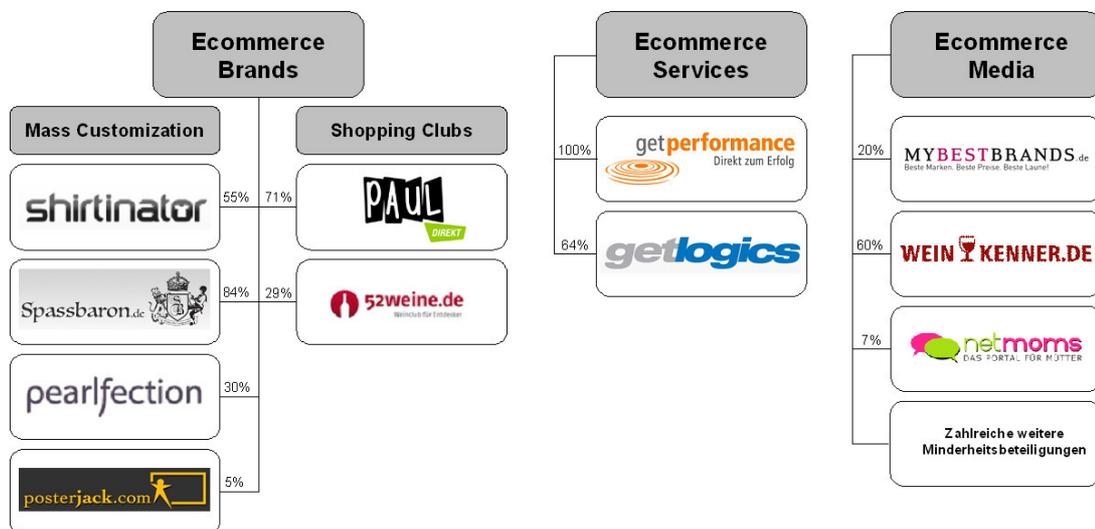
Wichtige Meilensteine der Unternehmensgeschichte

1999	Gründung der getmobile AG in München
08/2005	Übernahme der getmobile AG durch die getmobile europe plc. im Rahmen eines Reverse-IPO
12/2009	Verkauf des Mobilfunkhandelsgeschäfts
01/2010	Gründung der Ecommerce Alliance AG als Vorratsgesellschaft in Vorbereitung zur Verschmelzung mit der Ecommerce Alliance plc.
03/2010	Änderung des Unternehmensnamens von getmobile europe plc. in Ecommerce Alliance plc.
03/2010	Beendigung des Handels der Aktie der Ecommerce Alliance plc. an der AIM in London
06/2010	Verschmelzung der Ecommerce Alliance plc. auf die Ecommerce Alliance AG mit einem gleichzeitigen Aktientausch im Verhältnis von 10:1
08/2010	Erwerb von 100 % der Tiburon Partners AG inklusive 84 % der Experience Media GmbH und damit starker Ausbau des Beteiligungsportfolios
09/2010	Ausbau der Beteiligung an der Shirtinator AG auf 55 %
08/2011	Pauldirekt GmbH erhält einen mittleren siebenstelligen Betrag Wachstumskapital
08/2011	Pearlfection GmbH erhält einen mittleren sechsstelligen Betrag Wachstumskapital
10/2011	Burda Direkt Services beteiligt sich mit 51 % an der 52weine GmbH

Quelle: ECAG, GBC

Geschäftsmodell und Strategie

Das Geschäftsmodell der Ecommerce Alliance AG (ECAG) untergliedert sich in drei Geschäftsbereiche: Ecommerce Brands, Ecommerce Services und Ecommerce Media. Die folgende Übersicht gibt die wesentlichen Beteiligungen in den jeweiligen Bereichen wieder:



Quelle: ECAG, GBC

Ecommerce Brands

Der Geschäftsbereich Ecommerce Brands ist der Hauptumsatzträger der Gesellschaft. Die diesem Bereich zuzuordnenden Unternehmen tragen direkt zum Wachstum des Konzerns bei. Dabei sind die Unternehmen des Geschäftsbereichs Ecommerce Brands zwei Kategorien zuzuordnen: *Mass Customization* und *Shopping Clubs*. In der Kategorie *Mass Customization* (*Kundenindividuelle Massenfertigung*) werden Online-Shops betrieben, die auf individualisierte Produkte für Kunden spezialisiert sind. Durch die Individualität wird der Kundennutzen erhöht, gleichzeitig ist jedoch eine hohe Skalierbarkeit bei der Herstellung möglich. Der Kategorie *Mass Customization* sind insbesondere die Beteiligungen Shirtinator, Pearlfection, Posterjack und Spassbaron zuzuordnen. In der Kategorie *Shopping Clubs* werden Plattformen betrieben, auf denen Kunden Produkte in zeitlich befristeten Aktionen angeboten werden. *Shopping Clubs* sind dabei geschlossene Nutzerplattformen, welche

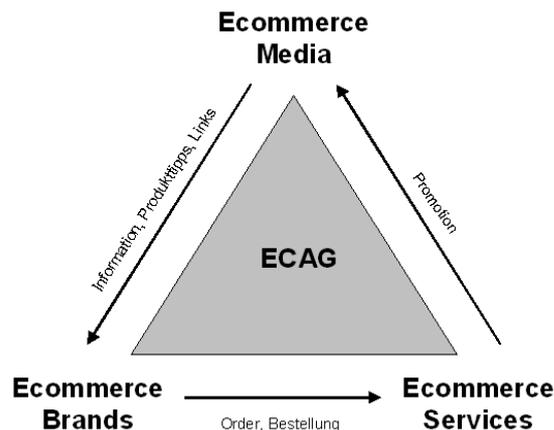
eine einmalige Anmeldung erfordern. Die angemeldeten Nutzer werden dann regelmäßig per E-Mail über aktuelle Angebote informiert, womit der Kundenzugang effizient aufrecht erhalten wird.

Ecommerce Services

Die beiden Konzerngesellschaften Getperformance sowie Getlogics decken den Geschäftsbereich Ecommerce Services ab, welcher dazu dient die Wertschöpfungskette innerhalb der Unternehmensgruppe zu verlängern. Insbesondere für die Unternehmen des Geschäftsbereiches Ecommerce Brands bietet der Bereich Ecommerce Services eine kosteneffiziente Möglichkeit Marketing zu betreiben, die Bestellvolumina zu erhöhen und das Fulfilment abzuwickeln. Dabei bietet die Internet- und TV-Marketingagentur Getperformance Marketingkampagnen für Internet, TV und Print. Der Logistikdienstleister Getlogics bietet hingegen sämtliche Leistungen in den Bereichen Logistik und Fulfilment, die Online-Shops benötigen, um die Abwicklung der Bestellungen umzusetzen. Neben den Konzernunternehmen der ECAG werden die Dienstleistungen auch erfolgreich Drittkunden angeboten.

Ecommerce Media

Im Bereich Ecommerce Media werden Informations- und Medienportale betrieben, auf denen Werbeflächen geschaffen werden. Den Unternehmen des Bereichs Ecommerce Brands wird damit ein kostengünstiger Marktzugang geschaffen, indem günstig zielgruppenorientierte Werbung geschaltet werden kann. Zu den wichtigsten Portalen der ECAG gehören dabei Mybestbrands für Markenartikel, Netmoms für Mütter oder Weinkenner für Weinliebhaber.



Quelle: ECAG, GBC

Die auf drei Standbeine aufgefücherte Aufstellung der ECAG ermöglicht die Erzielung von Synergieeffekten, durch eine effiziente Nutzung der vorhandenen Ressourcen. Dies kommt insbesondere den jungen Beteiligungsunternehmen zu Gute, da diese durch die Nutzung der konzerninternen Ressourcen Kosteneinsparungen erzielen können, die dazu beitragen, möglichst schnell in den Bereich des Break-even zu gelangen. Die oben stehende Grafik veranschaulicht dabei die Möglichkeiten des synergetischen Ineinandergreifens der drei Geschäftsbereiche. Das Angebot der verschiedenen Dienstleistungen innerhalb der Gruppe ermöglicht es den Beteiligungsunternehmen des Bereichs Ecommerce Brands die internen Ressourcen auf das Kerngeschäft zu konzentrieren und administrative Aufgaben kostengünstig auszulagern. Dies ermöglicht beides, verstärktes Wachstum bei gleichzeitig hoher Kosteneffizienz.

Beteiligungsunternehmen

Im Folgenden stellen wir die wichtigsten Beteiligungen der ECAG AG dar. Dabei haben wir neben den wichtigsten Unternehmenskennzahlen auch einen Wettbewerbsvergleich erstellt, der die Internetauftritte verschiedener Wettbewerbsangebote anhand geläufiger Vergleichskennziffern für Internetseiten vergleicht. Neben den dargestellten wichtigsten Beteiligungen hält die ECAG darüber hinaus Anteile an mehreren weiteren Unternehmen, die jedoch nur einen geringen Anteil am Konzernumsatz ausmachen bzw. derzeit eine untergeordnete Rolle spielen.

Beteiligungsunternehmen - Ecommerce Brands

Pauldirekt GmbH - www.pauldirekt.de

Die Pauldirekt GmbH ist mit über 1,3 Mio. registrierten Mitgliedern einer der führenden Online Shopping-Clubs Deutschlands. Dabei werden den Kunden überwiegend Produkte aus den Bereichen Elektronikartikel und Lifestyle zu reduzierten Preisen angeboten. Mit einer Quote von 80 % ist die Hauptzielgruppe männlich.



Anteil der Ecommerce Alliance AG:	71 %	Beteiligt seit:	2008
Gründungsjahr:	2008		
Unternehmenssitz:	München	Mitarbeiter 2010:	20

Wettbewerbsvergleich	Page Rank*	Page Views*	Seitenaufrufe / Besucher*	Total Visits*	Unique Visitors*	Besuche / Person / Monat*
www.brands4friends.de	229	46.000.000	12,4	3.700.000	900.000	4,1
www.vente-privee.com	386	28.000.000	16,5	1.700.000	430.000	4,0
www.limango.de	484	28.000.000	10,4	2.700.000	920.000	2,9
www.zalando-lounge.de	506	21.000.000	11,7	1.800.000	470.000	3,8
www.buyvip.com	670	9.900.000	11,9	830.000	270.000	3,1
www.pauldirekt.de	1.528	4.600.000	7,7	600.000	180.000	3,3

Quelle: ECAG, GBC, www.alexacom, google ad planner; Stand: 08.11.2011

Shirtinator AG - www.shirtinator.de

Die Shirtinator AG ist auf die Bedruckung individualisierter Textilien spezialisiert. Inzwischen hat das Unternehmen mehrere Millionen Teile qualitativ hochwertiger Textilien ausgeliefert. Die Bedruckung der Textilien erfolgt über eine Tochtergesellschaft in Bratislava/Slowakei, wobei das Unternehmen dank einer Vielzahl an verschiedenen Druckverfahren nahezu alle Kundenwünsche erfüllen kann.



Anteil der Ecommerce Alliance AG:	55 %	Beteiligt seit:	2009
Gründungsjahr:	2005		
Unternehmenssitz:	München	Mitarbeiter 2010:	25

Wettbewerbsvergleich	Page Rank	Page Views	Seitenaufrufe / Besucher	Total Visits	Unique Visitors	Besuche / Person / Monat
www.spreadshirt.de	597	4.600.000	7,0	660.000	300.000	2,2
www.shirtinator.de	2.918	820.000	5,1	160.000	77.000	2,1
www.printplanet.de	4.857	900.000	11,0	82.000	48.000	1,7
www.cafepress.de	9.621	180.000	2,9	63.000	39.000	1,6
www.shirtalarm.de	25.419	58.000	2,6	22.000	15.000	1,5

Quelle: ECAG, GBC, www.alexacom, google ad planner; Stand: 08.11.2011

Experience Media GmbH - www.spassbaron.de

Spassbaron ist ein Online-Shopping-Portal auf dem Nutzer Gutscheine für außergewöhnliche Aktivitäten, wie z.B. Fallschirmspringen, Baggerfahren oder Ballonfahren erwerben können. Insgesamt werden über 800 Produkte aus 6 verschiedenen Kategorien angeboten.



Anteil der Ecommerce Alliance AG:	84 %	Beteiligt seit:	2010
Gründungsjahr:	2008		
Unternehmenssitz:	Berlin	Mitarbeiter 2010:	4

Wettbewerbsvergleich	Page Rank	Page Views	Seitenaufrufe / Besucher	Total Visits	Unique Visitors	Besuche / Person / Monat
www.mydays.de	1.341	2.900.000	6,7	430.000	220.000	2,0
www.jochen-schweizer.de	1.362	2.600.000	7,2	360.000	200.000	1,8
www.einmalige-erlebnisse.de	3.381	240.000	3,7	65.000	44.000	1,5
www.spassbaron.de	6.480	220.000	3,9	56.000	24.000	2,3
www.jollydays.de	8.769	270.000	4,8	56.000	32.000	1,8
www.nolimits24.de	13.497	180.000	3,9	46.000	30.000	1,5

Quelle: ECAG, GBC, www.alexacom, google ad planner; Stand: 08.11.2011

* Page Rank = Rang nach Besuchshäufigkeit aller Webseiten in Deutschland
 Page Views = Seitenaufrufe
 Total Visits = Gesamtbesucherzahl
 Unique Visitors = Eindeutige Besucher

Pearlfection GmbH - www.pearlfection.de

Pearlfection ist eine Online-Shopping-Plattform, auf der sich die Nutzer Modeschmuck individuell zusammenstellen können. Zudem können Nutzer der Plattform mit dem integrierten Online-Designtool Schmuck selber entwerfen und anderen Kunden zum Verkauf anbieten.

	Anteil der Ecommerce Alliance AG:	30 %	Beteiligt seit:	2010
	Gründungsjahr:	2007		
	Unternehmenssitz:	München	Mitarbeiter 2010:	k.A.

Wettbewerbsvergleich	Page Rank	Page Views	Seitenaufufe / Besucher	Total Visits	Unique Visitors	Besuche / Person / Monat
www.pearlfection.de	6.124	840.000	8,8	96.000	39.000	2,5
www.pandora.net	18.844	6.800.000	5,2	1.300.000	560.000	2,3
www.everglaze.de	35.824	570.000	14,6	39.000	22.000	1,8
www.rockberries.com	52.680	k.A.	k.A.	k.A.	k.A.	k.A.

Quelle: ECAG, GBC, www.alexacom, google ad planner; Stand: 08.11.2011

52weine GmbH - www.52weine.de

52weine.de ist ein Shopping-Club für Weinliebhaber. Interessenten können sich kostenlos registrieren und erhalten Zugang zu einer exklusiven Einkaufsgelegenheit für Wein. Dabei werden überwiegend europäische Weine aus Spanien, Frankreich, Italien und Deutschland angeboten. Durch die geringe Lagerhaltung und große Einkaufsmengen können die Angebote besonders attraktiv gestaltet werden.

	Anteil der Ecommerce Alliance AG:	29 %	Beteiligt seit:	2010
	Gründungsjahr:	2010		
	Unternehmenssitz:	München	Mitarbeiter 2010:	3

Wettbewerbsvergleich	Page Rank	Page Views	Seitenaufufe / Besucher	Total Visits	Unique Visitors	Besuche / Person / Monat
www.hawesko.de	4.286	1.100.000	7,3	150.000	85.000	1,8
www.52weine.de	10.706	k.A.	k.A.	k.A.	k.A.	k.A.
www.wine-in-black.de	14.832	k.A.	k.A.	k.A.	k.A.	k.A.
www.weinderwoche.com	49.495	k.A.	k.A.	k.A.	k.A.	k.A.
www.wiv-ag.com	105.840	k.A.	k.A.	k.A.	k.A.	k.A.

Quelle: ECAG, GBC, www.alexacom, google ad planner; Stand: 08.11.2011

Posterjack GmbH - www.posterjack.de

Auf www.posterjack.de können Nutzer ihre privaten Fotos hochladen und in zahlreichen Varianten - etwa als Poster, Fotobuch, auf Leinwand, als Fotopuzzle etc. - individualisieren. Mittels eines Online-Tools können auch Fotocollagen kreiert werden.

	Anteil der Ecommerce Alliance AG:	5%	Beteiligt seit:	2010
	Gründungsjahr:	2007		
	Unternehmenssitz:	München	Mitarbeiter 2010:	k.A.

Wettbewerbsvergleich	Page Rank	Page Views	Seitenaufufe / Besucher	Total Visits	Unique Visitors	Besuche / Person / Monat
www.vistaprint.de	429	28.000.000	17,5	1.600.000	750.000	2,1
www.posterxxl.de/	1.498	2.200.000	6,5	340.000	160.000	2,1
www.allposters.de	2.441	3.500.000	11,7	300.000	180.000	1,7
www.posterjack.com	6.286	390.000	4,7	83.000	47.000	1,8
www.printplanet.de	4.857	900.000	11,0	82.000	44.000	1,9
www.myprinting.de	8.252	390.000	2,3	170.000	100.000	1,7

Quelle: ECAG, GBC, www.alexacom, google ad planner; Stand: 08.11.2011

* Page Rank = Rang nach Besuchshäufigkeit aller Webseiten in Deutschland
 Page Views = Seitenaufufe
 Total Visits = Gesamtbesucherzahl
 Unique Visitors = Eindeutige Besucher

Beteiligungsunternehmen - Ecommerce Media

Mybestbrands AG - www.mybestbrands.de / www.mybestbrands.com

Mit rund 1 Mio. registrierten Mitgliedern ist mybestbrands.de eines der größten Vermittlungsportale für Markenartikel im deutschsprachigen Raum. Täglich werden über 300 Online-Shops und Shopping-Clubs nach den günstigsten Preisen und Sonderangeboten durchsucht. Dabei werden täglich ca. 100.000 Angebote von über 1.300 Marken, insbesondere aus den Bereichen Mode, Wohnen und Lifestyle präsentiert. Unter der Domain www.mybestbrands.com ist das Unternehmen auch auf dem US-Markt aktiv.

	Anteil der Ecommerce Alliance AG:	20 %	Beteiligt seit:	2009
	Gründungsjahr:	2008		
	Unternehmenssitz:	München	Mitarbeiter 2010:	k.A.

Wettbewerbsvergleich	Page Rank	Page Views	Seitenaufrufe / Besucher	Total Visits	Unique Visitors	Besuche / Person / Monat
www.ladenzeile.de	461	13.000.000	6,2	2.100.000	1.200.000	1,8
www.stylefruits.de	798	9.000.000	13,0	690.000	290.000	2,4
www.shopping24.de	1.281	470.000	3,9	120.000	58.000	2,1
www.stylight.de	1.391	2.100.000	4,6	460.000	260.000	1,8
www.mybestbrands.de	1.745	1.000.000	5,0	200.000	120.000	1,7
www.smatch.com	2.207	1.200.000	3,2	370.000	200.000	1,9

Quelle: ECAG, GBC, www.alexa.com, google ad planner; Stand: 08.11.2011

Netmoms GmbH - www.netmoms.de

Netmoms.de ist ein Informationsportal für Mütter. Mit ca. 150.000 Mitgliedern ist die Community dabei eines der größten Netzwerke dieser Art in Deutschland. Das Portal bietet Müttern oder werdenden Müttern Informationen über Kinderwunsch, Schwangerschaft und Kinder. Auch Shoppingangebote für Mütter und Kinder sind auf der Seite integriert.

	Anteil der Ecommerce Alliance AG:	7 %	Beteiligt seit:	2010
	Gründungsjahr:	2007		
	Unternehmenssitz:	Köln	Mitarbeiter 2010:	k.A.

Wettbewerbsvergleich	Page Rank	Page Views	Seitenaufrufe / Besucher	Total Visits	Unique Visitors	Besuche / Person / Monat
www.urbia.de	314	36.000.000	18,9	1.900.000	760.000	2,5
www.netmoms.de	554	5.600.000	5,1	1.100.000	560.000	2,0
www.eltern.de	738	6.200.000	7,7	810.000	390.000	2,1
www.mamiweb.de	4.640	920.000	10,8	85.000	36.000	2,4

Quelle: ECAG, GBC, www.alexa.com, google ad planner; Stand: 08.11.2011

Folgende Übersicht zeigt weitere Unternehmensbeteiligungen der ECAG AG auf:

Unternehmen	Tätigkeit	ECAG-Anteil
Clipdealer GmbH - www.clipdealer.de	Online-Marktplatz für lizenzfreie Medien	30 %
Weinkenner GmbH - www.weinkenner.de	Informationsportal zum Thema Wein	60 %
4TRONYX Entertainment GmbH - www.4tronyx.com	Individualisierter Foliendruck	23 %
Große Kochschule GmbH - www.321kochen.tv	Video-Kochportal	35 %
Mymmo GmbH - www.allvatar.com	Multiplayer Online Game-Community	43 %

Quelle: ECAG, GBC

Organe der Gesellschaft

Vorstand

Herr Daniel Wild (CEO)

Herr Daniel Wild studierte Betriebswirtschaftslehre und absolvierte ein MBA-Programm, bevor er seine Laufbahn bei der internationalen Unternehmensberatung Mitchell Madison Group im Bereich Private Banking Practice begann. Im Jahr 1999 gründete er die getmobile AG, ein auf den Onlinevertrieb von Mobilfunkprodukten spezialisiertes Unternehmen. Im Jahr 2007 erwirtschaftete die getmobile AG einen Umsatz von mehr als 100 Mio. €. Im Jahr 2009 wurde das Handygeschäft veräußert und fortan unter der Firmierung Ecommerce Alliance AG ein Fokus auf das Beteiligungsgeschäft im Bereich E-Commerce und Internet Media gelegt. Zudem ist Herr Wild seit vielen Jahren als Business Angel aktiv und war an der Gründung oder Frühphasenfinanzierung mehrerer Internet-Start-ups, wie zum Beispiel Shirtinator, XING oder Lokalisten, beteiligt. Als CEO der Ecommerce Alliance AG ist Herr Wild überwiegend für die Bereiche Business Development sowie Strategie und strategische Planung verantwortlich.

Herr Sven Rittau

Nach Abschluss seines Studiums der Betriebswirtschaftslehre war Herr Sven Rittau zunächst zwei Jahre als Unternehmensberater bei Roland Berger Strategy Consultants tätig. Im Anschluss daran war Herr Rittau im Jahr 1999 an der Gründung der Zooplus AG beteiligt und gehörte bis zum Jahr 2007 dem Vorstand des Unternehmens an. Danach übernahm Herr Rittau den Posten des CEO bei der Shirtinator AG und wurde im Januar 2011 in den Vorstand der Ecommerce Alliance AG berufen. Hierbei ist sein Aufgabenbereich insbesondere die Vernetzung und strategische Steuerung der einzelnen Tochterunternehmen.

Aufsichtsrat

Herr Maximilian Ardelt (Aufsichtsratsvorsitzender)

Herr Maximilian Ardelt studierte Wirtschaftsingenieurwesen und gilt als einer der erfolgreichsten Gründer in der deutschen Mobilfunkindustrie. Als Mitglied des Vorstandes der früheren Preussag (heute TUI) sowie ab 1994 der VIAG AG (heute EON) ist Herr Ardelt an der Gründung von zahlreichen Mobilfunkunternehmen, z.B. Talkline oder Viag Intercom (heute O2 Germany) beteiligt gewesen. Auch in der Schweiz und Österreich war Herr Ardelt an der Gründung von Mobilfunkbetreibern wie ONE oder Orange beteiligt. Seit dem Verkauf der Telekom-Aktivitäten engagiert sich Herr Ardelt in zahlreichen Bei- und Aufsichtsräten innovativer Unternehmen mit einem Schwerpunkt im Bereich der Informations- und Kommunikationstechnologie. Dazu gehören Mandate bei TechData, Funkwerk sowie Cewe Color.

Herr Dr. Michael Birkel (stellv. Aufsichtsratsvorsitzender)

Herr Dr. Michael Birkel ist Diplom-Physiker und promovierte an der Universität von Oxford. Seine berufliche Laufbahn begann er bei der Unternehmensberatung McKinsey und entwickelte dort Wachstumsstrategien für High-Tech-Unternehmen. 1999 gründete Herr Dr. Birkel die 12snap AG, einen führenden internationalen Anbieter von Softwarelösungen für Mobile Marketing Programme. Bis 2008 war er zudem CEO des Unternehmens. Seit 2009 gehört er dem Aufsichtsrat des Unternehmens an. Zudem ist Herr Dr. Birkel Venture Partner bei der VC-Gesellschaft Target Partners sowie geschäftsführender Gesellschafter der Investment Gesellschaft Augustus Consulting.

Herr Tim Schwenke

Der Diplomkaufmann Tim Schwenke begann seine Laufbahn bei der internationalen Unternehmensberatung Mitchell Madison Group in der Electronic Commerce Practice und gründete 1999 die getmobile AG (heute Ecommerce Alliance AG) wo er für die Bereiche Unternehmensaufbau, Einkauf, Logistik und Unternehmensführung tätig war. Als Business Angel gründete Herr Schwenke darüber hinaus mehrere Internetunternehmen oder beteiligte sich an der Frühphasenfinanzierung. Hierzu gehören Job24TV, Cadooz oder XING.

Markt und Marktumfeld

Konsumstimmung in Deutschland auf anhaltend hohem Niveau

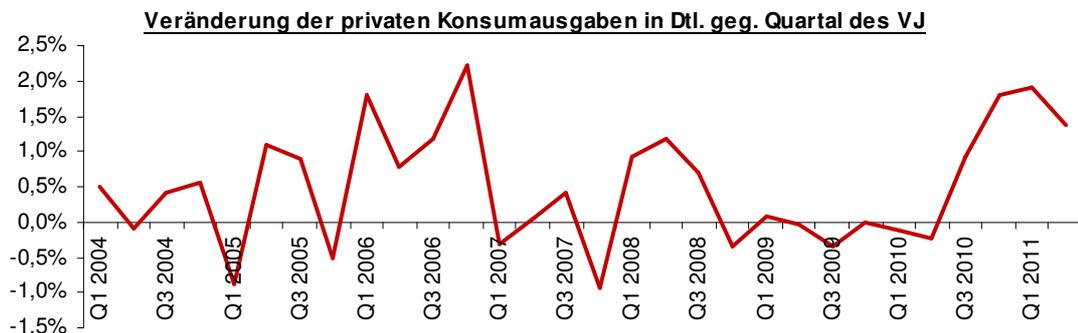
Mit einem Wert von 5,2 zeigte sich die Konsumstimmung in Deutschland im Oktober anhand des GfK-Konsumklimaindex anhaltend robust, auch wenn die Hochwerte der Vormonate nicht mehr ganz erreicht wurden. Hintergrund der starken Konsumlaune ist neben der guten konjunkturellen Entwicklung der vergangenen Quartale auch die niedrige Arbeitslosenquote in Deutschland, die unter anderem auch bedingt durch das Instrument der Kurzarbeit während der Finanzkrise, auf einem historisch niedrigen Niveau liegt. Die zuletzt zu beobachtende leichte Abschwächung des GfK-Konsumklimaindex ist vor allem im Zusammenhang mit der Schuldenkrise zu sehen, welche zu einem restriktiveren Konsumverhalten vor dem Hintergrund einer potenziellen konjunkturellen Eintrübung führt.



Quelle: GfK, GBC

Auch in 2011 steigende private Konsumausgaben erwartet

Das stabile Konsumverhalten in Deutschland belegen auch die Zahlen der privaten Konsumausgaben. Nachdem diese im Jahr 2010 unerwartet dynamisch um +2,4 % auf 1.444,7 Mrd. € zulegen, setzte sich die Dynamik auch im neuen Jahr 2011 fort. So lag der Zuwachs des privaten Konsums gegenüber dem Vorjahr nach den ersten beiden Quartalen 2011 bei +3,3 %. Dabei ist zu berücksichtigen, dass die Erholung des Konsums im Vorjahr insbesondere im Q3 und Q4 einsetzte und das 1. HJ 2010 entsprechend schwach war. Dennoch scheint das Konsumverhalten in Deutschland auf einem stabilen Niveau zu verharren, auch wenn das Wachstum im Q2 2011 mit +1,4 % leicht schwächer ausfiel. Die Verunsicherung im Rahmen der Staatsschuldenproblematik ist hierfür ein wesentlicher Grund.

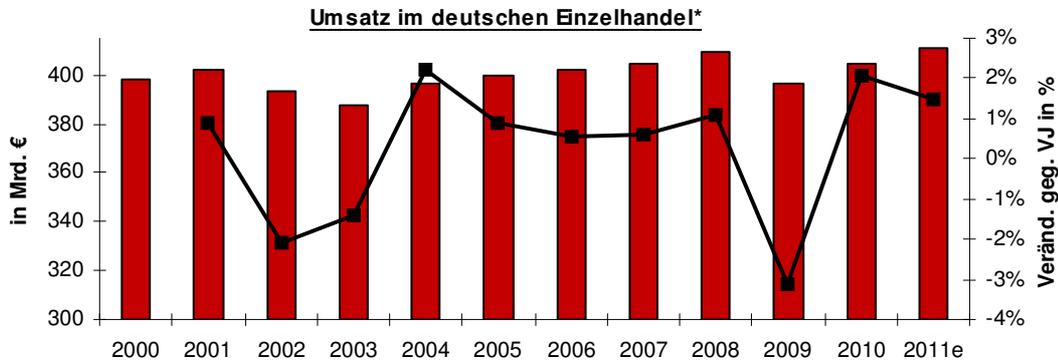


Quelle: destatis, GBC

Auch für das 2. HJ 2011 wird davon ausgegangen, dass sich die deutsche Konsumausgaben robust zeigen werden. So geht die Deutsche Bundesbank davon aus, dass der private Konsum im Jahr 2011 insgesamt „spürbar zulegen“ wird. Gemäß den Schätzungen des Instituts für Wirtschaftsforschung Halle (IWH) sollen die privaten Konsumausgaben im laufenden Jahr um +1,3 % zulegen können. Auch für das kommende Jahr sehen die Experten keinen Abbruch des aufwärtsgerichteten Trends und erwarten eine nochmalige Steigerung um dann +1,0 %.

Stabile Beschäftigungssituation lässt deutschen Einzelhandel wachsen

Die gute Entwicklung der privaten Konsumausgaben schlug sich auch positiv auf die Einzelhandelsumsätze in Deutschland nieder. So legten die Einzelhandelsumsätze im Jahresverlauf 2010 um 2,1 % auf 404,7 Mrd. € zu. Auch im laufenden Jahr geht der *Handelsverband Deutschland (HDE)* davon aus, dass sich im Zuge der stabilen Beschäftigungssituation und moderaten Teuerungsrate ein weiterer Zuwachs um 1,5 % erzielen lassen wird.



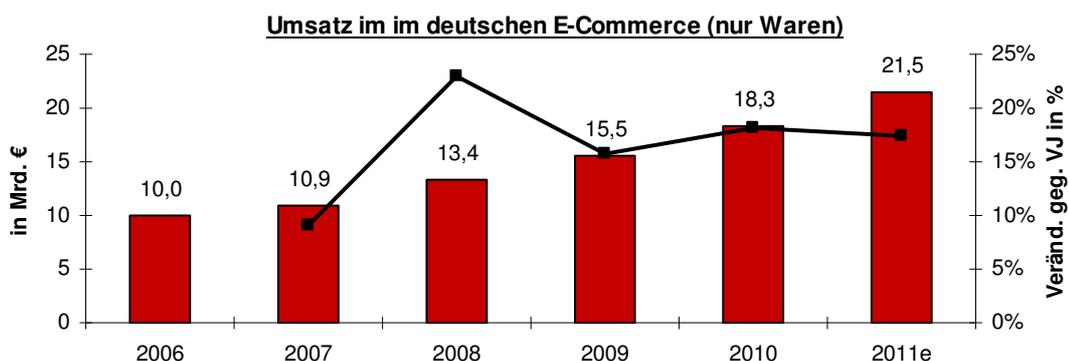
Quelle: destatis, HDE, GBC; * ohne Kfz-Handel, Tankstellen, Brennstoffe und Apotheken

E-Commerce mit überproportionalen Wachstumsraten - Prognosen angehoben

Noch rasanter entwickelte sich in den vergangenen Jahren der Bereich E-Commerce. Seit dem Jahr 2006 konnte hier ein durchschnittliches jährliches Wachstum (CAGR) in Höhe von +16,3 % aufgewiesen werden. Im abgelaufenen Jahr 2010 war mit einem Plus von +18,1 % damit sogar ein überdurchschnittliches Wachstum zu verzeichnen. Insgesamt konnten im Jahr 2010 18,3 Mrd. € im deutschen Onlinegeschäft mit Waren umgesetzt werden. Zieht man neben den Warenumsätzen auch digitale Dienstleistungen (Konzerttickets, Fahrkarten etc.) hinzu, betrug das Marktvolumen sogar 25,3 Mrd. €. Besonders gut entwickelten sich dabei unter anderem auch die Internet-Pure-Player, also diejenigen Anbieter, welche ihre Angebote ausschließlich über das Internet vertreiben. Diese konnten eine Umsatzsteigerung um +27,9 % aufweisen.

Die bundesweit zunehmende Bandbreitendurchdringung sowie eine steigende Affinität zum Internet über alle Altersgruppen hinweg begünstigen die starken Wachstumsraten. Insbesondere aber sorgt die immer stärkere Verbreitung von Smartphones den E-Commerce-Handel. Durch den damit bedingten erhöhten Zugang zum mobilen Internet und Mobile-Commerce-Angeboten wird auch in den kommenden Jahren voraussichtlich ein überdurchschnittliches Wachstum zu beobachten sein.

So geht der *Bundesverband des Deutschen Versandhandels (bvh)* davon aus, dass der Online-Handel mit Waren im Jahr 2011 um +17,4 % auf 21,5 Mrd. € zulegen und erstmalig die 20-Milliarden-Euro-Marke überschreiten wird. Damit hob der Verband jüngst seine vorherigen Prognosen von 21,1 Mrd. € nach oben an. Weiterhin werden dabei die Trends Mobile Commerce und Social Media besondere Wachstumstreiber sein.

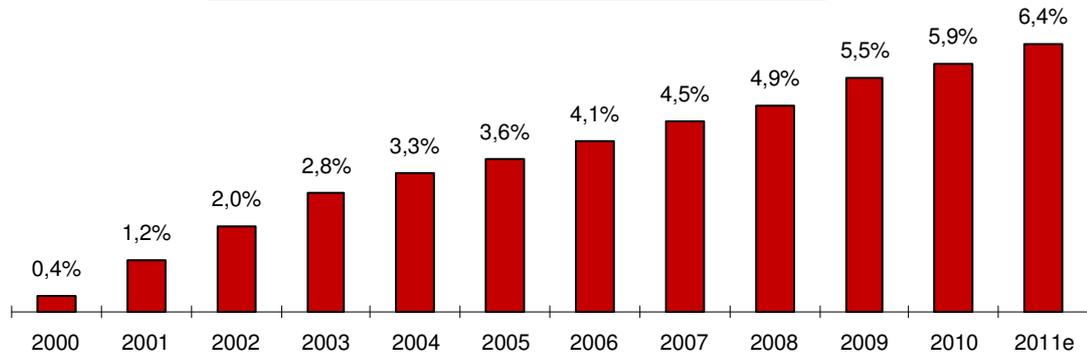


Quelle: bvh, GBC

Mobile Commerce und Social Media als Wachstumstreiber der kommenden Jahre

Unterstrichen wird die steigende Bedeutung des E-Commerce auch durch den stetig steigenden Anteil des Online-Handels an den Gesamtumsatzerlösen des deutschen Einzelhandels. Während dieser noch vor 10 Jahren nahezu bedeutungslos war, markierte E-Commerce im Jahr 2010 bereits einen Anteil an den Gesamteinzelhandelsumsätzen von 5,9 %. Die zuletzt aufgewiesene Stetigkeit wird sich voraussichtlich auch in den kommenden Jahren fortsetzen. So wird davon ausgegangen, dass sich der Anteil im Jahr 2011 bereits auf 6,4 % belaufen wird.

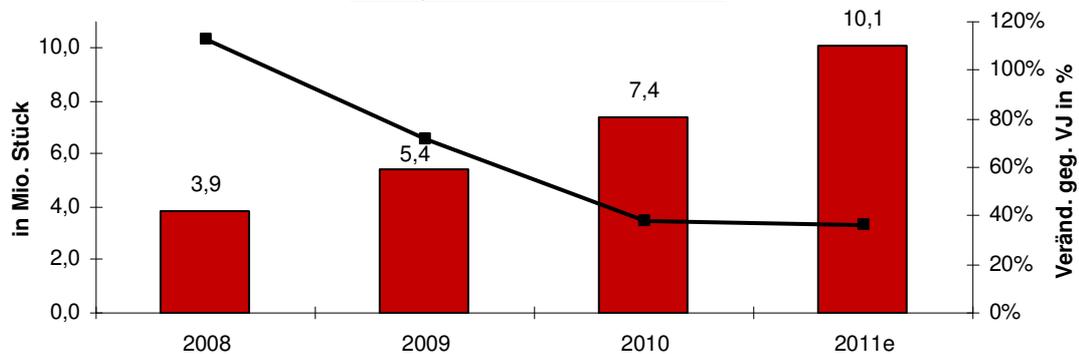
Umsatzanteil E-Commerce am deutschen Einzelhandel



Quelle: HDE, Berechnung GBC

Insbesondere in Deutschland ist in den vergangenen Jahren eine steigende Affinität zum Internet festzustellen gewesen. Rund 50 Mio. Deutsche waren Ende 2010 online. Zudem haben im Jahr 2010 rund 60 % aller Deutschen Waren oder Dienstleistungen im Internet bestellt. Verstärkt wird dieser Trend vor allem noch durch die rasante Ausbreitung von Smartphones und Tablet-PCs. Allein im Jahr 2010 wurden bundesweit 7,4 Mio. Smartphones verkauft. Dies entspricht einem Zuwachs gegenüber dem Vorjahr um 37,8 %. Auch im laufenden Jahr ist ein Anhalten dieses Trends zu erwarten. So geht der Branchenverband BITCOM davon aus, dass in 2011 sogar 10,1 Mio. Smartphones verkauft werden.

Smartphone-Absatz Deutschland



Quelle: BITCOM, GBC

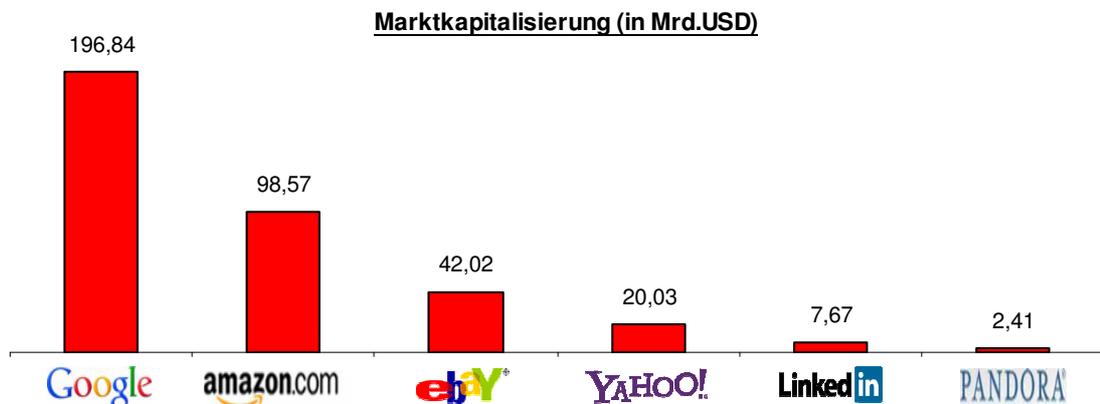
Entsprechend des Erfolgsweges von Smartphones wächst auch die Zugriffsrate auf mobile Shopping-Aktivitäten sehr dynamisch. So haben die Marktforscher von ComScore ermittelt, dass die Zuwachsraten der Besucher von Shoppingseiten via Smartphones von Mai 2010 bis Mai 2011 bei +106 % lag. Ähnlich hohe Raten wurden für Auktionsseiten und Preisvergleichsportale festgestellt.

Das Potenzial ist dementsprechend groß. Dies zeigt auch die insgesamt noch geringe Aktivität im Bereich des Mobile Shopping. In Deutschland besuchen derzeit nur 6,5 % aller Besitzer von mobilen Endgeräten Shoppingseiten im Internet. Mit einer zunehmenden Verbreitung von Smartphones sollte sich auch diese Zahl deutlich erhöhen, mit entsprechend positiven Auswirkungen auf die E-Commerce-Branche.

Transaktionsdichte im E-Commerce und Internet Media zuletzt stark steigend

Vor dem Hintergrund der starken Wachstumsraten war der Markt für E-Commerce und Internet Media in den letzten Jahren weltweit von einer merklichen Belebung bei Börsengängen und einer anziehenden Übernahmeaktivität geprägt. Zu den markantesten Akquisitionen gehörten unter anderem die Übernahme von Youtube durch Google für 1,65 Mrd. US-Dollar, die Skype-Übernahme in Höhe von 8,5 Mrd. US-Dollar durch Microsoft sowie der Einstieg der russischen Digital Sky Technologies (DST) bei Twitter im August 2011, welche das Unternehmen mit 8,4 Mrd. US-Dollar bewertete. Auch die Milliardenbewertungen von Börsenaspiranten wie Facebook, Groupon oder Zynga machen deutlich, wie attraktiv Investoren den Sektor des E-Commerce und Social Media einschätzen.

Aber auch im Bereich der börsennotierten Unternehmen werden inzwischen sehr hohe Bewertungen zugestanden. Insbesondere in den USA, wo der Online-Markt hinsichtlich Größe und Entwicklungsstufe weltweit am fortschrittlichsten ist, nehmen Online-Unternehmen einen wichtigen Stellenwert ein. Das zeigen auch die jüngsten Börsengänge wie z.B. die von LinkedIn und Pandora.



Quelle: <http://de.finance.yahoo.com/>; Stand: 08.11.2011

Aber auch in Deutschland nimmt der Markt für E-Commerce und Internet Media einen immer wichtigeren Stellenwert ein. Hier macht sich der Trend von M&A-Transaktionen bei Online-Dienstleistern seit dem Platzen der Dotcom-Blase im Jahr 2000/2001 erst wieder seit 2007 bemerkbar. Wichtige Übernahmen der vergangenen Jahre sind in der unten stehenden Tabelle aufgezeigt. Die Größe der Kaufpreise der deutschen Übernahmeziele spiegeln das zunehmende Interesse nach erfolgreichen Internet-Firmen wider. Insbesondere stammen die Käufer zunehmend aus dem „Offline-Bereich“, etwa den Bereichen Einzelhandel, Verlage, Medien und TV.

Jahr	Übernahmeziel	Kaufpreis geschätzt	Erwerber
2007	myvideo.de	27 Mio. €	ProSiebenSat.1
	studivz.de	100 Mio.€	Holtzbrinck
	zanox.de	214,9 Mio. €	Axel Springer AG (60%), PubliGroupe AG (40%)
2008	lokalisten.de	20 Mio. € für 60 %	ProSiebenSat1
2009	limango.de	gut 8-stelliger Bereich	Otto
2010	amiando.de	bis zu 10,35 Mio.€	Xing
	brands4friends.de	150 Mio.€	Ebay
	zalando.de	2-stelliger Millionenbetrag für 5 %	Tengelmann
2011	youtailor.de	10% Anteilskauf, Preis unbekannt	Tengelmann
	bigpoint.de	350 Mio. \$ für 70 %	Summit Partners, TA Associates
	carmio.de	7-stelliger Bereich	Geizkragen.de
	citydeal.de	126 Mio. \$	Groupon
	dress-for-less.de	150-200 Mio.€	Privalia (spanischer Shopping Club)
	kaufda.de	25-30 Mio.€	Axel Springer
	netzathleten.de	rund 20 Mio.€	RTL
	redcoon.de	Unbekannt	Media-Saturn
	scoreloop.de	hoher 2-stelliger Millionenbetrag	Research In Motion (RIM)
	tradoria.de	Mittlerer 2-stelliger Millionenbetrag	Rakuten (Jananisches E-Commerce-Unternehmen)
	lieferheld.de	4 Mio. € Wachstumsfinanzierung	Tengelmann, Holtzbrinck
	dailydeal.de	rund 150 Mio. \$	Google
hotel.de	43 Mio. € für 61,6 %	HRS	

Quelle: GBC

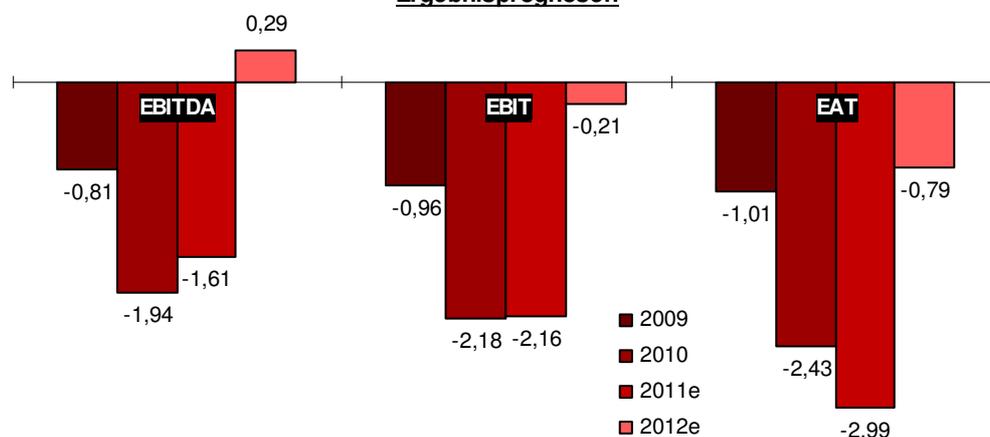
Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2009	in %	GJ 2010	in %	GJ 2011e	in %	GJ 2012e	in %
Umsatzerlöse	7,073	100,0%	19,430	100,0%	28,500	100,0%	42,750	100,0%
sonstige betriebliche Erträge	0,000	0,0%	0,644	3,3%	0,500	1,8%	0,500	1,2%
Gesamtleistung	7,073	100,0%	20,074	103,3%	29,000	101,8%	43,250	101,2%
Materialaufwand	-6,241	-88,2%	-14,651	-75,4%	-20,021	-70,3%	-28,856	-67,5%
Rohertag	0,832	11,8%	5,423	27,9%	8,979	31,5 %	14,394	33,7%
sonstiger betrieblicher Aufwand	-1,639	-23,2%	-7,366	-37,9%	-10,592	-37,2%	-14,108	-33,0%
EBITDA	-0,807	-11,4%	-1,943	-10,0%	-1,613	-5,7%	0,286	0,7%
Abschreibungen	-0,148	-2,1%	-0,235	-1,2%	-0,550	-1,9%	-0,500	-1,2%
EBIT	-0,955	-13,5%	-2,178	-11,2%	-2,163	-7,6%	-0,214	-0,5%
Beteiligungsergebnis	-0,185	-2,6%	0,023	0,1%	-0,500	-1,8%	-0,250	-0,6%
Zinserträge	0,089	1,3%	0,000	0,0 %	0,000	0,0%	0,000	0,0%
Zinsaufwendungen	0,000	0,0 %	-0,040	-0,2%	-0,050	-0,2%	-0,025	-0,1%
EBT	-1,051	-14,9%	-2,195	-11,3%	-2,713	-9,5%	-0,489	-1,1%
Ertragssteuern	0,041	0,6%	-0,237	-1,2%	-0,275	-1,0%	-0,300	-0,7%
Ergebnis nach Steuern	-1,010	-14,3%	-2,432	-12,5%	-2,988	-10,5%	-0,789	-1,8%
Ergebnis aus nicht fortgeführten Geschäftsbereichen	-12,149	-171,8%	0,000	0,0%	0,000	0,0%	0,000	0,0%
Jahresfehlbetrag	-13,159	-186,0%	-2,432	-12,5%	-2,988	-10,5%	-0,789	-1,8%
Minderheitenanteile	-0,004	-0,1%	0,113	0,6%	0,150	0,5%	-0,050	-0,1%
Ergebnis der Eigentümer des Mutterunternehmens	-13,163	-186,1%	-2,319	-11,9%	-2,838	-10,0%	-0,839	-2,0%

EBITDA	-0,807	-1,943	-1,613	0,286
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	-11,4	-10,0	-5,7	0,7
EBIT	-0,955	-2,178	-2,163	-0,214
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	-13,5	-11,2	-7,6	-0,5
Aktienanzahl in Mio. Stück	9,447	1,558	1,558	1,558
Ergebnis je Aktie in €	-1,39	-1,49	-1,82	-0,54
Dividende je Aktie in €	0,00	0,00	0,00	0,00

Ergebnisprognosen



Quelle: ECAG, GBC; EAT aus fortgeführten Bereichen und vor Minderheitenanteilen

Geschäftsentwicklung 2010 und 1. HJ 2011

in Mio. €	GJ 2009	Δ 2009/2010	GJ 2010
Umsatzerlöse	7,07	+174,7 %	19,43
EBITDA (Marge)	-0,81 (-11,4 %)	k.A.	-1,94 (-10,0 %)
EBIT (Marge)	-0,96 (-13,5 %)	k.A.	-2,18 (-11,2 %)
Jahresüberschuss	-13,16	k.A.	-2,32
EPS in €	-1,39	k.A.	-1,49

Quelle: ECAG, GBC

Umsatzentwicklung - Umsatzverdopplung in 2010 - Shirtinator erstmals konsolidiert

Die Umsatzentwicklung der ECAG zeigte sich im abgelaufenen GJ 2010 sehr dynamisch und verlief mit einem Plus in Höhe von 174,7 % gegenüber 2009 deutlich überproportional zur Marktentwicklung. Hauptumsatzträger war dabei einmal mehr die Beteiligung an der Pauldirekt GmbH, welche mit 9,04 Mio. € rund 46,5 % der Gesamtumsatzerlöse beisteuerte. Noch dynamischer entwickelten sich jedoch die beiden Konzernunternehmen des Segments Ecommerce Services, Getperformance GmbH und Getlogics GmbH, welche Wachstumsraten von 161,7 %, respektive 913,7 % aufwiesen.

Neu zum Konsolidierungskreis hinzugekommen ist indes die Shirtinator AG. Mit der Aufstockung des Anteile an dem Unternehmen auf 55 % wird die Shirtinator AG seit Oktober 2010 vollkonsolidiert und steuerte im Jahr 2010 einen Umsatzbeitrag von rund 1,5 Mio. € bei. Wäre die Shirtinator AG für das gesamte Jahr 2010 konsolidiert worden, wären die Umsatzerlöse der ECAG mit 24,09 Mio. € nochmals deutlich höher ausgefallen. Im GJ 2011 sollte die erstmalig ganzjährige Berücksichtigung der Shirtinator AG zu einem merklichen anorganischen Umsatzbeitrag führen (siehe Seite 18).

Die sonstigen Konzernunternehmen wiesen ebenfalls eine dynamische Entwicklung auf und leisteten in 2010 bereits einen Umsatzanteil von 7,3 %. Der starke Anstieg gegenüber dem Vorjahr um 340,0 % ist indes zum Großteil auf die 100 %ige Übernahme der Tiburon Partners AG - inklusive der Experience Media GmbH (Spasbaron) - zum 31.08.2010 zurückzuführen. Durch die Übernahme der Tiburon Partners AG hat sich das Beteiligungsportfolio um Unternehmen wie unter anderem Spasbaron, Posterjack, 4TRONIX, Netmoms oder Allvatar erweitert.

Unternehmen	Umsatz 2009	Umsatz 2010	Δ 09/10
Pauldirekt GmbH	4,28	9,04	+111,3 %
Shirtinator AG (seit Konsolidierung zum 30.09.2010)	0,00	1,46	k.A.
<i>Shirtinator AG (im gesamten GJ 2010)</i>	<i>4,42</i>	<i>6,13</i>	<i>+38,6 %</i>
Getperformance GmbH	2,33	6,11	+161,7 %
Getlogics GmbH	0,14	1,41	+913,7 %
Sonstige Konzernunternehmen	0,32	1,41	+340,0 %
Gesamt	7,07	19,43	+174,7 %
<i>Gesamt, wenn Shirtinator das gesamte GJ vollkonsolidiert gewesen wäre</i>	<i>11,49</i>	<i>24,09</i>	<i>+109,7 %</i>

Quelle: ECAG, GBC

Die starke Umsatzausweitung im abgelaufenen GJ wurde dabei mit einer deutlich unterproportionalen Entwicklung des Mitarbeiterbestandes erzielt. So lag der durchschnittliche Mitarbeiterbestand im GJ 2010 bei 100 Personen, nach 75 Personen im Vorjahr. Entsprechend erhöhte sich der anteilige Umsatz pro Mitarbeiter deutlich um 106,0 % auf 194.300 € (siehe Grafik Seite 14). Dies verdeutlicht klar die hohe Skalierbarkeit der Umsatzerlöse der ECAG und das damit einhergehende Ergebnispotential des Unternehmens bei weiterhin steigenden Umsatzerlösen.

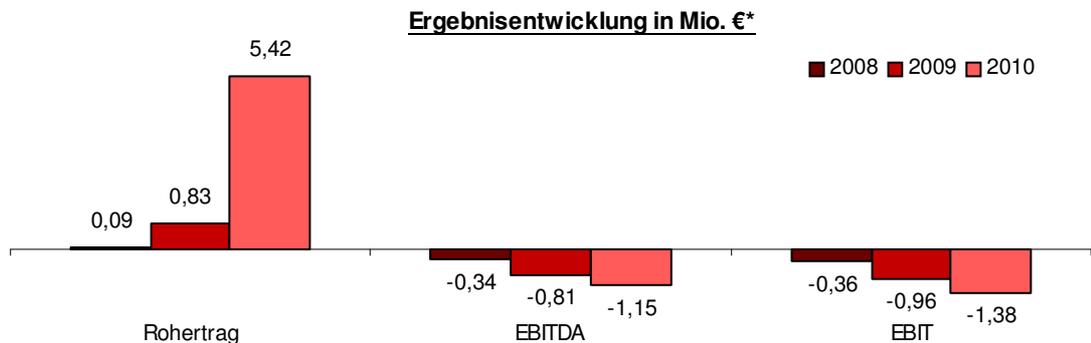


Quelle: Berechnung GBC

Ergebnisentwicklung - Restrukturierungskosten belasten Ergebnis

Trotz der hohen Umsatzdynamik konnten sich die Ergebniskennzahlen im abgelaufenen GJ 2010 nicht verbessert werden. Vielmehr fiel das EBIT mit –2,18 Mio. € unterhalb des Vorjahresniveaus aus (EBIT 2009: -0,96 Mio. €). Zwar konnte bei den Materialaufwendungen auf Grund der günstigen Kostenstrukturen der erstmalig konsolidierten Gesellschaften ein deutlich unterproportionaler Anstieg verzeichnet werden, so dass auch die Rohertragsmarge merklich von 11,8 % auf 27,9 % zulegte.

Jedoch standen demgegenüber erhöhte administrative Kosten. Um das Umsatzniveau entsprechend zu steigern, wurden in diesem Zusammenhang höhere Entwicklungsanstrengungen für die Onlineplattformen sowie Werbeaufwendungen zur Gewinnung neuer Kunden unternommen. Nicht zuletzt war das Ergebnis 2010 durch einmalige Umstrukturierungskosten in Höhe von 0,80 Mio. € belastet, welche im Rahmen der Verschmelzung mit der Ecommerce Alliance plc. entstanden. Bereinigt um die Umstrukturierungskosten lag das EBIT bei -1,38 Mio. € und damit nur noch leicht unterhalb des Vorjahresniveaus.



Quelle: Berechnung GBC; * EBITDA und EBIT 2010 bereinigt um einmalige Umstrukturierungskosten in Höhe von 0,80 Mio. €

Während die Abschreibungen bei der ECAG mit 0,24 Mio. € nur von untergeordneter Bedeutung sind, war das Finanzergebnis von verschiedenen Einmaleffekten geprägt. Während das anteilige Ergebnis aus assoziierten Unternehmen (z.B. Pearlfection, Mybestbrands, 52weine) mit insgesamt –0,41 Mio. € leicht negativ ausfiel, sorgte das anteilige Ergebnis der Shirtinator AG bis zum Erwerbszeitpunkt in Höhe von 0,19 Mio. € für einen gegenläufigen positiven Effekt. Zudem führte die Beteiligungserhöhung der Shirtinator AG zur Aufdeckung stiller Reserven in Höhe von 0,72 Mio. €. Insgesamt fiel das Beteiligungsergebnis durch die einmaligen Erträge geprägt mit 0,02 Mio. € positiv aus (2009: -0,19 Mio. €).

Trotz eines negativen Vorsteuerergebnisses in Höhe von –2,20 Mio. € fiel ein Ertragssteueraufwand in Höhe von 0,25 Mio. € an. Dies ist vor dem Hintergrund der positiven Periodenergebnisse der beiden vollkonsolidierten Konzernunternehmen Getlogics GmbH sowie Shirtinator AG zu sehen. Nach Steuern und Minderheitenanteilen wurde ein Konzernjahresüberschuss in Höhe von –2,32 Mio. € verbucht.

Umsatz- und Ergebnisentwicklung 1. HJ 2011 - hohe Umsatzdynamik hält an

in Mio. €	1. HJ 2010	Δ 2010/2011	1. HJ 2011
Umsatzerlöse	7,79	+63,5 %	12,74
EBITDA (Marge)	-1,29 (-16,5 %)	k.A.	-0,62 (-4,9 %)
EBIT (Marge)	-1,43 (-18,3 %)	k.A.	-0,89 (-7,0 %)
Periodenergebnis	-1,42	k.A.	-1,26

Quelle: ECAG, GBC

Mit einem Umsatzzuwachs um 63,5 % auf 12,74 Mio. € konnte die ECAG im 1. HJ 2011 das dynamische Wachstum aufrecht erhalten. Das Wachstum dürfte dabei insbesondere dem Segment Ecommerce Brands entstammen. Hierbei ist zu berücksichtigen, dass die Shirtinator AG erst seit dem 30.09.2010 konsolidiert wird und daher im Vorjahreszeitraum noch keinen Umsatzbeitrag leistete. Rein organisch schätzen wir das Wachstum im Segment Ecommerce Brands im 1. HJ 2011 auf rund 25 %, welches überwiegend durch die Beteiligung Pauldirekt geleistet worden sein dürfte.

Bedingt durch das hohe Wachstum kam es zu einem merklich unterproportionalen Anstieg der Materialaufwendungen, was zu einer Erhöhung der Rohertragsmarge von 15,9 % im Vorjahreszeitraum auf nunmehr 31,0 % führte. Auch gegenüber dem GJ 2010 konnte ein Anstieg der Rohertragsmarge um weitere 3,1 Prozentpunkte erreicht werden. Leicht überproportional stiegen hingegen die sonstigen betrieblichen Aufwendungen an. Hier wurde eine Kostenquote von 35,9 % verzeichnet, nach 32,4 % im Vorjahreszeitraum. Hintergrund des Anstiegs sind die erfolgten Übernahmen und Anteilsaufstockungen im 2. HJ 2010. Diese führten zu einer entsprechenden Erhöhung der Fixkostenstruktur. Dies ist jedoch als einmaliger Effekt zu sehen, so dass sich in den kommenden Perioden eine umgekehrte Entwicklung der Kostenquote abzeichnen sollte.

Insgesamt konnte jedoch eine positive Entwicklung des EBIT erreicht werden. Mit -0,89 Mio. € fiel dieses zwar noch deutlich im negativen Bereich, aber besser als im Vorjahreszeitraum (1. HJ 2010: -1,43 Mio. €) aus. Vor dem Hintergrund der Investitionen in weiteres Wachstum bei den Kernbeteiligungen im laufenden Geschäftsjahr, insbesondere der Internationalisierung der Geschäftsmodelle dieser, ist die Entwicklung im 1. HJ 2011 als positiv einzuschätzen.

Pauldirekt, Pearlfection und 52weine erhalten Wachstumsfinanzierungen

Anfang August 2011 meldete die ECAG ein Engagement von Vorwerk Ventures und Corporate Finance Partners (CFP) bei der Pauldirekt GmbH. Im Zuge dessen erhält Pauldirekt einen Betrag zur Wachstumsfinanzierung im mittleren siebenstelligen Bereich. Die Finanzierung soll insbesondere der Wachstumsbeschleunigung dienen, um die Marktstellung im Bereich der Shopping-Clubs zu festigen und auszubauen. Von derzeit ca. 1,3 Mio. soll die Mitgliederzahl bis Ende 2012 auf über 2 Mio. ausgebaut werden. Nach Durchführung der Kapitalerhöhung bei Pauldirekt senkt sich der Anteil der ECAG am Unternehmen von 90 % auf 71 %. Bei einem mittleren siebenstelligen Finanzierungsbetrag dürfte die Post-Money-Bewertung von Pauldirekt bei ca. 19 Mio. € gelegen haben.

Ebenfalls eine Wachstumsfinanzierung erhielt im August 2011 die Pearlfection GmbH. Kapitalgeber in Höhe eines mittleren sechsstelligen Betrages ist hierbei die MOUNTAIN SUPER ANGEL AG. Auch im Fall der Pearlfection soll das Kapital genutzt werden, um die Marktdurchdringung der Mass Customization-Seite zu erhöhen. Die Beteiligung der ECAG am Unternehmen wird durch die Wachstumsfinanzierung von 35 % auf 30 % zurückgehen. Die Post-Money-Bewertung der Pearlfection GmbH sollte sich nach unserer Einschätzung auf 3 Mio. € belaufen haben.

Anfang Oktober 2011 erhielt zudem auch der Shopping-Club 52weine eine Wachstumsfinanzierung. Investor ist hierbei Burda Direkt Services, welche im Rahmen der Transaktion 51 % an der Gesellschaft erwarb. Mit Hilfe des neuen Investors sollen die Absatzkanäle ausgeweitet und die Mitgliederzahlen deutlich gesteigert werden. Über die Höhe des Kaufpreises wurde Stillschweigen vereinbart. Der Anteil der ECAG senkt sich im Zuge des Einstiegs von Burda auf 29 % ab.

Alle drei Finanzierungen erachten wir als einen großen Erfolg für die ECAG. Sie verdeutlichen die Höhe der Bewertungsansätze der beiden Beteiligungen und einhergehend damit die gute operative Entwicklung dieser in den vergangenen Jahren. Zudem sollten die Finanzierungen eine weitere Steigerung der Nutzer- und Käuferzahlen ermöglichen und so die Wertschöpfung nochmals vorantreiben.

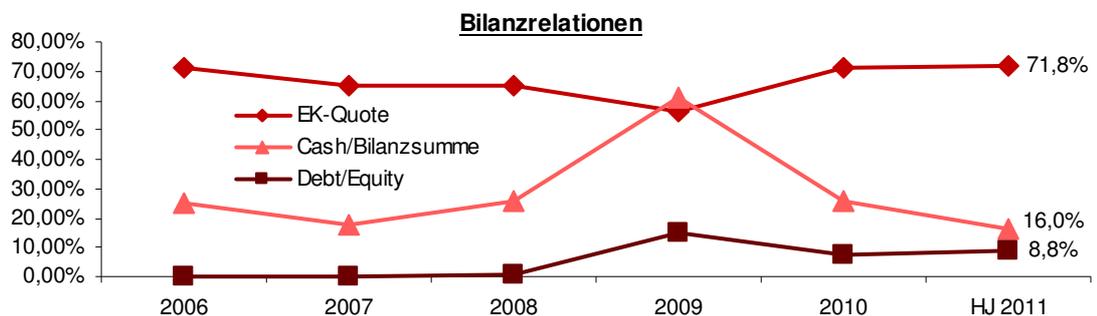
Bilanzielle und finanzielle Situation

in Mio. €	GJ 2007	GJ 2008	GJ 2009	GJ 2010	HJ 2011
Eigenkapital	21,51	22,65	9,03	18,42	17,17
EK-Quote	65,1 %	65,2 %	56,5 %	70,9 %	71,8 %
Finanzverbindlichkeiten	0,00	0,15	1,34	1,37	1,52
Liquide Mittel	5,72	9,03	9,79	6,72	3,83
Nettofinanzmittel	5,72	8,88	8,45	5,35	2,31
Operatives Anlagevermögen	0,79	0,99	1,81	3,30	3,52
Working Capital	3,42	1,53	-2,20	-2,98	-1,49

Quelle: ECAG, Berechnungen GBC

Das Eigenkapital bildet die größte Position der Bilanzsumme. Mit 17,17 Mio. € macht dieses rund 71,8 % der Bilanzsumme aus. Gegenüber dem Vorjahr konnte die Eigenkapitalquote demnach merklich erhöht werden. Zurückzuführen ist dieser Anstieg insbesondere auf die Konsolidierung der Tiburon Partners AG sowie der Shirtinator AG, in dessen Zusammenhang Goodwill in Höhe von 10,45 Mio. € aktiviert wurde.

Des Weiteren setzt sich die Passivseite der ECAG überwiegend aus kurzfristigen Verbindlichkeiten aus Lieferungen & Leistungen sowie Rückstellungen zusammen. Finanzielle Verbindlichkeiten sind lediglich in einem Umfang von 1,52 Mio. € bzw. 6,4 % der Bilanzsumme vorhanden. Hierbei handelt es sich im Wesentlichen um ein Darlehen an die Getlogics GmbH zur Finanzierung der Lagerhalle am Standort Trier. Der Großteil der Fälligkeiten erstreckt sich über einen Zeitraum von länger als fünf Jahren. Der Verschuldungsgrad ist auf Grund der niedrigen Fremdkapitalmittel entsprechend niedrig, so dass sich ein Debt/Equity-Ratio von lediglich 8,8 % ergibt.



Quelle: Berechnungen GBC

Auf der Aktivseite dominiert die Position Goodwill mit einem Anteil an der Bilanzsumme in Höhe von 44,9 % (31.12.2009: 0,00 Mio. €). Der Anstieg gegenüber dem Vorjahr resultiert zum Großteil aus der Übernahme der Tiburon Partners AG sowie dem weiteren Anteilserwerb bei der Shirtinator AG.

Des Weiteren liegt der Cashanteil in Relation zur Bilanzsumme mit 16,0 % auf einem sehr komfortablen Niveau und sollte es der ECAG ermöglichen, auch in den kommenden Perioden flexibel Investitionsgelegenheiten zu nutzen sowie die bestehenden Portfoliounternehmen weiter auszubauen und Wachstum zu finanzieren.

Die Finanzanlagen der ECAG setzen sich zudem aus den Beteiligungen an at-Equity-bilanzierten Unternehmen sowie Unternehmensbeteiligungen zusammen. Während unter den at-Equity-bilanzierten Unternehmen unter anderem 52weine, Pearlfection oder Mybestbrands geführt werden, sind den Unternehmensbeteiligungen Minderheitsbeteiligungen wie zum Beispiel an Posterjack oder Netmoms zuzurechnen.

Insgesamt schätzen wir die bilanzielle Situation der ECAG als sehr solide ein. Der hohe bilanzierte Goodwill sollte zudem durch die guten Wachstumsperspektiven der entsprechenden Beteiligungen abgedeckt sein, so dass aus unserer Sicht derzeit keine Anzeichen eines potenziellen Wertminderungsbedarfs bestehen.

SWOT - ANALYSE Ecommerce Alliance AG

Stärken

- Sehr solide bilanzielle Relationen mit hohem Eigenkapitalanteil sowie Cashquote bei gleichzeitig niedriger Verschuldung
- Management mit hoher Expertise im Bereich Internet-Media und E-Commerce
- Abdeckung der gesamten Online-Wertschöpfungskette im eigenen Beteiligungsportfolio erlaubt die Nutzung von Synergieeffekten
- Starke Wachstumsraten der wesentlichen Beteiligungsunternehmen

Schwächen

- Der bilanzierte Goodwill macht 44,9 % der Bilanzsumme aus. Ein Wertberichtigungsbedarf besteht aus unserer Sicht derzeit auf Grund der guten Entwicklung der entsprechenden Beteiligungen nicht.
- Die größte Beteiligung Pauldirekt arbeitet derzeit auf Grund der Wachstumsinvestitionen noch nicht profitabel
- Die Umsatzerlöse der ECAG werden derzeit noch zu ca. 90 % von den vier Beteiligungsunternehmen Pauldirekt, Shirtinator, Getperformance und Getlogics erwirtschaftet

Chancen

- Der Bereich E-Commerce unterliegt weitaus höheren Wachstumsraten als das klassische Einzelhandelsgeschäft.
- In den kommenden Jahren plant die ECAG die internationale Präsenz ihrer Portfoliounternehmen auszubauen. Dies birgt nicht nur zusätzliches Umsatzpotenzial sondern auch potenzielle wechselseitige Synergieeffekte.
- Die Marktdurchdringung von Smartphones und Tablets befindet sich erst in einer sehr frühen Phase, weisen aber einen klar steigenden Trend auf. Zusätzliche Wachstumsimpulse im Bereich Mobile Commerce sind daher in den kommenden Jahren wahrscheinlich.
- Die Bewertungsniveaus für Unternehmen aus dem Bereich Online Media und E-Commerce sind derzeit sowohl bei börsennotierten als auch unnotierten Unternehmen vergleichsweise hoch. Vor diesem Hintergrund könnte die ECAG die Möglichkeit erhalten ein oder mehrere Beteiligungsunternehmen zu einem überdurchschnittlichen Preis zu veräußern.

Risiken

- Ein allgemeiner Rückfall der Konjunktur in eine Rezession könnte die Konsumstimmung deutlich eintrüben und auch das Wachstum des Konsums über Onlinemedien bremsen.
- Die derzeit hohen Bewertungsniveaus für Unternehmen aus dem Bereich Online Media und E-Commerce könnten sich im Zuge einer Wachstumsverlangsamung insgesamt relativieren und so Exits nur zu unattraktiven Konditionen zulassen.
- Auf Grund der hohen Wachstumsraten drängt eine Vielzahl von Wettbewerbsunternehmen auf den Markt. Hierdurch könnten Marktanteile verloren gehen bzw. das Wachstum gebremst werden.

Prognose und Modellannahmen

in Mio. €	GJ 2010	GJ 2011e	GJ 2012e
Umsatzerlöse	19,43	28,50	42,75
EBITDA (Marge)	-1,94 (neg.)	-1,61 (neg.)	0,29 (0,7 %)
EBIT (Marge)	-2,18 (neg.)	-2,16 (neg.)	-0,21 (neg.)
Jahresüberschuss	-2,32	-2,84	-0,84
EPS	-1,49	-1,82	-0,54

Quelle: Berechnung GBC AG

Umsatzprognosen - Finanzierung ermöglicht zweistellige Wachstumsraten

Das organische Wachstum um rund 25 % im 1. HJ 2011 lag etwas unterhalb der Erwartungen. Jedoch sorgte die Konsolidierung der Shirtinator AG für ein anorganisches Wachstum um schätzungsweise 2,50-3,00 Mio. €. Für das Gesamtjahr 2011 sollte der Konsolidierungseffekt durch die erstmalig ganzjährige Berücksichtigung der Shirtinator AG rund 4,50 Mio. € betragen. Aber auch organisch gehen wir davon aus, dass die Shirtinator AG weiter zulegen kann. Das Unternehmen arbeitete im GJ 2010 bereits klar profitabel, hat aber seither keine weitere Finanzierung erhalten. Daher ist davon auszugehen, dass sich die Investitionen in einem geringen Maße halten, mit der Zielsetzung die Profitabilität zu halten. Die Konzentration liegt vielmehr auf der Expansion des Geschäftsmodells ins Ausland. Im 1. HJ 2011 sind bereits die Markteintritte in den vielversprechenden Märkten Frankreich und Polen erfolgt. Daher gehen wir davon aus, dass die Wachstumsrate der Shirtinator AG im 2. HJ 2011 zunächst nicht wesentlich anzieht.

Zudem sind die Sommermonate für die Shirtinator AG periodisch stärker (warmes Wetter, Abiturfeiern, Junggesellenabschiede etc.), wohingegen das Weihnachtsgeschäft nicht die tragende Rolle spielt, wie etwa in anderen Bereichen des Konsums. Das organische Wachstum der Shirtinator AG erwarten wir daher für das Gesamtjahr 2011 mit 14 %, auf dann 7,00 Mio. €. Durch die erfolgte Internationalisierung gehen wir jedoch dann im GJ 2012 von einem Wachstumsschub aus, der organisch zu einer merklichen Umsatzsteigerung um 25,0 % auf dann 8,75 Mio. € führen sollte.

Unternehmen	Umsatz 2010	Umsatz 2011e	Δ 10/11	Umsatz 2012e	Δ 11/12
Pauldirekt GmbH	9,04	12,00	+32,7%	21,00	+75,0%
Shirtinator AG	1,46*	7,00	k.A.	8,75	+25,0%
Getperformance GmbH	6,11	6,50	+6,4%	7,50	+15,4%
Getlogics GmbH	1,41	2,00	+41,8%	3,00	+50,0%
Sonstige Konzernunternehmen	1,41	1,00	-29,1%	2,50	+250,0%
Gesamt	19,43	28,50	+67,3%	42,75	+50,0%

Quelle: Berechnung GBC, *seit Konsolidierung zum 30.09.2010

Hinsichtlich Pauldirekt erwarten wir hingegen, dass bereits im 2. HJ 2011 eine deutlichere Wachstumsdynamik einsetzt. Dies ist nicht nur vor dem Hintergrund zu sehen, dass das Weihnachtsgeschäft für Pauldirekt einen hohen Stellenwert einnimmt und hier ein Großteil der Jahresumsatzerlöse erzielt werden. Auch die im August erhaltene Wachstumsfinanzierung im mittleren einstelligen Millionenbereich wird für eine Dynamisierung der Mitglieder- und damit Verkaufszahlen sorgen. Zum Weihnachtsgeschäft werden die Werbemaßnahmen entsprechend erhöht. Wir gehen daher davon aus, dass sich die Wachstumsrate von Pauldirekt zum Ende des Jahres 2011 auf 32,7 % belaufen wird, was Umsatzerlösen in Höhe von 12,00 Mio. € entspricht.

Die derzeitige Zahl von 1,3 Mio. registrierten Nutzern soll mit Hilfe der Wachstumsfinanzierung bis zum Ende des Jahres 2012 auf dann 2,0 Mio. Nutzer erhöht werden, was einer Steigerung um über 50 % entspricht. In überproportionaler Größenordnung dazu erwarten wir die Steigerungsrate bei den Umsätzen im GJ 2012 von rund 75 %, was auf eine erhöhte Quote wiederkehrender Kunden im Zuge der erhöhten Bekanntheit von Pauldirekt im Rahmen der Marketinginvestitionen zurückzuführen ist.

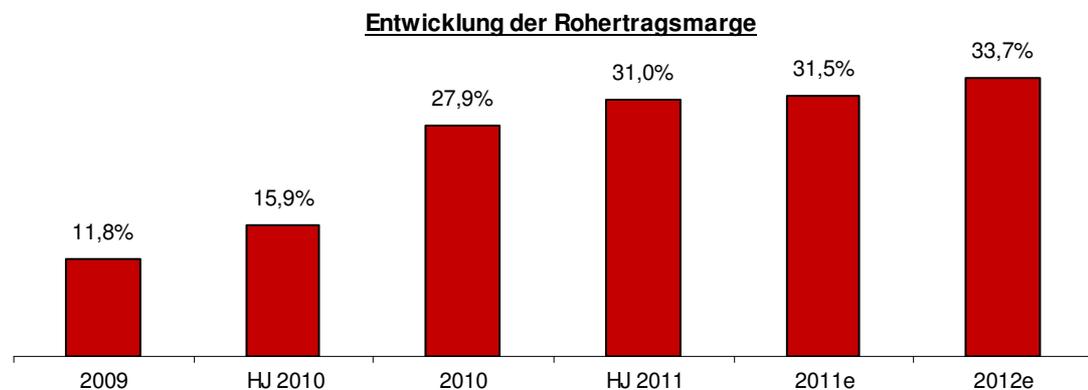
Da wir auch bei den beiden Servicegesellschaften Getperformance und Getlogics von weiteren Umsatzsteigerungen ausgehen, wenn auch deutlich unterhalb der Vorjahresraten, erwarten wir auf Konzernebene für das Gesamtjahr 2011 eine Umsatzsteigerung in Höhe von 46,7 % auf 28,50 Mio. €. Davon sind rund 23,5 % organisch, der übrige Teil auf die Konsolidierungseffekte der Shirtinator AG zurückzuführen. Auch im Vorjahr zeigte sich das 2. HJ umsatzstärker als das 1. HJ, was die Annahme einer höheren Umsatzdynamik auch im 2. HJ 2011 untermauert.

Hinsichtlich der Umsatzerwartung für Pauldirekt ist jedoch darauf hinzuweisen, dass wir mit 12,00 Mio. € für das GJ 2011 eine konservative Annahme getroffen haben. Durch die erhaltene Wachstumsfinanzierung und damit verbundene Marketingoffensive im 2. HJ 2011 könnte das Weihnachtsgeschäft für Pauldirekt erfreulicher verlaufen, als von uns vermutet. Ein gewisses Upsidepotenzial für die Umsatzprognosen sehen wir daher im Rahmen des Möglichen.

Ergebnisprognosen - klare Steigerung der Rohertragsmarge - 5 % Ziel-EBITDA

Im GJ 2010 arbeiteten mit Ausnahme von Pauldirekt alle vollkonsolidierten Beteiligungsunternehmen der ECAG mindestens auf Ebene des operativen Ergebnisses profitabel. Wir gehen davon aus, dass auch im GJ 2011 die wichtigen Beteiligungen Shirtinator, Getperformance und Getlogics positive EBITDA-Beiträge liefern werden.

Einen negativen Ergebnisbeitrag wird voraussichtlich auch im GJ 2011 noch Pauldirekt liefern. Hintergrund dessen sind insbesondere die verstärkten Wachstumsinvestitionen im laufenden Jahr, was sich auf der Ebene der sonstigen betrieblichen Aufwendungen bemerkbar machen sollte. Zwar gehen wir mit 37,2 % von einer leicht niedrigeren Kostenquote als im GJ 2010 aus, da Fixkostendegressionen im Bereich der Holdingkosten stattfinden sollten, absolut gesehen erwarten wir jedoch einen Anstieg der sonstigen betrieblichen Aufwendungen um 43,8 % auf 10,59 Mio. €. Neben den erhöhten Werbeaufwendungen macht sich hierbei auch der erweiterte Konsolidierungskreis bemerkbar.



Quelle: Berechnung GBC AG

Weiterhin positiv entwickeln sollte sich jedoch die Rohertragsmarge. Bereits in den vergangenen Halbjahren konnte hier eine stetige Verbesserung beobachtet werden (siehe Grafik). Die Skalierbarkeit der Geschäftsmodelle im Bereich Mass Customization sowie Shopping-Clubs sind ausschlaggebend hierfür. Zudem erlauben höhere Abverkäufe beispielsweise günstigere Einkaufskonditionen, mit dem Effekt einer höheren Rohertragsmarge.

Dennoch ist davon auszugehen, dass die gesteigerte Rohertragsmarge im GJ 2011 noch nicht die verstärkten Werbeaufwendungen, insbesondere bei Pauldirekt, überkompensieren kann. Daher erwarten wir, dass das EBITDA im 2. HJ 2011 nochmals unterhalb des 1. HJ 2011 ausfallen wird. Insgesamt sollte sich das EBITDA im laufenden GJ 2011 auf einen Betrag von -1,61 Mio. € kumulieren, nach -1,94 Mio. € im Vorjahr.

Beim EBIT erwarten wir mit -2,16 Mio. € hingegen einen Wert, der in etwa auf Vorjahresniveau ausfällt (EBIT 2010: -2,18 Mio. €), was insbesondere auf die akquisitionsbedingte Erhöhung der Abschreibungen auf nunmehr 0,55 Mio. € (2010: 0,24 Mio. €) zurückzuführen ist.

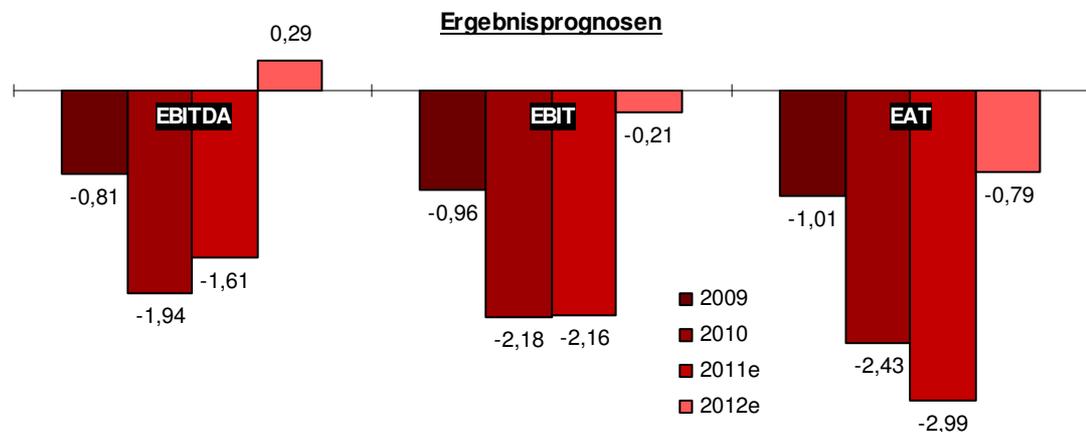
Nachdem beim Beteiligungsergebnis im GJ 2010 auf Grund von per Saldo positiven Sonder- und Einmaleffekten mit 0,02 Mio. € leicht positiv ausfiel, sollten ähnliche Effekte im laufenden GJ 2011 nicht erneut anfallen. Vielmehr ist davon auszugehen, dass insbesondere in den beiden Beteiligungsunternehmen Pearlfection sowie 52weine im Zuge der erhaltenen Wachstumsfinanzierungen Investitionen zur Neukundengewinnung getätigt werden, was dazu führen sollte, dass das Beteiligungsergebnis vorübergehend belastet ist. Somit erwarten wir für das GJ 2011 ein Beteiligungsergebnis in Höhe von -0,50 Mio. €. Im Vorjahr betrug dieses bereinigt um Sonder- und Einmaleffekte -0,41 Mio. €.

Da die beiden vollkonsolidierten Konzernunternehmen Getlogics sowie Shirtinator auch im GJ 2011 erwartungsgemäß profitabel arbeiten, ist davon auszugehen, dass erneut ein Steueraufwand anfällt. Nach 0,24 Mio. € im Vorjahr, erwarten wir nun einen Steueraufwand in Höhe von 0,28 Mio. €.

Das Nettoergebnis nach Minderheitenanteilen dürfte damit unterhalb des Vorjahresniveaus ausfallen. Nach -2,32 Mio. € im Vorjahr gehen wir für das laufende GJ 2011 von einem Jahresfehlbetrag in Höhe von -2,84 Mio. € aus.

Im folgenden GJ 2012 erwartet das Unternehmen gemäß eigener Prognosen dann ein EBITDA im positiven Bereich. Insbesondere die Ausweitung der Kundenbasis bei Pauldirekt sowie die dann wieder deutlich reduzierten Wachstumsinvestitionen sollten dazu führen, dass Pauldirekt den Fehlbetrag deutlich vermindern kann und auf EBITDA-Basis nur noch einen geringfügigen Verlust verbucht. Auf Konzernebene sollte dies, bei einer weiter verbesserten Ertragslage bei Getlogics, Getperformance und Shirtinator, dazu führen, dass ein positives EBITDA erzielt werden kann.

Des Weiteren erwarten wir, dass sich die Rentabilität auf Konzernebene in den kommenden Jahren merklich verbessert. Mit einem Eintritt der Pauldirekt in die Gewinnzone, was gemäß unseren Prognosen bereits im Jahr 2013 der Fall sein sollte, ist von einer spürbaren Belebung der Margensituation auszugehen. Wir erwarten, dass EBITDA-Margen von 5 % bereits in naher Zukunft erreichbar sind und dann auch klar positive Jahresüberschüsse erzielt werden.



Quelle: Berechnung GBC AG; EAT aus fortgeführten Bereichen und vor Minderheitenanteilen

Bewertung

Bewertungsansatz

Zur Bewertung der ECAG ziehen wir das Discounted Cashflow-Verfahren (DCF-Verfahren) heran. Hierbei ist die Aussagefähigkeit der vergangenheitsbezogenen Aussagen unmaßgeblich. Insbesondere ist dies bei der ECAG auf Grund der Veränderung des Geschäftsmodells durch den Verkauf des Mobilfunkgeschäfts sowie der seitherigen Aufstellung als Beteiligungsunternehmen im Bereich E-Commerce und Internet Media von Bedeutung. Multiples bringen daher durch die Anlaufverluste sowie die hohen Wachstumsraten verfälschte Aussagen. Ein Peer-Group-Vergleich ist aus diesem Grund nicht als bevorzugtes Bewertungsmodell heranzuziehen, auch da sich Vergleichsunternehmen in verschiedenen Reifephasen befinden. Im DCF-Verfahren werden diese Schwierigkeiten umgangen und ein fairer Unternehmenswert lässt sich trotz der intensiven Wachstumsinvestitionen ermitteln. Ein Peer-Group-Vergleich haben wir zu Informationszwecken ebenfalls erstellt, diesen aber aus den genannten Gründen nicht in die Gesamtbewertung einfließen lassen (siehe Seite 23).

DCF-Bewertung

Modellannahmen

Die Ecommerce Alliance AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2011 und 2012 in Phase 1, erfolgt von 2013 bis 2018 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir eine jährliche Steigerung beim Umsatz von 10,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 5,0 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 30,0 % 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 3,0 %.

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der Ecommerce Alliance 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 2,50 %.

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,50 % 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 1,29.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 9,57 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 9,57 %.

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 9,57 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2012 entspricht als **Kursziel 18,00 €**.

Ecommerce Alliance AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	10,0%	ewiges Umsatzwachstum	3,0%
EBITDA-Marge	5,0%	ewige EBITA - Marge	4,3%
AFA zu operativen Anlagevermögen	3,0%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	-10,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in TEUR	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 2011e	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e	GJ 2018e	
Umsatz (US)	28,50	42,75	47,03	51,73	56,90	62,59	68,85	75,73	
US Veränderung	46,7%	50,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	3,0%
US zu operativen Anlagevermögen	2,27	2,90	3,10	3,29	3,49	3,70	3,91	4,12	
EBITDA	-1,61	0,29	2,35	2,59	2,85	3,13	3,44	3,79	
EBITDA-Marge	-5,0%	0,7%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	
EBITA	-2,16	-0,21	1,91	2,13	2,37	2,64	2,94	3,26	
EBITA-Marge	-6,7%	-0,5%	4,1%	4,1%	4,2%	4,2%	4,3%	4,3%	4,3%
Steuern auf EBITA	-0,22	-0,13	-0,57	-0,64	-0,71	-0,79	-0,88	-0,98	
zu EBITA	-10,1%	-61,4%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	-2,38	-0,34	1,34	1,49	1,66	1,85	2,05	2,28	
Kapitalrendite	-21,5%	-2,9%	12,8%	14,2%	15,8%	17,5%	19,3%	21,3%	21,6%
Working Capital (WC)	-2,63	-4,28	-4,70	-5,17	-5,69	-6,26	-6,88	-7,57	
WC zu Umsatz	-8,1%	-10,0%	-10,0%	-10,0%	-10,0%	-10,0%	-10,0%	-10,0%	
Investitionen in WC	-0,36	1,65	0,43	0,47	0,52	0,57	0,63	0,69	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	14,34	14,74	15,19	15,71	16,28	16,91	17,60	18,36	
AFA auf OAV	-0,55	-0,50	-0,44	-0,46	-0,47	-0,49	-0,51	-0,53	
AFA zu OAV	3,8%	3,4%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	
Investitionen in OAV	-0,85	-0,90	-0,89	-0,97	-1,04	-1,12	-1,20	-1,29	
Investiertes Kapital	11,72	10,47	10,49	10,54	10,59	10,65	10,72	10,79	
EBITDA	-1,61	0,29	2,35	2,59	2,85	3,13	3,44	3,79	
Steuern auf EBITA	-0,22	-0,13	-0,57	-0,64	-0,71	-0,79	-0,88	-0,98	
Investitionen gesamt	-1,21	0,75	-0,46	-0,50	-0,53	-0,55	-0,57	-0,60	
Investitionen in OAV	-0,85	-0,90	-0,89	-0,97	-1,04	-1,12	-1,20	-1,29	
Investitionen in WC	-0,36	1,65	0,43	0,47	0,52	0,57	0,63	0,69	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-3,04	0,91	1,31	1,44	1,61	1,79	1,99	2,21	30,60

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	23,72	25,08
Barwert expliziter FCFs	7,58	7,40
Barwert des Continuing Value	16,14	17,68
Nettoschulden (Net debt)	-4,68	-5,56
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00
Wert des Eigenkapitals	28,40	30,64
Fremde Gewinnanteile	-2,41	-2,60
Wert des Aktienkapitals	25,99	28,05
Ausstehende Aktien in Tsd.	1,558	1,558
Fairer Wert der Aktie in EUR	16,68	18,00

Kapitalkostenermittlung :

risikolose Rendite	2,5%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,29
Eigenkapitalkosten	9,6%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	5,0%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	25,0%
WACC	9,6%

Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR

Kapitalrendite	WACC				
	8,6%	9,1%	9,6%	10,1%	10,6%
17,6%	17,76	16,57	15,56	14,71	13,98
19,6%	19,27	17,92	16,78	15,81	14,98
21,6%	20,79	19,27	18,00	16,91	15,98
23,6%	22,31	20,63	19,22	18,01	16,98
25,6%	23,83	21,98	20,43	19,11	17,98

Peer-Group-Vergleich

Unternehmen	Kurs zum 08.11.11	Marktkapitalisierung	EV in Mio. €	EV/Sales 2011e	EV/Sales 2012e	EV/EBITDA 2011e	EV/EBITDA 2012e	EV/EBIT 2011e	EV/EBIT 2012e	KGV 2011e	KGV 2012e
XING AG	63,00 €	339,57	275,28	4,15	3,56	13,03	10,81	18,96	14,73	34,94	26,43
hotel.de AG	18,52 €	69,43	49,85	1,22	1,08	15,34	7,55	20,35	8,45	34,72	15,78
Zooplus AG	62,30 €	350,13	361,52	1,44	1,12	-66,09	58,50	-64,56	63,42	-70,03	99,19
buch.de AG	8,85 €	92,13	74,16	0,72	0,61	40,95	30,75	132,19	56,52	160,22	83,00
Doccheck AG	3,90 €	20,63	5,55	0,34	0,32	3,65	3,04	5,38	4,15	23,44	18,50
getgoods.de AG	4,18 €	58,46	60,35	0,22	0,17	9,36	5,16	9,81	5,39	13,56	7,45
artnet AG	3,70 €	20,83	18,09	1,22	1,03	11,30	6,46	22,61	9,04	29,76	12,25
Tomorrow Focus AG	3,73 €	197,62	207,67	1,47	1,33	8,48	6,84	10,95	8,56	17,24	12,49
myhammer AG	1,03 €	16,00	16,00	1,02	1,00	-11,76	27,88	-8,93	91,96	-9,76	179,79
Median				1,22	1,03	9,36	7,55	10,95	9,04	23,44	18,50
Arithmetisches Mittel				1,31	1,14	2,70	17,44	16,31	29,14	26,01	50,54

Quelle: Thomson Reuters, GBC

Es ergeben sich gemäß dieser Beobachtung auf Gesamtunternehmenswertbasis (EV) folgende faire Multiplikatoren:

Faire Multiples (Median)	EV/Sales	EV/EBITDA	EV/EBIT	KGV	Faire Multiples (Mittelwert)	EV/Sales	EV/EBITDA	EV/EBIT	KGV
2011e	1,22	9,36	10,95	23,44	2011e	1,31	2,70	16,31	26,01
2012e	1,03	7,55	9,04	18,50	2012e	1,14	17,44	29,14	50,54

Zum Peer-Group-Vergleich haben wir deutsche, börsennotierte Unternehmen herangezogen, welche ihre Umsatzerlöse zu einem erheblichen Teil über Onlinegeschäft erzielen. Dabei sind die Geschäftsmodelle der einzelnen Unternehmen jedoch kaum miteinander vergleichbar. Auch die Entwicklungsphasen in denen sich die Unternehmen befinden unterscheiden sich erheblich voneinander. Während sich beispielsweise die XING AG bereits in einem fortgeschrittenem Reifegrad befindet und sowohl sehr profitabel arbeitet, als auch Dividenden ausschüttet, erwirtschaften die artnet AG sowie myhammer AG nicht nur Umsatzerlöse im kleinen 8-stelligen Bereich, sondern auch sehr kleine bzw. negative EBIT-Beiträge. Im Gegensatz dazu weist die zooplus AG klar zweistellige Wachstumsraten auf und ist mit erwarteten 250 Mio. € Umsatz im Jahr 2011 der größte Vergleichswert der obigen Aufstellung. Nicht zuletzt werden die Bewertungen, wie im Falle der buch.de AG oder hotel.de AG, teilweise durch Übernahmespekulation angetrieben.

Aus den Gründen der Unvereinbarkeit der Geschäftsmodelle, der Umsatzgrößen und Margenstrukturen der Vergleichsunternehmen beziehen wir die Peer-Group nicht in unsere Gesamtbewertung der ECAG ein. Nicht zuletzt würdigen die Daten das Potenzial der Gesellschaft in unseren Augen nicht ausreichend. Durch den erwarteten Turnaround auf EBITDA-Basis im Jahr 2012 fallen die Bewertungsansätze der ECAG negativ bzw. sehr niedrig aus. Dies verfälscht das tatsächliche Potenzial des Unternehmens. Aus diesem Grund würde eine Einbeziehung der Peer-Group in die Bewertung die Aussagekräftigkeit des Gesamtergebnisses in unseren Augen verfälschen und machen eine Peer-Group-Bewertung gegenstandslos.

Die obigen Multiples der Peer-Group bringen jedoch sehr deutlich zum Ausdruck, dass die Bewertungen im Bereich der Internet-Aktien im Durchschnitt sehr hoch angesetzt werden. So zeigt sich beispielsweise beim EV/Sales ein durchschnittlicher Wert von rund 1,31 für 2011, was auf die ECAG angesetzt ein Bewertungsniveau von 37,34 Mio. € bzw. 23,96 € pro Aktie bedeuten würde. Aber auch bei den weiteren Multiplikatoren zeigen sich satte durchschnittliche Bewertungsniveaus. So werden die Peer-Group-Unternehmen durchschnittlich mit dem 17,4-fachen des 2012er EBITDA bzw. dem 50,5-fachen des 2012er Jahresüberschusses bewertet.

Bewertungsindikation anhand getätigter Transaktionen

Transaktionshistorie in den Bereichen Ecommerce Brands und Ecommerce Media

Datum	Unternehmen	Event	ECAG-Anteil vorher	Aufstockung um	ECAG-Anteil nachher	Kaufpreis	Wertansatz*
08/2010	Tiburon Partners AG inkl. Experience Media GmbH	Unternehmenserwerb	0 %	100 % / 76 %	100 % / 76 %	8,43 Mio. €	8,43 Mio. €
10/2010	Experience Media GmbH (Spasbaron)	Anteilskauf	76,7 %	7,3 %	84 %	0,12 Mio. €	1,64 Mio. €
04/2009	Shirtinator AG	Anteilskauf	0 %	37 %	37 %	0,66 Mio. €	1,79 Mio. €
09/2010	Shirtinator AG	Anteilskauf	35 %	20 %	55 %	1,00 Mio. €	5,00 Mio. €
2009	Mybestbrands GmbH	Anteilskauf	0 %	7,5 %	7,5 %	0,15 Mio. €	2,00 Mio. €
1.HJ 2010	Mybestbrands GmbH	Anteilskauf	7,5 %	2,5 %	10 %	0,11 Mio. €	4,48 Mio. €
09/2010	Mybestbrands GmbH	Anteilskauf	10 %	10 %	20 %	0,50 Mio. €	5,00 Mio. €
06/2010	Pearlfection GmbH	Anteilskauf	0 %	27 %	27 %	0,52 Mio. € Bareinlage + 0,30 Mio. € Medialeistungen	3,04 Mio. €
08/2011	Pearlfection GmbH	Kapitalerhöhung	35 %	Verwässerung um 5 %	30 %	mittlerer sechsstelliger Betrag	ca. 3 Mio. €
08/2011	Pauldirekt GmbH	Kapitalerhöhung	90 %	Verwässerung um 19 %	71 %	mittlerer siebenstelliger Betrag	ca. 19 Mio. €
10/2011	52weine GmbH	Kapitalerhöhung	49 %	Verwässerung um 20 %	29 %	Betrag unbekannt	unbekannt

Quelle: ECAG, GBC; * Schätzung GBC

In der obigen Aufstellung sind die letzten Transaktionen der Jahre 2009 bis 2011 aufgelistet. Anhand der historischen Transaktionen lässt sich erkennen, dass die Bewertungsindikation der Beteiligungsunternehmen über die vergangenen Jahre hinweg aufwärtsgerichtet war. Während beispielsweise die erste Position an der Mybestbrands GmbH mit einem Bewertungsansatz von 2,00 Mio. € erfolgte, lag dieser im September 2010 bereits bei 5 Mio. €. Ähnliche Entwicklungen sind auch bei anderen Beteiligungen zu beobachten. Durch den Erwerb der Tiburon Partners AG wurden Beteiligungen unter anderem an den Unternehmen Posterjack, Spasbaron oder Netmoms erworben. Insofern sind die Bewertungsansätze dieser Unternehmen im Wertansatz der Tiburon Partners AG enthalten. Die folgende Tabelle fasst die jeweils letzten Bewertungsansätze zusammen:

Unternehmen	letzter Bewertungsansatz	Anteil ECAG	Wertansatz ECAG
Tiburon Partners AG (inkl. Experience Media)	8,43 Mio. €	100 %	8,43 Mio. €
Shirtinator AG	5,00 Mio. €	55 %	2,75 Mio. €
Mybestbrands GmbH	5,00 Mio. €	20 %	1,00 Mio. €
Pearlfection GmbH	3,00 Mio. €	30 %	0,9 Mio. €
Pauldirekt GmbH	19,00 Mio. €	71 %	13,49 Mio. €
Gesamt			26,57 Mio. €
Gesamt pro ECAG-Aktie			17,05 €

Quelle: ECAG, GBC

Bereits die aufgeführten Unternehmen ergeben einen Bewertungsansatz in Höhe von 26,57 Mio. €, bzw. 17,05 € pro Aktie. In der obigen Aufstellung nicht enthalten sind indes die beiden Unternehmen Getperformance GmbH sowie Getlogics GmbH, welche beide profitabel arbeiten und einen wesentlichen Wertbeitrag leisten. Dennoch macht die obige Übersicht deutlich, dass allein die beiden Bereiche Ecommerce Media und Ecommerce Brands einen Wertansatz inne haben, welcher die derzeitige Marktkapitalisierung deutlich übersteigt. Selbst unter Herausnahme des Wertansatzes der Tiburon Partners AG in Höhe von 8,43 Mio. €, für welche ein Goodwill von 6,86 Mio. € bezahlt wurde, wird die derzeitige Marktkapitalisierung der ECAG mehr als reichlich abgedeckt, was die Werthaltigkeit des Portfolios, die Unterbewertung der Aktie sowie unser Kursziel von 18,00 € deutlich unterstreicht.

Fazit

Starkes Umsatzwachstum - Werthaltigkeit der Beteiligungsportfolios deutlich erhöht - fairer Wert je Aktie von 18,00 € - über 60 % Kurspotenzial - Rating KAUFEN

Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2010 konnte die Ecommerce Alliance AG (ECAG) ein Umsatzwachstum in Höhe von 174,7 % aufweisen. Davon wurde der Großteil organisch erzielt. Auch im 1. HJ 2011 setzte sich die Aufwärtsdynamik weiterhin fort, mit einem Wachstum um 63,5 %. Dabei war zwar ein Großteil des Umsatzzuwachses auf die Konsolidierung der Shirtinator AG zurückzuführen, jedoch lag das organische Wachstum mit rund 25 % noch immer auf einem sehr hohen Niveau. Zu berücksichtigen ist dabei auch, dass für die umsatzstärkste Beteiligung Pauldirekt, welche im GJ 2010 rund 50 % der Konzernumsatzerlöse ausmachte, zu einem hohen Maße das Weihnachtsgeschäft ein wesentlicher Umsatzfaktor ist. Daher gestaltet sich das 2. HJ regelmäßig deutlich umsatzstärker als das 1. HJ.

Darauf hin, dass Pauldirekt die Wachstumschancen des Weihnachtsgeschäfts auch in diesem Jahr gut nutzen kann, deutet die jüngste Wachstumsfinanzierung. Im August beteiligten sich mit Corporate Finance Partners und Vorwerk Direct Selling Ventures zwei namhafte Investoren mit einem mittleren siebenstelligen Betrag. Dieser soll zur Ausweitung der Mitgliederzahlen und damit der Erhöhung der Umsatzerlöse investiert werden. Von derzeit 1,3 Mio. Mitgliedern soll die Mitgliederzahl somit auf Jahressicht auf über 2,0 Mio. ausgebaut werden. Vor dem Hintergrund dieser Expansionsanstrengungen wird Pauldirekt im GJ 2011 noch einen negativen EBITDA-Beitrag leisten.

Aber auch bei den weiteren vollkonsolidierten Gesellschaften Getperformance, Getlogics und Shirtinator ist von weiteren Umsatzsteigerungen gegenüber dem GJ 2010 auszugehen. Darüber hinaus arbeiteten diese Gesellschaften bereits im GJ 2010 profitabel. Insgesamt sollten die Umsatzerlöse im GJ 2011 um 67,3 % auf 32,50 Mio. € gesteigert werden können. Auch für das GJ 2012 gehen wir von einer weiteren Umsatzsteigerung um dann 31,5 % auf 42,75 Mio. € aus. Gleichzeitig ist für 2012 das Erreichen der Gewinnschwelle auf EBITDA-Ebene zu erwarten.

Nicht zuletzt ergeben sich auch bei den at-Equity-bilanzierten Beteiligungen positive Entwicklungen. So konnten jüngst sowohl bei Pearlfection als auch 52weine Wachstumsfinanzierungen durch namhafte Kapitalgeber verkündet werden. Während sich die MOUNTAIN SUPER ANGEL AG mit einem mittleren sechsstelligen Betrag an Pearlfection beteiligte, übernahm Burda Direkt Services einen Anteil von 51 % an 52weine. Beiden Unternehmen sollte es durch die Wachstumsfinanzierungen der namhaften Investoren möglich sein ihre Umsatzniveaus deutlich zu steigern.

Insgesamt sehen wir die Werthaltigkeit der ECAG durch die jüngsten Finanzierungen, aber auch die dynamische Umsatzentwicklung deutlich erhöht. Der Aktienkurs der ECAG spiegelt diese Entwicklung in unseren Augen nicht ausreichend wider. Auch wenn die Wachstumsinvestitionen zunächst noch ein negatives EBITDA verursachen, wird schon im kommenden Geschäftsjahr ein positiver Wert angestrebt. Mittelfristig halten wir eine EBITDA-Marge von 5 % für realistisch.

Vor diesem Hintergrund schätzen wir eine Notierung der Aktie auf Buchwertniveau als zu niedrig ein. Allein die jüngsten Finanzierungsrunden bei den Beteiligungen Pauldirekt, Pearlfection und 52weine rechtfertigen einen höheren Wertansatz. Gemäß unserem DCF-Modell haben wir einen fairen Wert von 18,00 € ermittelt, was einem Kurspotenzial für die Aktien der ECAG in Höhe von über 60 % entspricht. Daher vergeben wir für die Aktie der ECAG das Rating KAUFEN.

Anhang

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen aus dieser Studie stammen aus Quellen, welche GBC für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt verwandt, 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 Angebotsschreiben 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. Aktiensplitts, 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), Stellv. Chefanalyst

Christoph Schnabel, Dipl. Betriebswirt (FH), 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



GBC AG[®]
- 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