



Researchstudie (Update)



**Umsatzerwartungen für 2012 angepasst
-
EBITDA für 2012 unverändert positiv erwartet**

Kursziel: 16,00 €

Rating: Kaufen

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

Ecommerce Alliance AG ^{*5}

Rating: Kaufen

Kursziel: 16,00

aktueller Kurs: 10,50

27.9.2012 / ETR

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A1C9YW6

WKN: A1C9YW

Börsenkürzel: ECF

Aktienanzahl³: 1,558

Marketcap³: 16,36

EnterpriseValue³: 13,34

³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 53,8 %

Transparenzlevel:

Entry Standard

Marktsegment:

Freiverkehr

Rechnungslegung:

IFRS

Geschäftsjahr: 31.12

Designated Sponsor:

CBS

Analysten:

Felix Gode

gode@gbc-ag.de

* Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite IV

Unternehmensprofil

Branche: IT

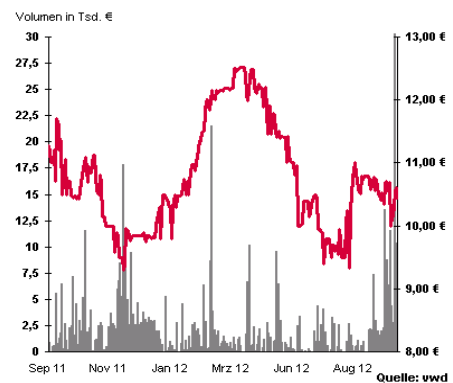
Fokus: E-Commerce

Mitarbeiter: 157 Stand: 31.12.2011

Gründung: 1999 (getmobile AG)

Firmensitz: München

Vorstand: Daniel Wild, Sven Rittau,
Justine Mross



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 Fulfilment. Das aktuelle Portfolio umfasst die integrierte Internet- und TV-Marketingagentur Getperformance, das Logistik- und Fulfilment-Unternehmen Getlogics sowie die E-Mail-Marketing-Agentur MailCommerce. 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	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012e	31.12.2013e
Umsatz	19,43	26,70	31,50	36,50
EBITDA	-1,94	-1,95	0,19	1,15
EBIT	-2,18	-2,51	-0,31	0,65
Jahresüberschuss	-2,32	-3,20	-1,01	0,07

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	-1,49	-2,05	-0,65	0,05
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen

EV/Umsatz	0,56	0,50	0,42	0,37
EV/EBITDA	-5,58	-6,85	69,48	11,61
EV/EBIT	-4,98	-5,31	-43,31	20,55
KGV	neg.	neg.	neg.	221,10
KBV		0,86		

Finanztermine:

Datum: Ereignis

**letztes Research von GBC:

Datum: Veröffent. / Kursziel in EUR / Rating

5.7.2012: RS / 17,50 / KAUFEN

14.2.2012: RG / 18,00 / KAUFEN

9.2.2012: RS / 18,00 / KAUFEN

9.2.2012: RS / 18,00 / KAUFEN

9.11.2011: RS / 18,00 / KAUFEN

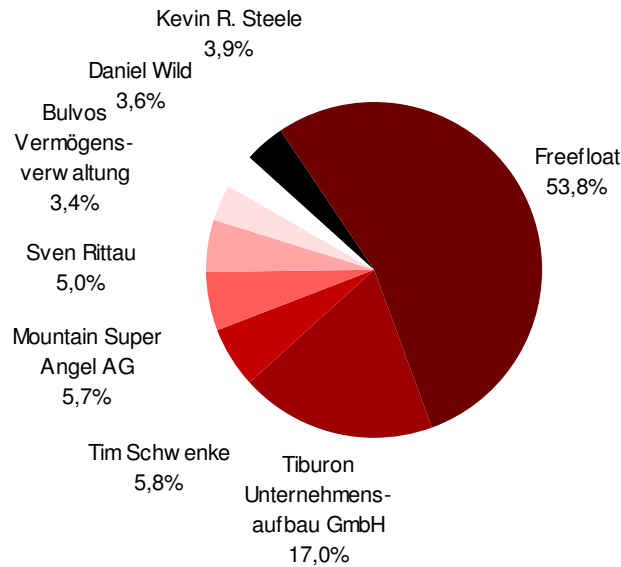
RS = Research Studie; RG = Research Guide;

** oben aufgeführte Researchstudie kann unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D 86150 Augsburg angefordert werden.

Unternehmen

Aktionärsstruktur

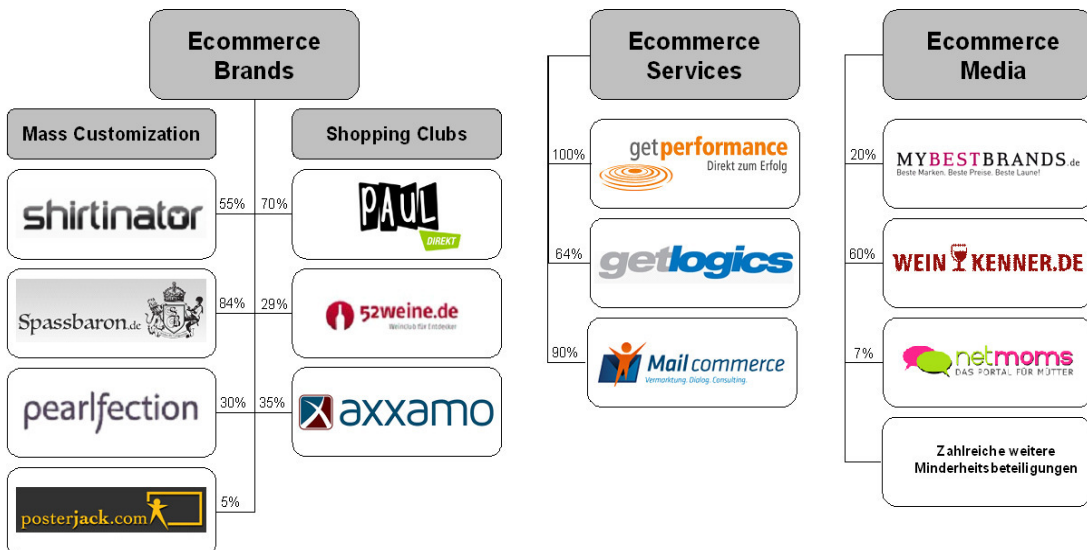
Aktionärsstruktur (Stand: August 2012)



	Stand Apr. 2011	Stand Aug. 2011	Stand Mai 2012	Stand Aug. 2012
Tiburon Unternehmensaufbau GmbH	17,0%	16,3%	17,9%	19,0%
Tim Schw enke	5,6%	5,8%	5,8%	5,8%
Mountain Super Angel AG	4,6%	5,7%	5,7%	5,7%
Sven Rittau	4,4%	5,0%	5,0%	5,0%
Bulvos Vermögensverwaltung	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%
Daniel Wild	3,4%	3,6%	3,6%	3,6%
Kevin R. Steele	3,0%	3,9%	3,9%	3,9%
Freefloat	58,6%	56,5%	54,9%	53,8%

Quelle: ECAG, GBC

Unternehmensstruktur und wichtigste Beteiligungen



Quelle: ECAG, GBC

Geschäftsentwicklung 1. HJ 2012

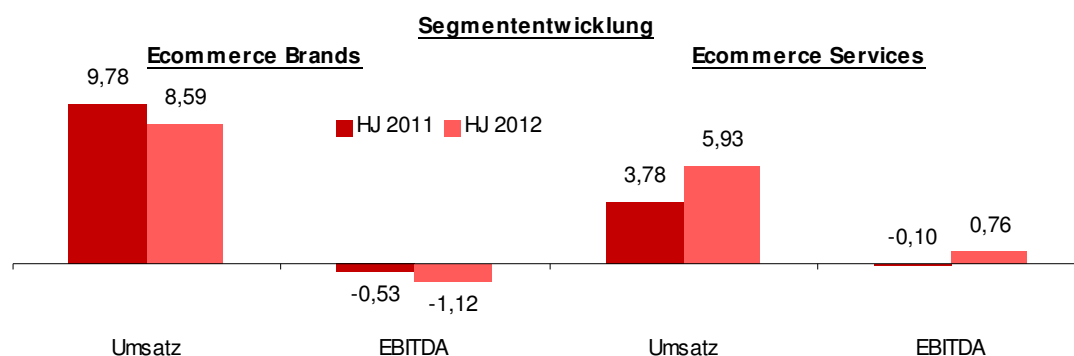
in Mio. €	HJ 2011	Δ 2011/2012	HJ 2012
Umsatzerlöse	12,74	+6,7 %	13,60
EBITDA (Marge)	-0,62 (-4,9 %)	k.A.	-0,36 (-2,7 %)
EBIT (Marge)	-0,89 (-7,0 %)	k.A.	-0,67 (-4,9 %)
Periodenergebnis	-1,18	k.A.	-0,79
EPS in €	-0,76	k.A.	-0,50

Quelle: ECAG, GBC

Umsatzentwicklung - starke Entwicklung im Segment Ecommerce Services

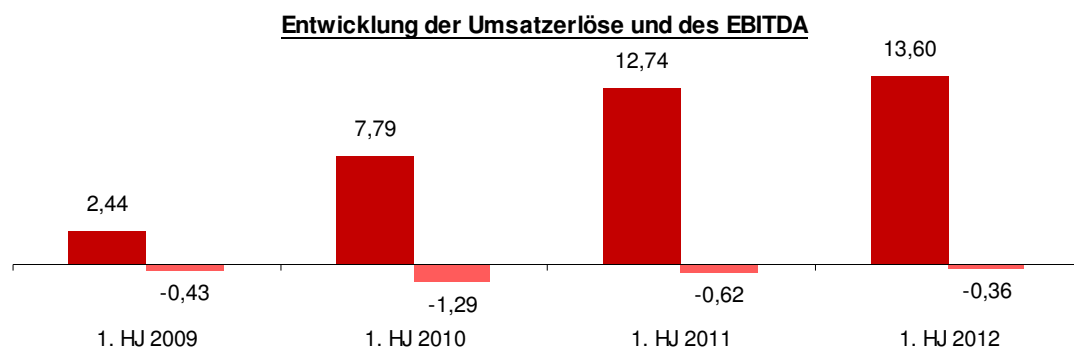
Mit einem Umsatzzuwachs um 6,7 % im 1. HJ 2012 entwickelte sich die Ecommerce Alliance AG (ECAG) weniger dynamisch als zunächst von uns erwartet. Dabei zeigten sich die beiden Geschäftsbereiche Ecommerce Brands und Ecommerce Services heterogen.

Sehr überzeugend stellte sich der Bereich Ecommerce Services dar, wo eine Umsatzsteigerung gegenüber dem Vorjahr um 69,7 % auf 5,93 Mio. € erreicht wurde. Hierbei entwickelten sich alle Tochterunternehmen in diesem Bereich sehr zufriedenstellend. Sehr erfolgreich etablierte sich im 1. HJ 2012 bereits schon die erst im Q1 2012 gegründete Mailcommerce GmbH. Das auf E-Mail-Marketing spezialisierte Unternehmen hat bereits zum Halbjahr die gesteckten Ziele des Managements für das Gesamtjahr 2012 erreicht und hat damit wesentlich zu den guten Segmentumsatzerlösen beigetragen.



Quelle: ECAG, GBC

Das Segment Ecommerce Brands verzeichnete hingegen einen Umsatzrückgang um 12,3 % auf 8,59 Mio. €. Hauptgrund hierfür dürfte eine schwächere Umsatzentwicklung bei der Kernbeteiligung Pauldirekt gewesen sein. Dabei liegt diese Entwicklung jedoch im Plan des Managements. Insgesamt ist der Hintergrund der rückläufigen Umsatzerlöse im Segment Ecommerce Brands vor allem der zielgerichtete Einsatz von Mediabudgets. Da Erfahrungswerte gezeigt haben, dass das Schalten von Werbung insbesondere in der zweiten Jahreshälfte für Aufmerksamkeit seitens der Kunden sorgt, wurde dies im 1. HJ 2012 auf ein Minimum reduziert und eine Beschränkung auf Werbung zum Markenaufbau gesetzt. Im 2. HJ 2012 wird die Werbeaktivität nun verstärkt und auch vermehrt produktbezogen gestaltet. Dies sollte zu einer wesentlichen Umsatzbelebung in der zweiten Jahreshälfte führen.

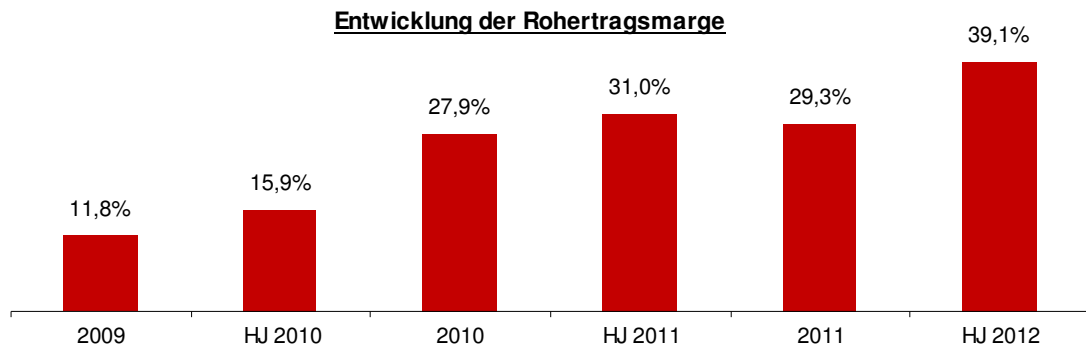


Quelle: ECAG, GBC

Ergebnisentwicklung - Rohertrag klar verbessert - EBITDA merklich über Vorjahr

Zum Umsatzanstieg beitragen hat im 1. HJ 2012 im Wesentlichen das Segment Ecommerce Services. Damit verschob sich auch der Umsatzmix klar zu Gunsten des Segments Ecommerce Services. Im Servicebereich sind die Materialaufwendungen und sonstigen Leistungen naturgemäß merklich niedriger als im Segment Ecommerce Brands, welcher den Warenbereich abgedeckt.

In der Folge konnte eine deutlich erhöhte Rohertragsmarge erzielt werden als im Vorjahreszeitraum. Mit 39,1 % lag diese nicht nur um 8,1 Prozentpunkte über dem Vorjahreswert, sondern auch auf dem höchsten Niveau im Betrachtungszeitraum seit dem GJ 2009.



Quelle: ECAG, GBC

Bei den weiteren operativen Kosten waren hinsichtlich des Personalaufwandes nur geringfügige Erhöhungen zu beobachten, wohingegen die sonstigen administrativen Aufwendungen mit 3,01 Mio. € gegenüber dem Vorjahr um 41,1 % erhöht ausfielen. Hierbei machten sich neben Werbeaufwendungen auch der Relaunch der Website von Pauldirekt sowie der Ausbau von IT-Plattformen bemerkbar.

Im Zuge der insgesamt unterproportional gestiegenen Kosten konnte die ECAG das EBITDA im 1. HJ 2012 klar verbessern und den negativen Betrag des Vorjahres von -0,62 Mio. € deutlich auf -0,36 Mio. € senken. Dabei zeigte sich das Segment Ecommerce Services als wesentlicher Stabilisator des Ergebnisses. Mit einem Segment-EBITDA von 0,76 Mio. € wurde im Bereich Services eine EBITDA-Marge von 15,2 % erzielt. Das EBITDA im Segment Ecommerce Brands verringerte sich hingegen, insbesondere auf Grund der niedrigeren Umsatzerlöse, von -0,53 Mio. € auf -1,12 Mio. €.

Insgesamt schätzen wird das EBITDA als zufriedenstellend ein. Die Zielsetzung, auf Gesamtjahressicht ein ausgeglichenes Ergebnis zu erzielen, ist weiterhin gut erreichbar.

Noch keinen Ergebnisbeitrag im 1. HJ 2012 leistete die jüngste Beteiligung der ECAG, die axxamo GmbH. Die ECAG beteiligte sich im Rahmen einer Kapitalerhöhung mit einem Anteil von 35 % an dem jüngst gegründeten Unternehmen. Die weiteren Partner der axxamo GmbH sind die getmobile GmbH sowie die SevenVentures GmbH, ein Tochterunternehmen der ProSiebenSat1-Gruppe.

Die axxamo GmbH ist ein Online-Anbieter für mobile Endgeräte und dazugehörige Mobilfunkverträge. Der sehr stark wachsende Bereich der Smartphones und Tablet-PCs soll hierbei adressiert werden. Die Neukundengewinnung wird einen Fokus auf das Medium TV haben. Hierbei stellt der Joint Venture-Partner SevenVentures Werbezeiten auf den Hauptsendern der ProSiebenSat1-Gruppe zur Verfügung. Mit der getmobile GmbH greift die axxamo GmbH zudem auf einen erfahrenen Partner im Online-Vertrieb von Mobilfunkprodukten zurück. Nicht zuletzt wird die ECAG im Rahmen der Partnerschaft über ihre Tochtergesellschaft getperformance GmbH die komplette TV-Mediasteuerung verantworten und für eine gute Conversion der TV-Kampagne auf das Internet sorgen.

Insgesamt birgt die Beteiligung in den kommenden Jahren ein hohes Umsatzpotenzial, da das Unternehmen nicht nur in einem hochdynamischen Marktumfeld aktiv ist, sondern auch mit starken Partnern agiert.

Prognose und Modellannahmen

in Mio. €	GJ 2011	GJ 2012e alt	GJ 2012e neu	GJ 2013e alt	GJ 2013e neu
Umsatzerlöse	26,70	38,50	31,50	46,00	36,50
EBITDA (Marge)	-1,95 (neg.)	0,19 (0,5 %)	0,19 (0,6 %)	1,15 (2,5 %)	1,15 (3,2 %)
EBIT (Marge)	-2,51 (neg.)	-0,31 (neg.)	-0,31 (neg.)	0,65 (1,4 %)	0,65 (1,8 %)
Jahresüberschuss	-3,20	-1,01	-1,01	0,07	0,07
EPS	-2,05	-0,65	-0,65	0,05	0,05

Quelle: Berechnung GBC AG

Umsatzprognosen angepasst - Ergebnisprognosen unverändert belassen

Für das 2. HJ 2012 mit einer merklichen Belebung der Umsatzerlöse zu rechnen, insbesondere im Segment Ecommerce Brands. Dies ist insbesondere auf die Tatsache zurückzuführen, dass das Weihnachtsgeschäft für die umsatzstärkste Beteiligung Pauldirekt von zentraler Bedeutung ist und im Weihnachtsquartal der Großteil der Umsatzerlöse erzielt wird.

Zudem wird sich die bereits laufende Media-Kooperation mit GMPVC German Media Pool GmbH (GMPVC) vermutlich sehr positiv auf die Umsatzentwicklung von Pauldirekt auswirken. GMPVC beteiligte sich im 1. HJ 2012 an Pauldirekt und erbringt im Gegenzug für Unternehmensanteile Medialeistungen in Form von TV-Werbespots auf dem Sender N24 im Gegenwert eines niedrigen siebenstelligen Betrages. Dies sollte die Bekanntheit von Pauldirekt, insbesondere vor dem Hintergrund des wichtigen Weihnachtsquartals, erhöhen und zu einer Verbesserung der Umsatzerlöse beitragen.

Vor diesem Hintergrund, aber auch der starken Entwicklung des Segments Ecommerce Services bereits im 1. HJ 2012, erwarten wir eine deutliche Belebung der Umsatzerlöse im 2. HJ 2012. Dennoch gehen wir davon aus, dass unserer bisherigen Umsatzerwartungen zu optimistisch waren und nicht mehr erreicht werden können. Wir reduzieren daher unsere bisherige Umsatzprognose für das GJ 2012 von bislang 38,50 Mio. € auf nunmehr 31,50 Mio. €. Mit einer nunmehr erwarteten Wachstumsrate von 18,0 % gehen wir unverändert davon aus, dass sich die ECAG überproportional zum Gesamtmarkt entwickeln und klar zweistellige Wachstumsraten erzielen kann. Davon gehen wir auch nach wie vor für die darauffolgenden Geschäftsjahre aus.

Keine Umsatzbeiträge wird die jüngst neu ins Portfolio aufgenommene axxamo GmbH beisteuern. Da die ECAG an dem Unternehmen eine Beteiligungsquote von 35 % hält, wird das Unternehmen nicht vollkonsolidiert, sondern als at-equity-Beteiligung geführt.

Unternehmen (in Mio. €)	Umsatz 2010	Umsatz 2011	Umsatz 2012e	Δ 11/12	Umsatz 2013e	Δ 12/13
Pauldirekt GmbH	9,04	13,00	15,00	15,4%	17,50	16,7%
Shirtinator AG	1,46*	7,50	7,50	0,0%	8,50	13,3%
Getperformance GmbH	6,11	5,50	5,50	0,0%	6,00	9,1%
Getlogics GmbH	1,41	1,80	2,00	11,1%	2,50	25,0%
Sonst. Konzernunternehmen + Eliminierung	1,41	-1,10	1,50		2,00	
Gesamt	19,43	26,70	31,50	18,0%	36,50	15,9%

Quelle: Berechnung GBC, *seit Konsolidierung zum 30.09.2010

Trotz der reduzierten Umsatzerwartungen haben wir unsere Ergebnisprognosen für die beiden Geschäftsjahre 2012 und 2013 unverändert belassen. Nachdem bereits im 1. HJ 2012 eine deutliche Verbesserung des EBITDA erreicht wurde, halten wir das Ziel eines ausgeglichenen EBITDA auch für das GJ 2012 nach wie vor für erreichbar. Hintergrund ist, neben dem erwartungsgemäß verbesserten Umsatz- und Ergebnisanteil von Pauldirekt im 2. HJ 2012 auch der wachsende Umsatzanteil des Segments Ecommerce Services, welches sich als deutlich margenstärker abzeichnet als das Segment Ecommerce Brands.

Bewertung

DCF-Bewertung

Modellannahmen

Die Ecommerce Alliance AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2012 und 2013 in Phase 1, erfolgt von 2014 bis 2019 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir eine jährliche Steigerung beim Umsatz von 10,0 %. Als Ziel EBIT-DA-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 2,0 %.

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 2,00 %.

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 9,07 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 9,07 %.

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 9,07 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2013 entspricht als **Kursziel 16,00 €**. Das bisherige Kursziel von 17,50 € haben wir entsprechend vor dem Hintergrund der angepassten Umsatzerwartungen für die Geschäftsjahre 2012 und 2013 leicht nach unten adjustiert.

Ecommerce Alliance AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	10,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	5,0%	ewige EBITA - Marge	4,3%
AFA zu operativen Anlagevermögen	3,5%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	-5,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e	GJ 2018e	GJ 2019e	
Umsatz (US)	31,50	36,50	40,17	44,20	48,64	53,53	58,90	64,82	
<i>US Veränderung</i>	18,0%	15,9%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	2,0%
<i>US zu operativen Anlagevermögen</i>	2,20	2,61	2,87	3,15	3,47	3,81	4,19	4,61	
EBITDA	0,19	1,15	2,03	2,23	2,45	2,70	2,97	3,27	
<i>EBITDA-Marge</i>	0,6%	3,1%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	
EBITA	-0,31	0,65	1,54	1,74	1,96	2,21	2,48	2,78	
<i>EBITA-Marge</i>	-1,0%	1,8%	3,8%	3,9%	4,0%	4,1%	4,2%	4,3%	4,3%
Steuern auf EBITA zu EBITA	-0,10	-0,70	-0,46	-0,52	-0,59	-0,66	-0,74	-0,83	
	-33,0%	108,2%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	-0,41	-0,05	1,08	1,22	1,37	1,55	1,74	1,94	
Kapitalrendite	-3,2%	-0,4%	8,8%	10,1%	11,6%	13,3%	15,3%	17,5%	18,6%
Working Capital (WC)	-2,13	-1,83	-2,01	-2,21	-2,43	-2,68	-2,95	-3,24	
<i>WC zu Umsatz</i>	-6,7%	-5,0%	-5,0%	-5,0%	-5,0%	-5,0%	-5,0%	-5,0%	
Investitionen in WC	0,49	-0,30	0,18	0,20	0,22	0,24	0,27	0,30	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	14,29	14,00	14,01	14,02	14,03	14,04	14,05	14,05	
<i>AFA auf OAV</i>	-0,50	-0,50	-0,49	-0,49	-0,49	-0,49	-0,49	-0,49	
<i>AFA zu OAV</i>	3,5%	3,6%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	
Investitionen in OAV	-0,46	-0,21	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	
Investiertes Kapital	12,17	12,18	12,00	11,81	11,60	11,36	11,10	10,81	
EBITDA	0,19	1,15	2,03	2,23	2,45	2,70	2,97	3,27	
Steuern auf EBITA	-0,10	-0,70	-0,46	-0,52	-0,59	-0,66	-0,74	-0,83	
Investitionen gesamt	0,03	-0,51	-0,32	-0,30	-0,28	-0,26	-0,23	-0,20	
<i>Investitionen in OAV</i>	-0,46	-0,21	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	
<i>Investitionen in WC</i>	0,49	-0,30	0,18	0,20	0,22	0,24	0,27	0,30	
<i>Investitionen in Goodwill</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	0,12	-0,06	1,25	1,41	1,59	1,78	2,00	2,23	25,37
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	20,57	22,50							
<i>Barwert expliziter FCFs</i>	6,75	7,43							
<i>Barwert des Continuing Value</i>	13,82	15,07							
Nettoschulden (Net debt)	-6,59	-6,45							
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00							
Wert des Eigenkapitals	27,16	28,95							
Fremde Gewinnanteile	-3,77	-4,02							
Wert des Aktienkapitals	23,38	24,93							
Ausstehende Aktien in Mio.	1,558	1,558							
Fairer Wert der Aktie in EUR	15,01	16,00							

Kapitalkostenermittlung :

<i>risikolose Rendite</i>	2,0%
<i>Marktrisikoprämie</i>	5,5%
<i>Beta</i>	1,29
Eigenkapitalkosten	9,1%
<i>Zielgewichtung</i>	100,0%
Fremdkapitalkosten	5,0%
<i>Zielgewichtung</i>	0,0%
Taxshield	25,0%
WACC	9,1%

Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR

Kapitalrendite	WACC				
	8,1%	8,6%	9,1%	9,6%	10,1%
14,6%	15,36	14,44	13,67	13,00	12,41
16,6%	16,79	15,73	14,83	14,05	13,38
18,6%	18,23	17,02	16,00	15,11	14,35
20,6%	19,66	18,31	17,16	16,17	15,31
22,6%	21,10	19,60	18,33	17,23	16,28

Fazit

Starke Entwicklung im Segment Services - ausgeglichenes EBITDA für 2012 weiter im Blick - Kursziel leicht auf 16,00 € reduziert - Rating bleibt KAUFEN

Die Umsatzentwicklung der Ecommerce Alliance AG (ECAG) war mit einem Plus von 6,7 % im 1. HJ 2012 weiterhin aufwärts gerichtet. Dabei konnte insbesondere das Segment Ecommerce Services überzeugen und einen Umsatzanstieg um 69,7 % auf 5,03 Mio. € vorweisen. Rückläufig entwickelte sich hingegen das Segment Ecommerce Brands, das mit 8,57 Mio. € einen um 12,3 % niedrigeren Umsatz auswies als im Vorjahreszeitraum.

Ergebnisseitig zeigte sich ein kongruentes Bild zu den Umsatzerlösen. Während das Segment Ecommerce Services mit einem EBITDA von 0,76 Mio. € bzw. einer EBITDA-Marge von 15,2 % sehr profitabel arbeitete, fiel das EBITDA im Segment Ecommerce Brands mit -1,12 Mio. € nach wie vor negativ aus. Die gute EBITDA-Entwicklung im Segment Ecommerce Services ist dabei unter anderem auch auf die über den Erwartungen liegende Entwicklung der erst im Q1 2012 gegründeten Mailcommerce GmbH zurückzuführen. Diese erfüllte bereits im 1. HJ 2012 die Vorgaben des Managements für das Gesamtjahr 2012.

Insgesamt erzielte die ECAG mit -0,36 Mio. € ein EBITDA im Rahmen unserer Erwartungen. Die Aussichten auf das Gesamtjahr, mit dem Ziel ein ausgeglichenes EBITDA zu erwirtschaften, können vor diesem Hintergrund aufrecht erhalten werden.

Insbesondere die Beteiligung Pauldirekt sollte im 2. HJ 2012 an Dynamik gewinnen und deutlich höhere Umsatzbeiträge generieren. Hintergrund der schwächeren Entwicklung im 1. HJ 2012 waren dabei unter anderem reduzierte Werbemaßnahmen, um diese im wichtigen und traditionell umsatzstärksten Weihnachtsquartal gezielt intensivieren zu können. Dabei wird auch die Media-Kooperation mit GMPVC German Media Pool GmbH (GMPVC) eine maßgebliche Rolle spielen. GMPVC beteiligte sich im 1. HJ 2012 an Pauldirekt und erbringt im Gegenzug für Unternehmensanteile Medialeistungen in Form von TV-Werbespots auf dem Sender N24 im Gegenwert eines niedrigen siebenstelligen Betrages. Dies sollte insbesondere im 2. HJ 2012 für umsatzsteigernde Effekte sorgen.

Dennoch haben wir unsere Umsatzprognosen für das GJ 2012 reduziert und gehen nun davon aus, dass die ECAG Umsatzerlöse in Höhe von 31,50 Mio. € erreichen wird. Die entspricht einer über dem Marktwachstum liegender Wachstumsrate von 18,0 %. Unsere Ergebniserwartung haben wir indes unverändert belassen und erwarten weiterhin ein ausgeglichenes EBITDA in Höhe von 0,19 Mio. €.

Vor dem Hintergrund der reduzierten Umsatzschätzungen für die Geschäftsjahre 2012 und 2013 haben wir auch das Kursziel der ECAG nach unten angepasst. Nach bislang 17,50 € haben wir nun einen fairen Wert je Aktie von 16,00 € ermittelt. Dennoch ergibt sich für die Aktie der ECAG noch ein erhebliches Kurspotenzial. Angesichts der Positionierung des Unternehmens im wachstumsstarken Online-Bereich und der Aussicht auf positive operative Ergebnisse bereits im laufenden Geschäftsjahr, schätzen wir die Aktie der ECAG unverändert als sehr attraktiv ein und bestätigen unser 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

§ 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