



Independent Research

Unabhängige Finanzmarktanalyse GmbH

Investment Research

EUTEX European Telco Exchange AG



**Marktsegment: Freiverkehr
Branche: Telecommunication Services**

Investment Research

11. November 2005

Bitte lesen Sie den Hinweis zur Erstellung dieses Dokumentes, die Haftungserklärung, die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die Pflichtangaben zu § 34b Wertpapierhandelsgesetz am Ende dieses Dokumentes. Diese Finanzanalyse im Sinne des § 34b WpHG ist nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die im Zusammenhang mit ihrem Handel, Beruf oder ihrer Beschäftigung übertragbare Finanzinstrumente auf Eigenrechnung oder auf Rechnung anderer erwerben oder verkaufen.

INHALTSVERZEICHNIS

1.	Zusammenfassung	3
2.	SWOT-Analyse	4
3.	Unternehmensprofil	6
4.	Das öffentliche Angebot	8
5.	Operative Perspektiven	
	5.1. Wholesale	9
	5.2. Outsourcing	17
	5.3. Mobile Services	19
	5.4. VoIP	23
6.	Operative Entwicklung	26
7.	Finanzierung	29
8.	Bewertung	30
9.	Risikoprofil	34
10.	Fazit	35
11.	Anhang	36

EUTEX AG ⁴⁾

Fair Value: 14,32 Euro

Ereignis:

Geplanter Börsengang

Einschätzung:

Fair Value: 14,32 Euro

IR	2	2	3
Rating	Wachstum	Investor Relations	Konstanz

Ersteller: Norbert Kretlow, Dirk Werner (Analysten)

- ⇒ **EUTEX ist der europaweit führende unabhängige Großhändler von Telefonminuten zur Terminierung von Sprachtelefonaten**
- ⇒ **Aktuell zeigt das Kerngeschäft sinkende Umsätze und operative Verluste. Wir gehen davon aus, dass durch eine nachhaltige Verbesserung der Wettbewerbsposition deutliches Wachstum sowie der Turnaround im Kerngeschäft möglich ist. Zudem dürfte eine Internationalisierung des Geschäfts Wachstumsimpulse liefern**
- ⇒ **Nachhaltiges Wachstum ist zudem durch die geplante Positionierung in drei neuen Geschäftsfeldern möglich. Diese haben aktuell den Status von Start ups mit den damit verbundenen hohen Chancen und Risiken**
- ⇒ **Auf Basis unserer Bewertung mit einem DCF-Modell sowie einer Peer Group errechnet sich bei einer post money-Betrachtung ein fairer Wert pro Aktie von 14,32 Euro**

EUTEX European Telco Exchange AG							Telecommunication Services
Land	GE		Geschäftsjahr 31.12.				Fairer Wert (in Euro): 14,32
Aktienanzahl (in Mio. Stk.)	2,79 (post-IPO)	2,19 (pre-IPO)	www.eutex.com				
ISIN: DE000556532	WKN: 556532		Börsenkürzel: E2T		RL: HGB		
Aktionäre (Pre-IPO):	INCOM II KG 18,8%, IMH Venture Capital Berlin GmbH 18,5%, NIB GmbH 14,3%, Dr. Jürgen Frodermann (Treuhandler) 9,5%, INCOM II GmbH 8,1%, Ventegis Capital AG 6,8%, Booz Allen & Hamilton GmbH 4,3%, Management und EUTEX 12,2%, Sonstige Aktionäre 7,5%						Keine Indexmitgliedschaft
GJ	Umsatz	EBIT	EBT	JÜ	EpS*	KGV**	EV/Umsatz 07e: 0,16
2004	106,2	-1,24	-1,09	-1,09	-0,50	neg.	EV/EBIT 07e: 17,94
2005e	76,3	-4,7	-5,3	-5,3	-2,34	neg.	Div-Rendite 05e: 0,0%
2006e	168,3	-1,8	-1,2	-1,2	-0,41	neg.	CAGR Umsatz 04-09e: 31,0%
2007e	254,7	2,3	3,0	2,6	0,90	15,9	CAGR JÜ 07-09e: 87,4%
2008e	338,0	6,7	7,5	6,4	2,19	6,5	
2009e	409,0	11,9	12,9	9,2	3,16	4,5	
Zahlen in Mio. Euro, außer EpS (in Euro)							
*Auf Basis der durchschnittlichen gewichteten Aktienzahl des jeweiligen Jahres							
**Auf Basis unseres fairen Wertes von 14,32 Euro je Aktie							
Quelle: Independent Research							

1)2)3)4) **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

STÄRKEN

- **Marktführerschaft in der Nische der alternativen Großhändler von Telefonminuten zur Terminierung von Sprachtelefonaten in Europa**
- **Management mit sehr guter Branchenkenntnis; gute Vernetzung innerhalb der Branche**
- **Flexible Struktur macht starkes Wachstum verkraftbar**
- **Geringe Anlagenintensität**

CHANCEN

- **Starkes Wachstum im Kerngeschäft durch verbesserte Einkaufsbedingungen möglich**
- **Regionale Diversifikation kann ertragsstarkes Wachstum ermöglichen**
- **Drei neue Geschäftsbereiche können das Konzernwachstum massiv stimulieren**
- **Weitere aussichtsreiche Modelle in der Pipeline, die noch nicht in unseren Prognosen enthalten sind**

SCHWÄCHEN

- **Gemessen am gesamten Wholesale-Markt sehr kleiner Marktanteil; Marktnische ist nicht scharf vom Gesamtmarkt abgegrenzt**
- **Im Wettbewerbsvergleich unterdurchschnittliche Kapitalausstattung**
- **Niedermargiges Kerngeschäft mit hoher Abhängigkeit vom Management des Nettoumlaufvermögen**

RISIKEN

- **Bewertung preist starkes Wachstum ein**
- **Wachstumsplanung ist sehr aggressiv**
- **Weitere Margenerosion im Bereich Wholesale nicht auszuschließen**
- **Regionale Diversifikation ist mit hohem Key Person Risk verbunden**
- **Positionierung im Mittleren Osten mit hohem geopolitischem Risiko**
- **Prognosen für die drei neuen Geschäftsbereiche sind auf Grund deren Charakter als Start up mit überdurchschnittlichen Risiken behaftet**
- **End-to-End Voice over IP-Telefonie erübrigt die Terminierung in das PSTN**

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

3. Das Unternehmen

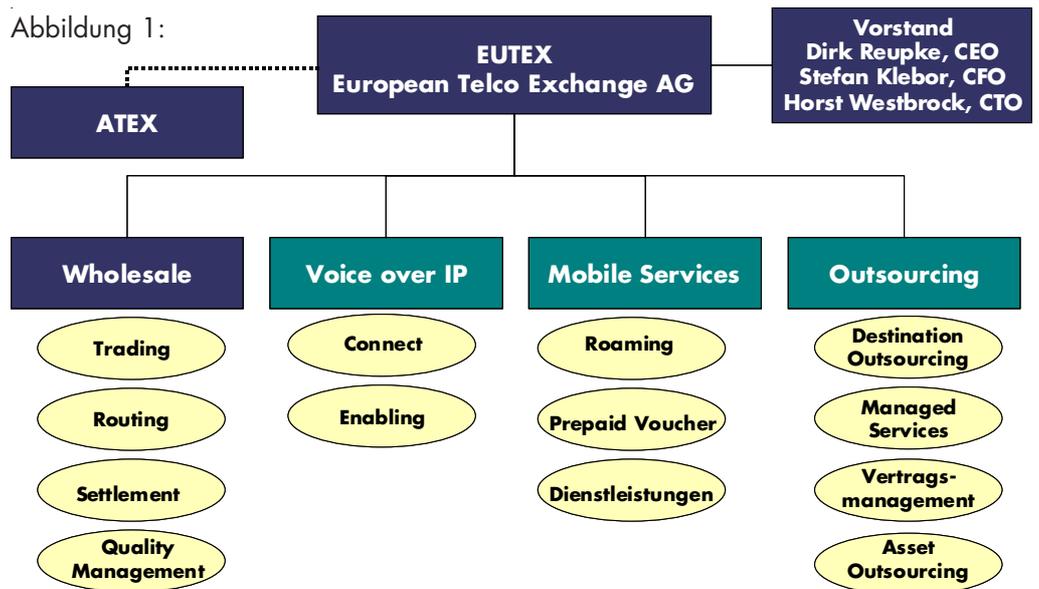
Großhändler von Telefonminuten zur Terminierung von Sprachtelefonaten

Die EUTEX European Telco Exchange AG ist ein Dienstleistungsunternehmen in der Telekombranche und betreibt den Handel, die Vermittlung und die Abrechnung von netzübergreifenden Telefonminuten im Bereich der Sprachtelefonie. Im Kerngeschäft Wholesale, der von dem Unternehmen unter "Interconnection Services" geführt wird, werden Telefonminuten von Telefonnetzbetreibern (Carrier) sowohl im Festnetz- als auch Mobilfunkbereich auf eigene Rechnung an- und verkauft. Telefongespräche laufen i.d.R. über verschiedene Telefonnetze. Somit müssen Telefongesellschaften bei der Vermittlung (Terminierung) von Gesprächen auf die Netze anderer Gesellschaften zurückgreifen. Hierzu kaufen sie Netzwerkkapazitäten (Abrechnungseinheit sind Telefonminuten) von anderen Netzbetreibern ein. An dieser Stelle tritt EUTEX als Vermittler auf. Das Unternehmen kauft Kapazitäten von Telefongesellschaften auf eigene Rechnung auf und vermarktet diese über eine eigene Handelsplattform an ihre Kunden. Neben der Zusammenführung von Angebot und Nachfrage über die Handelsplattform übernimmt die EUTEX auch die technische Vermittlung der Gespräche. Diese Leistungen werden über Knotenpunkte in Frankfurt, London und über die Tochtergesellschaft ATEX (Asia Telco Exchange Limited) in Hong Kong erbracht.

Drei neue Geschäftsbereiche im Aufbau

Neben dem aktuell noch dominierenden Wholesale-Geschäft befinden sich mit den Geschäftsfeldern Voice over IP (VoIP), Mobile Services sowie Outsourcing drei weitere Bereiche im Aufbau.

Mit über 90 aktiven Kunden in Europa, die den Service von EUTEX nutzen, bietet die Gesellschaft den Handel von Telefonverkehr in 215 Länder und zu über 1.200 Destinationen an. Das Ende 1999 in Erkrath bei Düsseldorf gegründete Unternehmen hat sich seither zu einem führenden Marktplatz für den Handel und Austausch von Telefonverkehr entwickelt. EUTEX beschäftigt aktuell inklusive der Vorstände und leitenden Angestellten insgesamt rund 40 Mitarbeiter.



Quelle: Independent Research, EUTEX

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Management Team

Der Vorstand von EUTEX besteht aus insgesamt drei Mitgliedern. Die Leiter der einzelnen Geschäftsbereiche Wholesale, Voice over IP, Mobile Services sowie Outsourcing gehören zur erweiterten Geschäftsleitung.

Vorstand

Dirk Reupke (CEO) ist im Vorstand von EUTEX für den Vertrieb verantwortlich und verfügt über eine langjährige Erfahrung in der Telekommunikationsbranche. Von 1995 bis zum Beginn seiner Tätigkeit bei EUTEX war Herr Reupke zunächst als kaufmännischer Geschäftsführer und zuletzt als Vorstandsvorsitzender bei der Talkline GmbH tätig. Davor war er als Bereichsleiter Controlling bei der Deutschen Telekom beschäftigt.

Stefan Klebor (CFO) war nach diversen Managementpositionen bei Bosch Telecom ab 1997 zunächst als Assistent der Geschäftsführung bei der Talkline GmbH tätig. Ab 1998 war Herr Klebor als Geschäftsbereichsleiter für den Bereich Strategie, Mergers & Acquisitions bei der Talkline GmbH zuständig, zuletzt zusätzlich als Geschäftsbereichsleiter für Unternehmenskommunikation.

Horst Westbrook (CTO) begann seine Karriere als Softwareentwickler für digitale Switching-Systeme. Danach war er unter anderem als Abteilungsleiter Technik im Bereich Kabel und Multimedia bei o.tel.o für Breitband-Projekte zuständig. Vor Aufnahme seiner Tätigkeit als Technikvorstand bei EUTEX war Herr Westbrook als Abteilungsleiter Multiservice Backbone Solutions bei Ericsson Deutschland beschäftigt.

Aufsichtsrat

Der studierte Diplom-Kaufmann und Diplom-Volkswirt Peter Folle ist Vorsitzender des Aufsichtsrats. Als geschäftsführender Gesellschafter der AVIDA Equity GP GmbH und deren Tochtergesellschaften ist er dort vor allem für die Bereiche Finanzen und Controlling verantwortlich. Als Mitglied des Managements der IMH-Fondsgruppe (Beteiligungsanteil an EUTEX pre-IPO: 18,47%) vertritt er diese in den Gremien der EUTEX. Herr Folle verfügt über ausgeprägte Erfahrung im Fonds- und Beteiligungsmanagement.

Mit Gerd Tenzer als stellvertretender Vorsitzender sitzt ein bestens vernetzter Kenner der Telekommunikationsindustrie im Aufsichtsrat. EUTEX profitiert von seinen weit reichenden Branchenkontakten. Vor seiner Tätigkeit als Mitglied in mehreren Aufsichtsräten gehörte Herr Tenzer von 1990 bis 2002 zum Vorstand der Deutschen Telekom AG. Von Juli bis November 2002 war er dort stellvertretender Vorsitzender des Vorstandes.

Dr. Pablo Fetter ist Geschäftsführer der Dr. Neuhaus Techno Nord GmbH, ein Venture-Capital Unternehmen, das ebenfalls eine Beteiligung an EUTEX hält. Dort ist Herr Dr. Fetter für die Betreuung und Auswahl von Beteiligungsunternehmen aus dem Technologiebereich, unter anderem aus den Bereichen Telekommunikation und Netzwerkinfrastruktur verantwortlich. Herr Dr. Fetter verfügt über ausgezeichnete Erfahrung im Technologiesektor.

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

4. Das öffentliche Angebot

Kapitalerhöhung + Mehrzuteilungsoption

Erlöse zur Finanzierung des Kerngeschäfts und Ausbau der neuen Geschäftsfelder

Aus einer im August 2005 beschlossenen Kapitalerhöhung gegen Bareinlage bietet EUTEX 605.680 Stückaktien unter Ausschluss des Bezugsrechts der Altaktionäre an. Zusätzlich gibt es eine Mehrzuteilungsoption von bis zu 182.000 Stückaktien (8,32% des bisherigen Grundkapitals von 2.187.695 Stückaktien) aus den Beständen von Altaktionären. Somit umfasst das Angebot inklusive einer eventuellen Mehrzuteilungsoption insgesamt bis zu 787.680 Stückaktien mit einem Anteil am Grundkapital von je 1,00 Euro. Die Notierung im Entry Standard des Open Market der Frankfurter Wertpapierbörse ist zwischen Ende November bis spätestens Mitte Dezember geplant. Für die Abwicklung der Emission ist die CCB Bank AG, Berlin, zuständig.

Aus den Daten errechnet sich nach dem IPO ein Streubesitzanteil von 21,68%, bei vollständiger Ausübung der Mehrzuteilungsoption ergibt sich ein Streubesitzanteil von 28,20%. Die Erlöse aus dem Börsengang will EUTEX für das Wachstum im Kerngeschäft Wholesale sowie die Diversifizierung in die neuen Geschäftsfelder verwenden. Im Kerngeschäft soll vor allem eine bessere Finanzierung des Working Capitals sichergestellt werden, daneben werden die Mittel für die weitere Expansion in Asien sowie den Aufbau der Wholesale-Aktivitäten im Mittleren Osten und Russland verwendet. In den neuen Geschäftsfeldern die-

Tabelle 1:

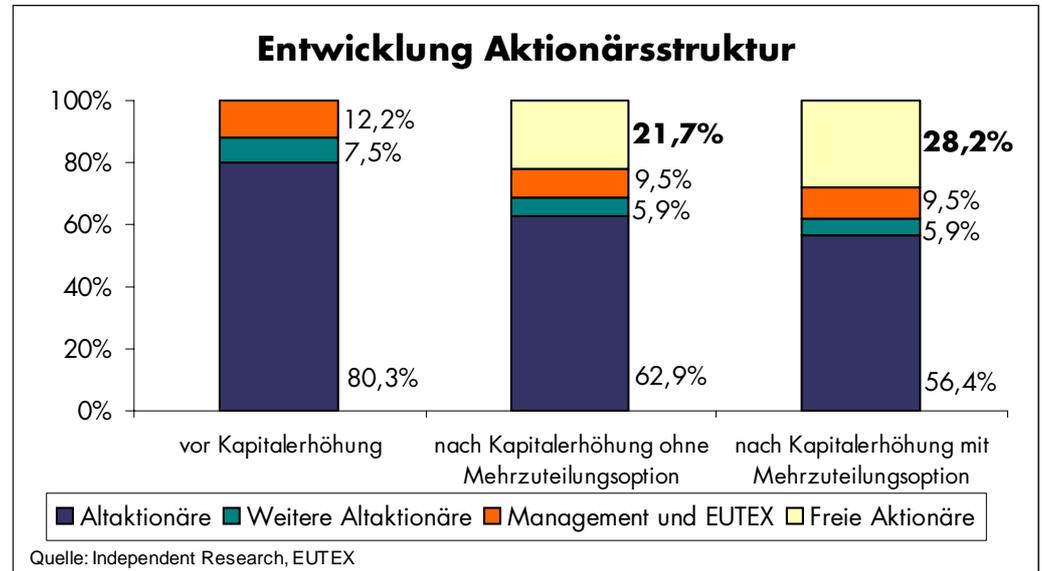
Daten und Fakten zum IPO	
Kürzel	
ISIN:	DE000556532
WKN:	556532
Börsenkürzel:	E2T
Emissionsbank:	CCB Bank AG
Marktsegment	Freiverkehr der Frankfurter Wertpapierbörse
Grundkapital pre-IPO in Euro	2.178.695
Grundkapital post-IPO in Euro	2.793.375
Nennwert je Stückaktie	1,00 Euro
Zeichnungsvolumen	
Angeborene Aktien aus Kapitalerhöhung	605.680
Mehrzuteilungsoption der Altaktionäre (Ende 30 Kalendertage nach Börsennotiz)	182.000
Abzugebende Stücke der Mehrzuteilungsoption	
INCOM II KG	45.311
IMH Venture Capital Berlin GmbH	44.502
NIB GmbH	34.565
Dr. Jürgen Frodermann (Treuhänder)	11.436
INCOM II GmbH	19.419
Ventegis Capital AG	16.419
Booz Allen & Hamilton GmbH	10.348
Angebotszeitraum:	Vier Tage zwischen dem 14. Nov.- 15. Dez. 2005
Designated Sponsor	Close Brothers Seydler AG

Quelle: Independent Research, EUTEX

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

nen die Erlöse vor allem dem Aufbau von Entwicklung und Vertrieb. Auch Akquisitionen und Kooperationen werden von EUTEX nicht ausgeschlossen.

Abbildung 2:



5. Operative Perspektiven

5.1. Wholesale

Kerngeschäft: Handel der Telefonminuten über eigene Handelsplattform

Der Geschäftsbereich Wholesale stellt derzeit das Kerngeschäft dar und hatte im abgelaufenen Geschäftsjahr 2004 einen Umsatzanteil von 100%. Über eine Handelsplattform, an die mehr als 90 internationale Netzbetreiber angeschlossen sind, wird hier der Handel der Netzwerkkapazitäten abgewickelt. Mit der gegenwärtigen Infrastruktur sind 215 Länder und 1.200 Destinationen adressierbar.

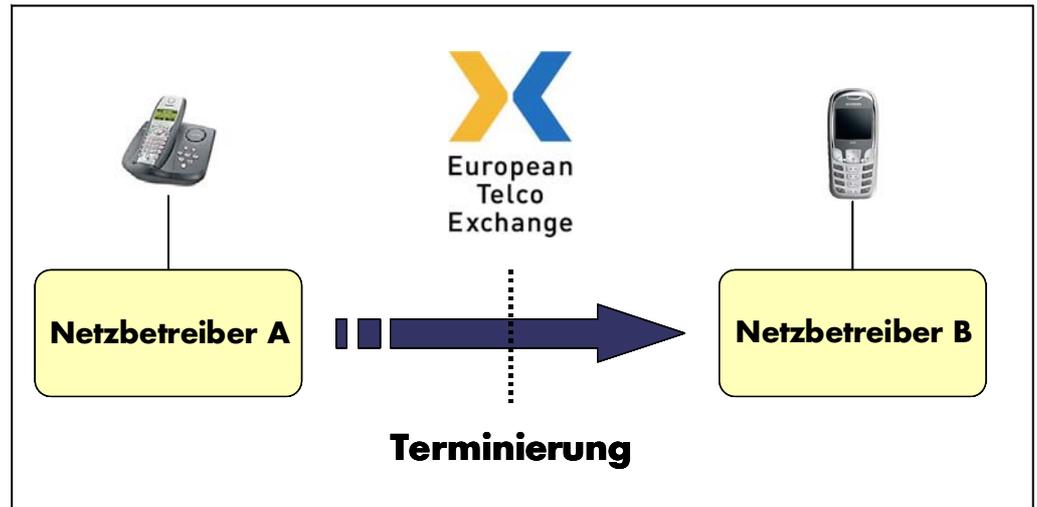
Möchte ein Anrufer bspw. aus dem deutschen Festnetz in das Mobilfunknetz eines anderen Landes, z.B. Frankreich, telefonieren, so läuft das Gespräch in diesem Fall über mindestens zwei Netze. Entsprechend muss der deutsche Netzbetreiber sicherstellen, dass das Gespräch in das Mobilfunknetz weitergeleitet werden kann. Der deutsche Netzbetreiber benötigt entsprechende Kapazitäten im fremden Netz und muss diese einkaufen. Die Übernahme des Gespräches durch einen Netzbetreiber, der die Verbindung zum Angerufenen aufbaut, wird als Terminierung bezeichnet.

Deregulierung erhöht Vielfaltigkeit der Netzstrukturen

Während bis in die 80er Jahre die Terminierung im Wesentlichen zwischen den verschiedenen Netzbetreibern realisiert wurde, führte die Deregulierung der Telekommunikationsmärkte und auch das Aufkommen des Mobiltelefons zu einer Erhöhung der Anzahl und Vielfaltigkeit der Netzstrukturen. Als Folge wurde die Terminierung nicht mehr nur zwischen den einzelnen Netzbetreibern geregelt, sondern die Dienstleistung Terminierung von unabhängigen Unternehmen angeboten. Die wichtigsten Marktteilnehmer und damit Anbieter von Telefonminuten sind hierbei noch immer ehemalige Staatsunternehmen wie bspw. die Deutsche Telekom, France Telecom oder Telecom Italia, die über eigene Telefonnetzwerke verfü-

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

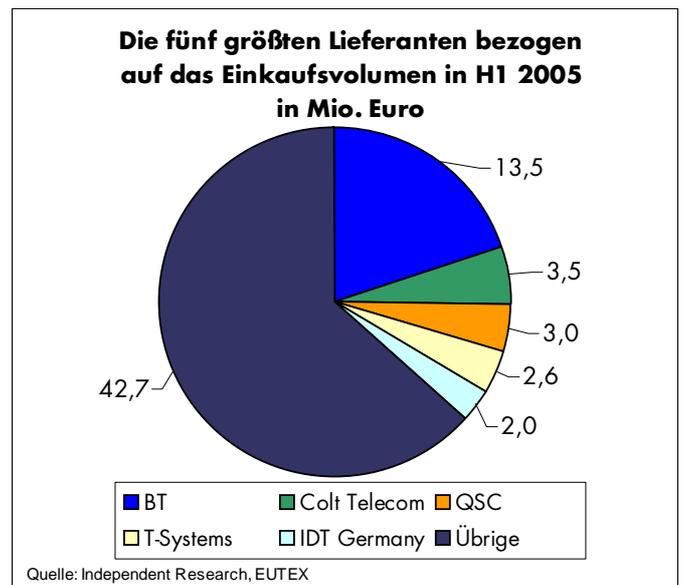
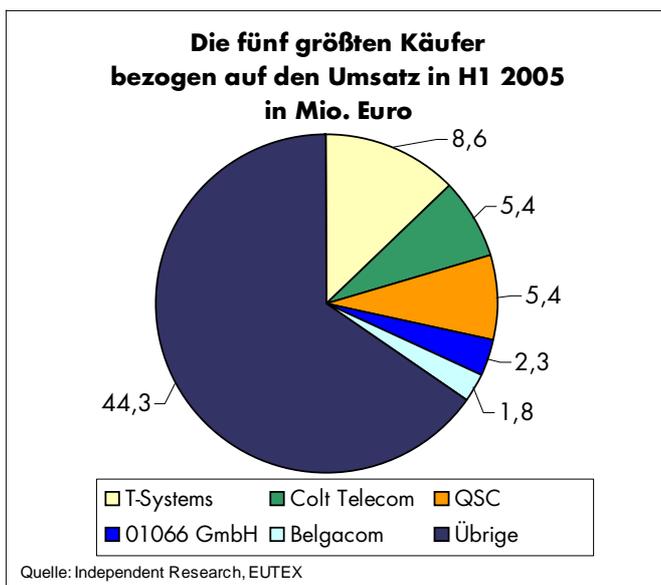
Abbildung 3:



Ex-Monopolisten wichtigste Handelspartner

gen und überschüssige Netzwerkkapazitäten verkaufen. Als Nachfrager treten Telekomgesellschaften mit eigenen Netzen (z.B. TELE2, freenet oder QSC) auf, die ihre Telefongespräche ganz oder teilweise über die Netze der Gesellschaften mit Netzinfrastruktur abwickeln. EUTEX tritt somit als Intermediär auf, der Angebot und Nachfrage nach Telefonminuten miteinander abgleicht und aus dem An- und Verkauf die Wertschöpfung generiert. Neben der Zusammenführung von Angebot und Nachfrage über die Handelsplattform übernimmt die EUTEX auch die technische Vermittlung der Gespräche. Diese Leistungen werden über Knotenpunkte in Frankfurt, London und Hong Kong erbracht. EUTEX ist dabei überwiegend im Bereich der Terminierung in Mobilfunknetze tätig, der Umsatzanteil liegt hier bei rund zwei Drittel, rund ein Drittel der Umsätze wird mit der Terminierung in Festnetze erwirtschaftet.

Abbildung 4:



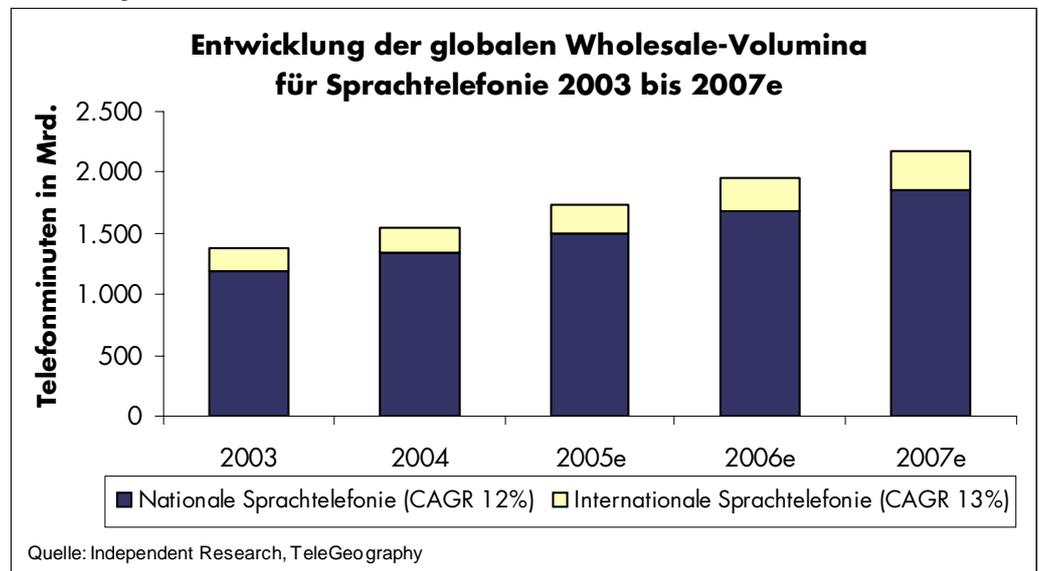
¹⁾²⁾³⁾⁴⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Markt und Marktumfeld

Deutlicher Anstieg des Wholesale-Minutenvolumens erwarten

Nach Einschätzung von TeleGeography wird das jährliche Wholesale-Sprachtelefonie-Volumen in den kommenden Jahren weiter steigen. Bis 2007 soll das Wholesale-Minuten-Volumen der nationalen Sprachtelefonie jährlich durchschnittlich um 12% steigen, das Volumen der internationalen Sprachtelefonie dagegen um 13%. Das Gesamtvolumen soll 2007 weltweit bei rund 2.280 Mrd. Minuten liegen. Auf Grund weiteren Preisdrucks sollen die Umsatzvolumina unterdurchschnittlich steigen, so wird weltweit für 2006 ein Anstieg um 6,1% auf knapp 60 Mrd. USD erwartet, für 2007 ein Wachstum um 4,6% auf knapp 62 Mrd. USD. Die Betrachtung der regionalen Einzelmärkte zeigt, dass das Wachstum ausgesprochen inhomogen verteilt ist. Während das Umsatzwachstum für die Periode von 2003 bis 2007 in Europa und Nordamerika gegen Null tendieren soll, wird für einzelne Märkte ein hohes Wachstum erwartet, allen voran für Osteuropa.

Abbildung 5:

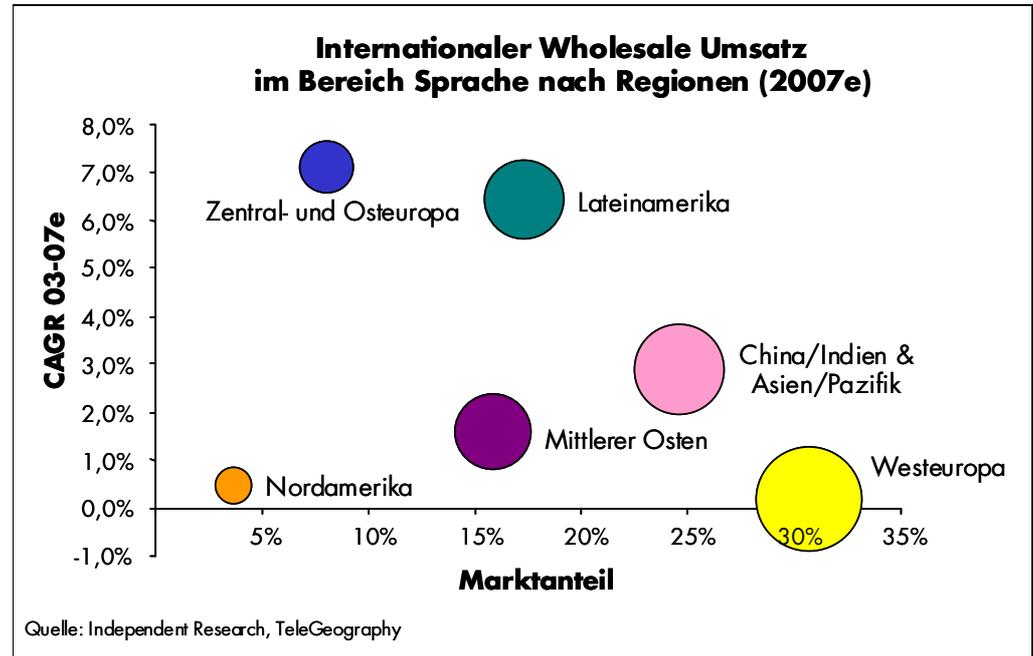


Nach einer Studie des Telekommunikations-Marktforschungsinstituts Ovum erreichte der Markt für den Großhandel von Telefonminuten in Europa in 2003 ein Umsatzvolumen von rund 41 Mrd. USD. Hiervon entfallen rund zwei Drittel auf die Sprachtelefonie, ein Drittel auf Datenverkehr. Dieser Markt wird weiterhin klar von den Incumbents (Ex-Monopolisten) bestimmt, allen voran British Telecom mit einem Marktanteil, der nach Einschätzung von Ovum in 2003 bei rund 18% gelegen haben dürfte. Daneben nehmen aber auch Carrier wie MCI (Marktanteil 2003 bei 4%), Cable & Wireless oder Colt eine wesentliche Marktposition ein. Der Marktanteil von EUTEX liegt auf Basis unserer Umsatzprognosen für das Jahr 2005e von rund 76 Mio. Euro bei rund 0,4%. Die Positionierung des Unternehmens wird nach unserer Einschätzung allerdings auch durch die Unabhängigkeit von einer Geschäftstätigkeit als Carrier definiert. Bezogen auf unabhängige Wholesale-Anbieter ist das Unternehmen der größte Marktteilnehmer auf dem europäischen Markt und liegt nach eigenen Angaben beim Umsatzvolumen im Bereich Großhandel von Telefonminuten vor Band-X und Tradingcom

EUTEX ist ein Nischenplayer bezogen auf den gesamten Wholesalemarkt

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Abbildung 6:



Europe. Das Unternehmen ist damit aus unserer Sicht in einer Nische gut positioniert, wobei die Abgrenzung der Nische durch das Kriterium der Unabhängigkeit relativ unscharf ist.

Zudem vermarkten die Wholesaler der Netzbetreiber typischerweise einen Großteil ihrer Volumina an ihre eigenen Vertriebskanäle, insofern vergrößert sich der Marktanteil der EUTEX bezogen auf den Handel mit Dritten.

Schwerpunkt Terminierung in Mobilfunknetze

EUTEX generiert rund zwei Drittel seiner Umsätze mit der Terminierung in Mobilfunknetze. Bei Telefonaten in fremde Mobilfunknetze liegen die Terminierungsgebühren in Deutschland aktuell bei rund 15 Euro Cent/Minute. Bei Anrufen in das Festnetz wird dagegen nur rund 1 Euro Cent/Minute fällig. Gegen die hohe Terminierungsgebühren in Mobilfunknetze regt sich Widerstand. Wir gehen davon aus, dass die Terminierungsgebühren in Mobilfunknetze in den kommenden Jahren sinken werden. Dennoch sollten die Rohmargen nach unserer Einschätzung im mittleren bis unteren einstelligen Prozentbereich stabil bleiben können. Hierfür spricht, dass diese im Verhältnis zu den Terminierungsentgelten vergleichsweise gering sind. Zudem befinden sie sich aktuell auf einem für den Großhandel in einem reifen Markt typischen Niveau.

Rückgang der Rohmarge durch Preisdruck

Zugleich liegt in unserer Prämisse auch ein Risiko für die Erreichbarkeit unserer Prognosen. So waren die Rohmargen im Konzern in 2004 im YoY-Vergleich auf rund 6,0% (5,3%) gestiegen, in H1 2005 waren sie auf 4,3% (4,9%) gefallen. Eine Fortsetzung des Preisdrucks könnte sich signifikant negativ auf die operative Profitabilität auswirken.

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Westeuropa und Nordamerika

Einkaufsbedingungen sind strategischer Erfolgsfaktor

Aktuell ist EUTEX primär in den Regionen Europa und Nordamerika operativ. Diese reifen Märkte sind gekennzeichnet von einer Stagnation bei den Umsatzvolumina. Zentrale strategische Erfolgsfaktoren sehen wir in guten Einkaufsbedingungen sowohl in Bezug auf die Minutenpreise als auch in Bezug auf die Leitungsqualität. Bei Auslandsdestinationen gibt es zum Teil erhebliche Unterschiede bei der Qualität von Aufbau und Verbindung. Durch seine Größe kann EUTEX typischerweise attraktive Einkaufsbedingungen realisieren, zudem positioniert sich das Unternehmen als Qualitätsanbieter.

Strategische Perspektiven

Wir sehen für das Kerngeschäft Großhandel in den Märkten Westeuropa und Nordamerika noch Potenzial. Für das zweite Halbjahr 2005 erwarten wir noch einen Umsatzrückgang auf rund 30,0 Mio. Euro, in H2 2004 hatte der Umsatz noch bei 42,6 Mio. Euro gelegen. Dabei war das zweite Halbjahr 2004 bereits sequenziell schwach ausgefallen, die sequenzielle Umsatzverminderung zu H1 2004 hatte bei 32,9% gelegen. Hintergrund für die Umsatzreduktion in H2 2004 war der Wegfall eines Lieferantendarlehens zur Finanzierung des Nettoumlaufvermögens in einem Volumen von rund 11 Mio. Euro.

Preissensitives Großhandelsgeschäft

Die für H2 2005 erwartete Umsatzreduktion um rund 30% im YoY-Vergleich beruht im Wesentlichen auf zwei Effekten. Eine Umstrukturierung eines wichtigen Kunden hatte dazu geführt, dass ein Unternehmenssegment dieses Kunden seine Ressourcen nicht mehr am Markt beschafft. Der zweite Faktor ist, dass EUTEX zuletzt weniger attraktive Einkaufsbedingungen erzielen konnte. In verbesserten Einkaufsbedingungen liegt aus unserer Sicht die Chance für das vom Unternehmen ab 2006 angestrebte massive Wachstum des Kerngeschäfts. EUTEX konnte nach eigenen Angaben mit einer Neubesetzung des Managements die Einkaufsbedingungen in den vergangenen Quartalen deutlich verbessern. Auf dieser Basis halten wir im ausgesprochen preissensitiven Großhandelsgeschäft ein kräftiges Umsatzwachstum für darstellbar, unsere Prognosen liegen aktuell für 2006e bei 113,2 Mio. Euro. Bei Annualisierung unserer Prognosen für das H2 2005 entspricht dies einem ausgesprochen starken Wachstum von rund 89%. Mit dem extrem starken Wachstum in 2003 (Umsatzplus von 476,5%) weist EUTEX einen starken Track Record auf. Allerdings sehen wir unsere Prognosen als hoch sensitiv in Bezug auf die Parameter Einkaufsbedingungen und Preisdruck an. Die starken Schwankungen der Vergangenheit weisen auf eine hohe Umsatzvolatilität und ein entsprechend hohes prognostisches Risiko hin.

Tabelle 2:

Geschäftsbereich Wholesale Westeuropa und USA					
Umsatz und Rohertragsentwicklung (in Mio. Euro)					
	2005e	2006e	2007e	2008e	2009e
Umsatz	74,3	113,2	122,7	129,8	136,5
Umsatzwachstum	-	52,3%	8,4%	5,8%	5,1%
Rohertrag	3,0	4,5	4,9	5,2	5,5
Rohmarge	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%

Quelle: Independent Resarch

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Diversifizierung des Kerngeschäfts

EUTEX verfolgt die Strategie, das Kerngeschäft zu internationalisieren. Die Positionierung soll zunächst auf ausgewählten Märkten im Mittleren Osten, in Osteuropa und Asien ausgebaut werden. Auswahlkriterien sind dabei insbesondere die Parameter Wettbewerb, Wachstum und Regulierungsfortschritt.

Osteuropa

Wachstumschance Osteuropa

In 2005 schloss EUTEX eine strategische Partnerschaft mit der russischen RIM Telecom mit dem Ziel der Erschließung des russischen Markts ab. Wir sehen die Chance, dass es EUTEX gelingen kann, einen nennenswerten Anteil des internationalen Sprachverkehrs mit den ehemaligen GUS-Staaten zu terminieren. Wir halten bereits für 2006 ein erhebliches Umsatzpotenzial für realisierbar und gehen zudem von einer etwas höheren Rohmarge als in den Märkten Westeuropa und Nordamerika aus. Auch unter dem Aspekt des Marktwachstums ist die strategische Orientierung in Richtung GUS aus unserer Sicht sinnvoll. So erwartet das Beratungsunternehmen Detecon für die Jahre 2004 bis 2007 ein durchschnittliches jährliches Wachstum des Marktes für internationalen Telefonminuten-Großhandel im Bereich der Sprachtelefonie von rund 7% für die Region Zentral- und Osteuropa. Zugleich befindet sich der Geschäftsbereich aktuell noch im Aufbau. Unsere Prognosen sind daher mit überdurchschnittlicher Unsicherheit belastet.

Tabelle 3:

Geschäftsbereich Wholesale in Osteuropa					
Umsatz und Rohertragsentwicklung (in Mio. Euro)					
	2005e	2006e	2007e	2008e	2009e
Umsatz	0,0	13,4	36,2	49,0	54,8
Umsatzwachstum	-	-	169,5%	35,2%	11,9%
Rohertrag	0,0	0,7	1,8	2,4	2,7
Rohmarge	-	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%

Quelle: Independent Resarch

ATEX

Asien ist ein weiterer Zielmarkt für die internationale Diversifizierungsstrategie der EUTEX. Im Dezember 2004 gründete EUTEX mit der ATEX eine 100%ige Tochtergesellschaft mit Sitz in Hong Kong. ATEX verfügt über einen eigenen Vermittlungsknoten. Seit August 2005 operiert das Unternehmen mit einem international erfahrenen CEO.

Steigende Kundenzahl in Asien

Nach Angaben von EUTEX materialisiert sich vor allem das neue Management aktuell in einer kontinuierlich steigenden Zahl an Kunden. Auf Basis der aktuellen Dynamik des Akquisitionsprozesses könnte EUTEX gegen Ende 2005 über rund 30 Kunden in der Region

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

verfügen. Auf Basis dieser Prämisse halten wir weiteres Wachstum in den Folgejahren für möglich. Dabei ist aus unserer Sicht von zentraler Bedeutung, dass EUTEX mit 30 Kunden die kritische Masse zur Gewinnung von Kunden auch für innerasiatisches Geschäft überschreiten könnte. Dies würde nach unserer Einschätzung nicht nur eine zusätzliche Beschleunigung der Umsatzdynamik ermöglichen. Vielmehr könnte die Ergebnisentwicklung überproportional profitieren, da die Rohmargen im innerasiatischen Geschäft über denen im interkontinentalen Geschäft mit Asien liegen. Das dargestellte Szenario haben wir unseren Prognosen zugrunde gelegt. Da sich auch das Geschäft der ATEX noch in einer frühen Wachstumsphase befindet, sind unsere Prognosen auch an dieser Stelle mit überdurchschnittlichen Risiken behaftet.

Tabelle 4:

Geschäftsbereich Wholesale in Asien (ATEX)					
Umsatz und Rohertragsentwicklung (in Mio. Euro)					
	2005e	2006e	2007e	2008e	2009e
Umsatz	1,5	21,8	40,3	55,8	72,3
Umsatzwachstum	-	1350,0%	85,1%	38,6%	29,5%
Rohertrag	0,1	1,1	2,3	3,3	4,4
Rohmarge	5,0%	5,1%	5,8%	6,0%	6,1%

Quelle: Independent Research

Mittlerer Osten

Vermarktung im Mittleren Osten über Joint Venture

Der Telekommunikationsmarkt im Mittleren Osten zeichnet sich durch einen noch geringen Grad an Liberalisierung aus. Hierdurch bedingt sind auf wichtigen Zielmärkten der EUTEX relativ hohe Margen erzielbar, zugleich sind die Markteintrittsbarrieren hoch. EUTEX befindet sich aktuell nach eigenen Angaben in Verhandlungen mit einem lokalen Telekommunikationsunternehmen über die exklusive Terminierung von internationalen Gesprächen. Das jährliche Volumen liegt bei rund 900 Mio. Minuten pro Jahr. Nach Angaben von EUTEX ist ein Vertragsabschluss noch in 2005 zu erwarten. EUTEX plant den operativen Start für Anfang 2006. Die operative Tätigkeit soll aus einem Joint Venture heraus betrieben werden, an dem EUTEX 49% halten will. Entsprechend werden die von uns erwarteten Ergebnisbeiträge in unserer Modellierung at equity berücksichtigt.

Auf Basis dieser Prämissen halten wir bereits für das Jahr 2006 einen Ergebnisbeitrag des Joint Ventures zum EBT der EUTEX von 2,1 Mio. Euro für möglich. Die strategischen Perspektiven in der Region würden sich mit einem erfolgreichen Abschluss des Vertrages sowie einem ebensolchen Betrieb des Joint Ventures nach unserer Einschätzung deutlich verbessern, so dass die weitere Durchdringung des Marktes im Mittleren Osten, die EUTEX als strategisches Ziel definiert hat, erleichtert würde. Wir gehen deshalb von weiterem Wachstumspotenzial aus.

Engagement mit hohen politischen Risiken behaftet

Zugleich ist ein Engagement im Mittleren Osten auf Grund der instabilen politischen Situation aus unserer Sicht mit weit überdurchschnittlichen Risiken verbunden. Wir haben deshalb unsere Prognosen für die operative Entwicklung von EUTEX in der Region mit einem Erwartungswert von 25% berücksichtigt.

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Tabelle 5:

Geschäftsbereich Wholesale im Mittleren Osten					
Umsatz und Rohertragsentwicklung (in Mio. Euro)					
	2005e	2006e	2007e	2008e	2009e
Umsatz	0,0	3,7	4,0	4,4	4,9
Umsatzwachstum	-	-	10,0%	10,0%	10,0%
Rohertrag	0,0	0,7	0,7	0,8	0,9
Rohmarge	-	17,8%	17,8%	17,8%	17,8%

Quelle: Independent Resarch

Langfristige Veränderung der regionalen Umsatzstruktur erwartet

Auf Basis dieser Prämissen schätzen wir den Umsatz des Geschäftsbereichs Wholesale für 2005e auf 75,8 Mio. Euro. Den überwiegenden Anteil der Umsätze (98%) erwarten wir dabei aus Westeuropa und Nordamerika. Für 2006e gehen wir von einer deutlichen Umsatzsteigerung auf 148,4 Mio. Euro aus. Das Umsatzwachstum wird in unseren Prognosen von allen Regionen getragen, wobei die höchsten Umsatzzuwächse aus Asien und Osteuropa stammen. Für die Folgejahre gehen wir in allen Regionen von sinkenden Umsatzsteigerungen und von einer deutlichen Verschiebung der regionalen Anteile von Westeuropa und den USA in die anderen Regionen aus. Für den Geschäftsbereich Wholesale erwarten wir für 2009e Umsätze von 263,6 Mio. Euro. Dabei gehen wir von einem Umsatzanteil von Westeuropa und den USA von rund 52% aus, für Asien und Osteuropa erwarten wir 27% bzw. 21%.

Tabelle 6:

Geschäftsbereich Wholesale Gesamt					
Umsatz und Rohertragsentwicklung (in Mio. Euro)					
	2005e	2006e	2007e	2008e	2009e
Umsatz	75,8	148,4	199,2	234,6	263,6
Umsatzwachstum	-	95,7%	34,2%	17,8%	12,3%
Rohertrag	3,0	7,0	9,8	11,8	13,5
Rohmarge	4,0%	4,7%	4,9%	5,0%	5,1%

Quelle: Independent Resarch

Wachstumspotenzial durch Terminierung von VoIP-Verbindungen

Effekte aus einer zunehmenden Marktpenetration von VoIP

Ein wichtiger Trend im Bereich der Telekommunikation ist der Übergang von der leitungsvermittelten Sprachtelefonie in PSTN (Public Switched Telephone Network) zur Voice over IP-Telefonie. Aktuell wird der Großteil der ohnehin noch geringen VoIP-Telefonie in das PSTN terminiert. Hierdurch entstehen für EUTEX nach unserer Einschätzung per saldo zusätzliche Wachstumspotenziale. End-to-End VoIP-Verbindungen sind nur unter Kunden eines VoIP-Anbieters möglich. Mit steigender Marktpenetration von VoIP dürfte sich der Anteil von End-to-End VoIP-Verbindungen nach unserer Einschätzung deutlich erhöhen, wodurch Marktvolumen für EUTEX wegfällt. Eine wichtige Rolle in diesem Prozess werden nach unserer Einschätzungen Anbieter wie Skype spielen, die End-to-End VoIP-Verbindungen auch zwi-

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

schen Kunden unterschiedlicher Provider ermöglichen. Im Fall einer vollständigen Migration von PSTN auf VoIP würde dies u.U. den völligen Wegfall der Terminierung bedeuten. In unseren Prognosen haben wir diesen Effekt dabei modelliert. Von zentraler Bedeutung ist dabei, dass EUTEX rund zwei Drittel seiner Umsätze mit der Terminierung in Mobilfunknetze erwirtschaftet. Eine Umstellung des Mobilfunks auf VoIP zeichnet sich noch nicht ab. Zudem eröffnet nach unserer Einschätzung auch VoIP für EUTEX mögliche Business Cases.

5.2. Outsourcing

Verschiebung der Kernkompetenzen

EUTEX will von der Verlagerung von Kernaktivitäten profitieren

Nach Einschätzung des Management- und Technologieberaters Booz Allen Hamilton (Outsourcing-Trends in der europäischen Telekommunikationsindustrie) hat die Liberalisierung der Telekombranche zu einer deutlichen Verschärfung des Wettbewerbsdrucks und zu einer Verschiebung von Kernkompetenzen der Telekomunternehmen geführt. Im Vordergrund stehen heute mehr der Kunde und maßgeschneiderte Produkte, klassische Prozessaktivitäten, wie der Netzbetrieb oder das Billing, verlieren dagegen an Bedeutung bzw. werden von den Unternehmen nicht mehr als Kernaktivitäten betrachtet. Als Folge erwägen Telekomunternehmen zunehmend die Auslagerung von Aktivitäten.

Angebotsportfolio in vier Modulen

Übernahme von Geschäftsprozessen

Im Bereich Outsourcing will EUTEX in verschiedenen Stufen einzelne oder komplette Geschäftsprozesse der Wholesale Aktivitäten von Netzbetreibern übernehmen bzw. klassische Consulting-Dienstleistungen wie Prozessoptimierung anbieten.

Das Produktportfolio umfasst vier Module. Als Türöffner dient das Modul Vertragsmanagement. Es ist die Vorstufe für die weiter reichenden Konzepte im Geschäftsbereich Outsourcing. Beim Vertragsmanagement geht es zunächst um klassische Beratungsdienstleistungen wie die Analyse und Optimierung von Geschäftsprozessen des Wholesale-Geschäfts von Netzbetreibern. Hier bietet sich EUTEX wegen seiner im Kerngeschäft erarbeiteten Kompetenz als Consulting-Partner an.

Mit dem Modul Destination Outsourcing zielt EUTEX auf die Übernahme des Beschaffungsmanagements für bestimmte Destinationen. Die operative Tätigkeit ist dabei mit dem Wholesale identisch, der Unterschied besteht in der Dauerhaftigkeit der Vertragsbeziehung. Eine längerfristige Bindung von Kunden an EUTEX hätte für das Unternehmen den Vorteil einer zuverlässigeren Absatzplanung, zudem gehen wir davon aus, dass Outsourcing-Mandate die Dimension der gehandelten Volumina mit bestehenden Kunden vergrößern würden. Zugleich sollte aber ein Teil der Umsätze aus dem Wholesale-Bereich kannibalisiert werden. Wir sehen für EUTEX vor allem im Bereich Destination Outsourcing Potenzial.

In einem weiteren Modul, Managed Services, sollen noch weitergehende Dienstleistungen angeboten werden. Zu diesen gehört die Übernahme bestimmter Aktivitäten von Netzbetreibern mit ihren Handelspartnern, die neben dem eigentlichen Handel auch Kredit-

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

und Bonitätsprüfung, Forderungs- und Rechnungsmanagement sowie technische Services wie Routing und Traffic Control umfassen. Wir gehen davon aus, dass EUTEX sich auch mit diesem Produktangebot am Markt etablieren wird. Nach unserer Einschätzung dürfte aber der wichtigste Wachstumsimpuls für den Konzern aus dem Destination Outsourcing kommen.

Der Bereich Asset Outsourcing zielt abschließend auf die Übernahme partieller Funktionen oder kompletter Netzwerke, Komponenten und Prozesse von Outsourcing-Partnern. Es ist aus unserer Sicht plausibel, dass EUTEX im Durchschnitt unterausgelastete Telekommunikationsinfrastruktur durch den guten Marktzugang besser auslasten und damit wirtschaftlicher betreiben kann als Carrier. Allerdings sehen wir in der Kapitalbindung auch ein erhebliches Risiko, zudem verfügt das Unternehmen nach unserer Einschätzung noch nicht über die erforderliche Kapitalbasis, um in dieses Geschäftsbereich kurzfristig einzusteigen. Wir haben deshalb in unseren Prognosen keine entsprechenden Umsätze berücksichtigt.

Prognosen

Kannibalisierung des Kerngeschäfts möglich

Wir sind bei unseren Prognosen von der Prämisse ausgegangen, dass rund 5% bis 10% des europäischen Wholesale-Marktes dem Destination Outsourcing zugänglich sind. Für unsere Prognosen sind wir dabei davon ausgegangen, dass die tatsächliche Dimension am unteren Ende dieser Range liegen dürfte. Da dieses Geschäftsmodell bisher am Markt nicht etabliert ist, ist für die Einschätzung des Marktpotenzials nach unserer Meinung vor allem die Resonanz der EUTEX bei entsprechenden Verhandlungen mit Prospects indikativ. Das Volumen, das hier zur Disposition gestellt wird, entspricht der Range von 5 bis 10% des gesamten Wholesale-Geschäfts. Unsere Prämisse ist ferner, dass ein erheblicher Teil des Potenzials bis 2009 gehoben werden kann. Nach unserer Einschätzung wird ein wachsendes Outsourcing-Geschäft teilweise das Wholesale-Geschäft kannibalisieren, da das Geschäftsmodell letztendlich im Wesentlichen dem des Wholesale entspricht und sich primär durch die Dauerhaftigkeit und Exklusivität der Beziehung zwischen EUTEX und seinen Abnehmern unterscheidet. Insgesamt sehen wir es aber als wahrscheinlich an, dass zusätzliche, große Accounts gewonnen werden können. Wesentliche Umsatz- und Ergebnisbeiträge der Dienstleistungen haben wir nicht unterstellt. Zudem haben wir auch einen möglichen Einstieg in das Asset Outsourcing ebenfalls nicht in unsere Prognosen einbezogen.

Tabelle 7:

Geschäftsbereich Outsourcing					
Umsatz und Rohertragsentwicklung (in Mio. Euro)					
	2005e	2006e	2007e	2008e	2009e
Umsatz	0,4	16,2	36,0	66,5	87,3
Umsatzwachstum	-	4400,0%	122,2%	84,7%	31,3%
Rohertrag	0,0	0,6	1,3	2,3	3,1
Rohmarge	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Quelle: Independent Research

Auf dieser Basis schätzen wir für 2005e einen noch sehr kleinen Umsatzbeitrag des Geschäftsbereichs Outsourcing von 0,36 Mio. Euro bei einem Rohertrag von 0,01 Mio. Euro. Für 2006e gehen wir von einer deutlichen Umsatzsteigerung auf 16,2 Mio. Euro. Bei einer Rohmarge für 2006e von 3,5% erwarten wir einen Rohertrag von 0,57 Mio. Euro.

5.3. Mobile Services

Chance im Aufbrechen der oligopolistischen Strukturen

Erhebliches Wachstumspotenzial sieht EUTEX im Bereich Mobile Services. Hier entwickelt EUTEX Vorprodukte, die an alternative Mobilfunkanbieter vermarktet werden sollen.

In Europa liegt das Preisniveau von Mobilfunkdiensten weiterhin relativ hoch. Hierfür verantwortlich ist aus unserer Sicht neben dem vergleichsweise hohen Pro-Kopf GDP auch die oligopolistische Struktur der Netzbetreiber. Diese Situation hat in jüngster Vergangenheit dazu geführt, dass in Europa über 200 neue Marktteilnehmer in den Markt eingetreten sind. Es handelt sich dabei um sogenannte Mobile Virtual Network Operator (MVNO), also Mobilfunkanbieter ohne eigenes Telefonnetz sowie um „Branded Reseller“. So startete unlängst auf dem deutschen Markt bspw. Tchibo den Verkauf von Mobiltelefonen, Mobilfunkbetreiber E-Plus startete mit der Marke Simyo einen Billigtarif für mobiles Telefonieren. Mit Easymobile des dänischen Telekommunikationskonzerns TDC sind auch ausländische Unternehmen in diesem Markt vertreten. Diese Marktteilnehmer konzentrieren sich in der Regel auf Sprache bzw. SMS und benötigen Zusatzprodukte um sich differenzieren zu können. An dieser Stelle setzt EUTEX mit der Entwicklung von Vorprodukten an, die an MVNOs oder Branded Reseller vermarktet werden sollen. EUTEX arbeitet dabei an einer Vielzahl von Produkten.

Abbildung 7:



¹⁾²⁾³⁾⁴⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

In unsere Prognosen einbezogene Projekte

Vermarktung einer Call-Back-Karte ab 2006

Eine erste Umsetzung der Strategie im Bereich Mobile Service sehen wir in der Vermarktung einer Roaming Call-Back Karte ab 01/2006 in Deutschland. Die Vermarktung als Vorprodukt hat bereits begonnen.

Hier arbeitet EUTEX mit der European Mobile Communications AG (EMC) aus Liechtenstein an einer international einsetzbaren Roaming-Karte, mit der die Nutzer die sonst beim Roaming anfallenden, hohen Gebühren umgehen können. EUTEX plant die Übernahme der EMC mit einer für EUTEX liquiditätsneutralen Deal Structure. Wir gehen davon aus, dass im Rahmen der Transaktion rund 0,1 Mio. Aktien ausgegeben werden.

Call-Back-Verfahren erspart hohe Roaming-Gebühren

Die Roaming-Karte wird dabei als Prepaid-Modell angeboten und erspart dem Nutzer durch das sogenannte Call-Back-Verfahren die hohen Roaming-Gebühren sowohl für eingehende als auch abgehende Verbindungen. Die Ersparnis kommt dadurch zustande, dass die Gespräche nicht über die jeweiligen Netze abgewickelt werden, sondern ein Anrufer im Ausland zunächst eine spezielle Rufnummer (zumeist in den USA, da Telefentarife von dort in ein anderes Land i.d.R. deutlich günstiger sind) anruft, gleich wieder auflegt bzw. das Gespräch getrennt wird. Das System ruft den Anrufer zurück (Call-Back), nach dem Abheben erhält der Anrufer ein Freizeichen und kann nun die gewünschte Rufnummer wählen. Technisch gesehen werden dabei zwei Leitungen zusammengekoppelt, die des Computers zum Anrufer und die des Computers zum Angerufenen.

Ein Nachteil dieses Verfahrens ist, dass der Anrufer nicht auf das Adressbuch seines Mobiltelefons zurückgreifen kann. Um dies zu umgehen, können häufig gewählte Nummern beim Call-Back-Anbieter hinterlegt und über eine Kurzwahlfunktion angewählt werden, der Komfort ist dennoch eingeschränkt. Daneben ist die betreffende Person nicht mehr über ihre gewohnte Telefonnummer erreichbar, da die Simkarte ausgetauscht werden muss, der Nutzer erhält somit eine neue Telefonnummer. Unbestrittener Vorteil ist die hohe Kostenersparnis. Insbesondere bei Gesprächen mit dem Mobiltelefon aus dem Ausland lassen sich erhebliche Kosten einsparen.

Austausch der Simkarte vermeidbar

Das Call-Back-Verfahren ist insgesamt nur für einen eingeschränkten Personenkreis attraktiv. Aus unserer Sicht ist die Bereitschaft des Nutzers zum Wechsel der Simkarte nur dann realistisch, wenn häufigere oder ein längerer Auslandsaufenthalt anstehen. EUTEX arbeitet an einer Simkarte, welche die bisherige Mobilfunk-Identität des Nutzers mit einer Simkarte, die das Call-Back Verfahren ermöglicht vereinigt. Hierdurch fallen oben genannten Nachteile nicht an.

Ab H2 2006 soll eine derartige Lösung zur Verfügung stehen. Wir gehen davon aus, dass dies einen USP darstellt, der die Kundenzahl vergleichsweise schnell steigen lassen dürfte. Für unsere Prognosen haben wir die Entwicklung von United Mobile zum Vergleich herangezogen. United Mobile hatte die Vermarktung seiner Call-Back-Produkte 2002 begonnen, 2003 betrug die Kundenzahl 5.000 und 2005 rund 50.000. Wir haben dabei unterstellt, dass EUTEX mit Hilfe seines USP sowie auf Grund des angestrebten Preises von 0,35 Euro pro Minute eine etwas schnellere Marktpenetration erreichen kann. Aktuell liegt ein Preis

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

von 0,35 Euro für internationales Roaming am untersten Ende der Preisspanne für derartige Call-Back Angebote. Diese sind wiederum signifikant preiswerter als das Roaming über Netzbetreiber.

Vermarktung der Call-Back-Karte an kleine Zielgruppe

Insgesamt gehen wir für Ende 2006 von 10.000 Kunden aus, für Ende 2008 von 90.000 Kunden. Der Marktanteil der EUTEX an der erwarteten Gesamtzahl der Roamer auf dem deutschen Markt liegt dabei nach unseren Erwartungen für 2008e bei etwas mehr als 0,1%. Diese Dimension halten wir für darstellbar, zumal die Vermarktung spezifisch auf die Zielgruppe von Personen mit häufigen Auslandsaufenthalten (z.B. Speditionen, Busunternehmen oder Vertriebspartner in Grenzregionen) fokussiert werden soll. Für 2005e erwarten wir entsprechend noch keine Umsätze, für 2006e gehen wir von 0,25 Mio. Euro aus, bei einer Rohmarge von 11,1% ergibt sich ein Rohertrag von 0,03 Mio. Euro. Für die kommenden Jahre erwarten wir deutliche Steigerungen bei Umsatz und Rohertrag. Bezogen auf die Gesamtumsätze und den Beitrag zum Rohertrag hat das Segment jedoch untergeordnete Bedeutung. Unsere Prognosen für Umsatz und Rohertrag durch die Roaming-Karte sind insgesamt von Unsicherheitsfaktoren geprägt, allerdings halten wir unsere Schätzungen auf Grund des zu erwartenden USP für konservativ. Zugleich hängt der Erfolg auch von möglichen Konkurrenzprodukten ab.

Tabelle 8:

Geschäftsbereich Mobile Services - Roaming-Karte					
Umsatz und Rohertragsentwicklung (in Mio. Euro)					
	2005e	2006e	2007e	2008e	2009e
Umsatz	0,0	0,3	3,0	7,0	10,5
Umsatzwachstum	-	-	1100,0%	133,3%	50,0%
Rohertrag	0,0	0,0	0,3	0,8	1,2
Rohmarge	-	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%

Quelle: Independent Resarch

Keine Belastungen der Geschäftsbeziehung zu Carrier erwartet

Mit der Call-Back Karte greift EUTEX faktisch die nach unserer Einschätzung ausgesprochen hohe Margen der Netzbetreiber im Roaming an. Mit diesen kooperiert das Unternehmen zugleich in anderen Geschäftsfeldern. Wir gehen dennoch davon aus, dass die Geschäftsbeziehungen hierdurch nicht nachhaltig belastet werden. Hierfür spricht insbesondere das vergleichsweise geringe Volumen, das wir für das Segment erwarten. Zudem hatten Carrier in der Vergangenheit in ähnlichen Situationen nicht nachhaltig negativ reagiert. So stieg z.B. iBasis, ein US-amerikanischer Wholesale-Anbieter, in den Verkauf von Prepaid Calling Cards ein, ohne dass sich diese in signifikanter Weise negativ auf das Kerngeschäft auswirkte.

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Neue Modelle für die Auflademöglichkeit von Prepaid Karten

Ein weiteres Vorprodukt, an dem EUTEX arbeitet, sind neue Modelle für die Auflademöglichkeit von Prepaid Karten. EUTEX könnte sich hiermit eine weitere Wertschöpfungsstufe erschließen. Auf dem deutschen Markt werden heute Prepaid Konten mit Geldguthaben aufgeladen und sind z.B. für Kunden von T-Mobile oder O2 nicht von Kunde zu Kunde und grundsätzlich nicht von Anbieter zu Anbieter übertragbar. Die Mehrheit der Aufladungen erfolgt über "Rubbel-Voucher" oder elektronische Zahlssysteme an Tankstellen, Kiosken und im Einzelhandel. EUTEX entwickelt alternative Aufladeprodukte, die dem Endkunden Vorteile bringen und zudem geeignet sind Wettbewerbsvorteile zu schaffen. Diese liegen in den verbundenen Tarifen, der Gültigkeit der Guthaben und ihrer Übertragbarkeit von Kunde zu Kunde. Wir haben in unserem Modell unterstellt, dass EUTEX die Positionierung dieses Produkts am Markt gelingt, zugleich haben wir aber einen nur sehr kleinen Marktanteil angenommen. Die für EUTEX anfallenden Umsätze entsprechen dabei der Provider-Marge, mit dem Produkt wird daher ein sehr hoher Rohertrag erwirtschaftet, zugleich fallen operative Kosten im Bereich Sales, General and Administrative an.

Tabelle 9:

Geschäftsbereich Mobile Services - Prepaid Voucher					
Umsatz und Rohertragsentwicklung (in Mio. Euro)					
	2005e	2006e	2007e	2008e	2009e
Umsatz	0,0	0,1	3,0	4,0	5,0
Umsatzwachstum	-	-	2900,0%	33,3%	25,0%
Rohertrag	0,0	0,1	3,0	4,0	5,0
Rohmarge	-	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Quelle: Independent Research

Cross Selling Potenziale

EUTEX plant zudem die Erbringung von Outsourcing Dienstleistungen im Bereich der Administration wie z.B. Rechnungsstellung, Kunden-Monitoring oder Kundenrating. Umsätze und Erträge aus derartigen Aktivitäten haben wir ebenfalls in unsere Prognosen einbezogen. Durch die enge Beziehung zu Telekommunikationsunternehmen verbunden mit dem Trend zum Outsourcing sehen wir die Chance, dass EUTEX sich auch hier über Cross Selling positionieren kann. Die prognostizierten Umsatzvolumina sind vergleichsweise klein, so haben wir für 2006e einen Umsatz von 0,3 Mio. Euro und für 2007e ein Umsatzvolumen von 1,0 Mio. Euro zugrunde gelegt.

Tabelle 10:

Geschäftsbereich Mobile Services - Dienstleistungen					
Umsatz und Rohertragsentwicklung (in Mio. Euro)					
	2005e	2006e	2007e	2008e	2009e
Umsatz	0,0	0,3	1,0	1,4	2,0
Umsatzwachstum	-	-	233,3%	40,0%	42,9%
Rohertrag	0,0	0,1	0,2	0,3	0,4
Rohmarge	-	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%

Quelle: Independent Research

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Geringe Umsätze bei vergleichsweise hoher Rohmarge

Auf Basis der Schätzungen für die Untersegmente des Bereichs Mobile Services ergeben sich für den gesamten Geschäftsbereich erst ab 2006e Beiträge zum Umsatz und Rohertrag. Den Umsatz 2006e schätzen wir auf 0,7 Mio. Euro, die hohe Rohmarge von 28,9% resultiert vor allem aus dem Untersegment Prepaid Voucher. Für die folgenden Jahre gehen wir vom im Konzern vergleichsweise geringen Umsatzanteilen aus, wegen der hohen Rohmargen aus diesem Bereich erwarten wir, dass sich der generierte Rohertrag jedoch auf Konzernebene signifikant bemerkbar macht.

Tabelle 11:

Geschäftsbereich Mobile Services					
Umsatz und Rohertragsentwicklung (in Mio. Euro)					
	2005e	2006e	2007e	2008e	2009e
Umsatz	0,0	0,7	7,0	12,4	17,5
Umsatzwachstum	-	-	976,9%	77,1%	41,1%
Rohertrag	0,0	0,2	3,5	5,1	6,6
Rohmarge	-	28,9%	50,5%	40,8%	37,5%

Quelle: Independent Resarch

5.4. Voice over Internet Protocol (VoIP)

Geringe Verbreitung der VoIP-Telefonie

Auf Grund der geringeren Kosten im Vergleich zur leitungsvermittelten Sprachtelefonie wird VoIP als einer der wichtigsten Wachstumssektoren im Bereich der Telekommunikation angesehen. Derzeit wird VoIP in Deutschland noch in geringem Umfang genutzt. User sind vor allem Unternehmen, in Deutschland nutzen rund 14% das Telefonieren via VoIP, in privaten Haushalten ist die Durchdringung dagegen noch vergleichsweise gering. EUTEX visiert diesen Markt mit vier unterschiedlichen Produktgruppen an.

VoIP Connect

Vermittlung von VoIP-Telefongesprächen für ISPs

Mit dieser Dienstleistung erbringt EUTEX Interconnection Services an Internet Service Provider. Dieses Geschäft unterscheidet sich kaum vom Wholesale-Geschäft, womit die dort existierenden Plattformen und Prozesse genutzt werden können. Der wesentliche Unterschied besteht in einer neuen Kundengruppe in Form von ISPs. EUTEX zielt dabei auch auf kleinere ISPs, die typischerweise regional operieren. Diese sind auf Grund ihres vergleichsweise kleinen Umsatzvolumens nach unserer Einschätzung in Handling und Akquisition etwas teurer für Wholesale-Anbieter. Deshalb dürften sie vor allem für die großen Marktteilnehmer wenig attraktive Kunden sein. Wir gehen deshalb davon aus, dass EUTEX der Markteintritt hier gelingen kann, zudem dürften die Rohmargen in der anvisierten Kundengruppe etwas höher sein als im Kerngeschäft. EUTEX hat nach eigenen Angaben aktuell eine einstellige Zahl an ISPs als Kunden gewonnen, die Sales Pipeline umfasst über 80 potenzielle Kunden.

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Vergleichbare Marktposition wie im Kerngeschäft möglich

In unseren Prognosen für den Bereich haben wir unterstellt, dass EUTEX bis 2009e im Bereich der Terminierung von VoIP-Gesprächen in das PSTN-Netz eine vergleichbare Marktposition aufbauen kann wie im Kerngeschäft. Als Prämisse haben wir ferner angenommen, dass die Zahl der ISP, mit denen EUTEX zusammen arbeitet, bis 2009e eine mittlere zweistellige Zahl erreicht. Zudem haben wir für unsere Prognosen bis 2009e berücksichtigt, dass mit zunehmender Marktdurchdringung der VoIP-Telefonie das Volumen von Telefonaten, die von VoIP zu VoIP erfolgen und deshalb nicht in das PSTN terminiert werden müssen, entsprechend steigt.

Für 2005e erwarten wir erste Umsätze in Höhe von 0,1 Mio. Euro bei einem Rohertrag von 0,01 Mio. Euro. Für die kommenden Jahre gehen wir von deutlichen Umsatzsteigerungen bei zugleich sinkenden Rohmargen aus. Für 2006e beläuft sich unsere Umsatzprognose auf 2,4 Mio. Euro, bei einer Rohmarge von 5% ergibt sich ein Rohertrag von 0,12 Mio. Euro. Trotz der deutlichen Umsatzsteigerung bis 2009e mit Umsätzen von 28,1 Mio. Euro haben wir nur eine Rohmarge von 3% unterstellt, so dass der Beitrag zum Konzern mit einem Rohertrag von 0,84 Mio. Euro gering ausfällt.

Tabelle 12:

Geschäftsbereich Voice over IP - Connect					
Umsatz und Rohertragsentwicklung (in Mio. Euro)					
	2005e	2006e	2007e	2008e	2009e
Umsatz	0,1	2,4	8,2	16,5	28,1
Umsatzwachstum	-	2197,6%	240,7%	102,5%	70,4%
Rohertrag	0,0	0,1	0,3	0,5	0,8
Rohmarge	6,0%	5,0%	4,0%	3,0%	3,0%

Quelle: Independent Research

VoIP Enabling

EUTEX bietet eine VoIP-Plattform

Mit VoIP Enabling zielt EUTEX auf kleine und mittlere ISPs, die über keine eigene VoIP-Plattform verfügen, aber ihren Kunden dennoch eigene VoIP Services anbieten wollen. Das Produkt soll auch an Geschäftskunden vermarktet werden. Das Geschäftsmodell besteht darin, eine White Label Plattform in Kooperation mit der schwedischen StingNetworks AB anzubieten. StingNetworks verfügt über eine entsprechende Lösung, die von dem Unternehmen bereits vermarktet wird. EUTEX übernimmt den Vertrieb sowie den First Level Support. Wir sehen den Markteintritt im Geschäftsfeld VoIP Enabling als sinnvoll an. VoIP-Dienste gehören zum Standardproduktportfolio von ISPs. Hierdurch entsteht auf ISPs - die über keine derartige Lösung verfügen - Druck, ebenfalls einen entsprechenden Dienst anzubieten. Auch eine Adressierung von Unternehmenskunden erscheint sinnvoll. Zugleich erwarten wir in diesem Markt erheblichen Wettbewerb. Es sollte EUTEX gelingen, Cross Selling-Potenziale zwischen VoIP Enabling und VoIP Connect in der Weise zu heben, dass Enabling-Kunden auch die Terminierung über EUTEX abwickeln. Das Risiko für EUTEX sehen wir primär im erforderlichen Aufbau der Vertriebsressourcen und ggf. der Ressourcen für die Abwicklung des First Level Supports.

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Erste Umsätze für 2006 erwartet

Insgesamt erwarten wir von der Vermarktung der Lösung einen im Gesamtkonzern vergleichsweise geringen Umsatzbeitrag, zugleich sehen wir zusätzlich die Chance auf positive Impulse auf das operative Geschäft im Bereich VoIP Connect. Auf Basis dieser Prämissen erwarten wir insgesamt nur einen geringen Beitrag der Enabling-Aktivitäten zum Konzern. Erste Umsätze erwarten wir 2006e mit 0,7 Mio. Euro. Wir erwarten einen signifikanten Anstieg bis 2009e, der Anteil am Konzernumsatz mit 12,5 Mio. Euro wird dennoch vergleichsweise gering ausfallen. Wegen der unserer Einschätzung nach hohen Marge, die in diesem Geschäftsbereich generierbar ist, ist der Beitrag der Rohmarge in 2009e mit 7,3 Mio. Euro jedoch vergleichsweise hoch.

Tabelle 13:

Geschäftsbereich Voice over IP - Enabling					
Umsatz und Rohertragsentwicklung (in Mio. Euro)					
	2005e	2006e	2007e	2008e	2009e
Umsatz	0,0	0,7	4,4	8,0	12,5
Umsatzwachstum	-	-	528,6%	81,8%	56,3%
Rohertrag	0,0	0,4	2,7	4,7	7,3
Rohmarge	-	61,4%	60,5%	58,8%	58,0%

Quelle: Independent Resarch

Für das gesamte Segment Voice over IP erwarten wir 2005e Umsätze von 0,1 Mio. Euro bei einem Rohertrag von 0,01 Mio. Euro, die allerdings einzig aus dem Bereich Connect resultieren dürften. In den kommenden Jahren gehen wir von deutlichen Umsatzsteigerungen aus. Für 2009e gehen wir schließlich von Umsätzen in Höhe von 40,6 Mio. Euro aus, den Rohertrag schätzen wir auf 8,1 Mio. Euro.

Tabelle 14:

Geschäftsbereich Voice over IP					
Umsatz und Rohertragsentwicklung (in Mio. Euro)					
	2005e	2006e	2007e	2008e	2009e
Umsatz	0,1	3,1	12,6	24,5	40,6
Umsatzwachstum	-	2869,8%	305,9%	95,3%	65,8%
Rohertrag	0,0	0,5	3,0	5,2	8,1
Rohmarge	6,0%	17,8%	23,8%	21,2%	19,9%

Quelle: Independent Resarch

Weitere Projekte in Arbeit

Neben VoIP Connect und VoIP Enabling arbeitet EUTEX an weiteren Projekten, die wir aber noch nicht in die Prognosen mit einbezogen haben

Mobile to VoIP

Dieser Service ermöglicht die Einwahl in VoIP Plattform aus dem Mobilfunk, um zu VoIP Tarifen z.B. ins Ausland zu telefonieren. Die hohe Mobilfunkgebühren bei Gesprächen ins Ausland sprechen aus unserer Sicht dafür, dass das Produkt Marktchancen hat. Erste Live Tests werden mit 1&1 durchgeführt. Eine Kooperation mit 1&1 erscheint daher möglich. Dies böte die Chance auf eine nachhaltige Etablierung des Dienstes am Markt und könnte nach unserer Einschätzung einen wichtigen Impuls für den Konzern bedeuten.

VoIP Community

Mit einer Zusammenschaltung verschiedener VoIP-Anbieter könnten deren VoIP-Kunden untereinander End-to-End VoIP-Gespräche führen und damit die relativ teure Terminierung in das PSTN umgehen. Die Etablierung eines derartigen Geschäftsmodells sehen wir auch als Reaktion auf die zu erwartenden Umsatzausfälle bei einem steigenden Volumen von End-to-End VoIP-Gesprächen. EUTEX böte damit eine Lösung an, die strukturell z.B. dem Modell von Skype ähnelt. Der Markterfolg wäre nach unserer Einschätzung damit auch eine Funktion auf den Markterfolg von Skype sowie vergleichbarer Angebote.

6. Operative EntwicklungVolatile Geschäftsentwicklung in der Vergangenheit

Die operative Entwicklung der EUTEX hatte sich in der Vergangenheit volatil gezeigt. Nach einem Umsatzwachstum in 2003 um 476,5% auf 104,4 (18,1) Mio. Euro stagnierte der Umsatz in 2004 bei 106,2 Mio. Euro. Bei unterjähriger Betrachtung zeigt sich, dass das Umsatzvolumen in H1 2004 mit 63,5 Mio. Euro seinen Höhepunkt erreicht hatte. In H2 2004 brach der Umsatz sequenziell um 32,9% auf 42,7 Mio. Euro ein. Hintergrund für die Umsatzreduktion war der Wegfall eines Lieferantendarlehens eines Großkunden zur Finanzierung des Nettoumlaufvermögens in einem Volumen von rund 11 Mio. Euro.

Trigger Nettoumlaufvermögen

Dies zeigt die hohe Bedeutung des Managements des Nettoumlaufvermögens für den Konzern. So zeigt der Endstand der Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen zum 31.12.2004 mit 6,9 (22,5) Mio. Euro deutlich die Spuren des Verlustes des Lieferantenkredits. In 2004 hatte EUTEX insgesamt 13,2 Mio. Euro in das Nettoumlaufvermögen investiert, während das Unternehmen in 2003 Mittelzuflüsse von rund 9,6 Mio. Euro erzielte. Bei dieser Betrachtung haben wir unsere Definition des Nettoumlaufvermögens (Umlaufvermögen mit Ausnahme von Zahlungsmitteln und Zahlungsmitteläquivalenten minus kurzfristige Verbindlichkeiten, soweit sie nicht zinstragend sind) zugrunde gelegt. In H1 2005 war der Umsatz mit 44,3 Mio. Euro im YoY-Vergleich um 30,3% eingebrochen, sequenziell stagnierte er.

Kontinuierlicher Rückgang der Rohmarge

Die Rohmarge war seit 2002 von 8,8% auf zuletzt 4,3% in H1 2005 gefallen. Dabei hatte sich in H1 2005 noch sonstige betriebliche Erträge von 0,3 Mio. Euro positiv ausgewirkt. Ohne diese hätte die Rohmarge bei 3,6% gelegen. Wir gehen davon aus, dass die Rohmarge in diesem Bereich ihren Boden finden kann, da dieses Niveau für Großhandelsmargen in gesättigten Märkten typisch ist.

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Tabelle 15:

EUTEX European Telco Exchange AG
Gewinn- und Verlustrechnung H1 2005

	Einheit : Geschäftsjahresende : Rechnungslegungsstandard :	Mio. Euro 31.12. HGB	H1 2004	H1 2005
1. Umsatzerlöse			63,5	44,3
Veränderung ggü. Vorjahr			-	-30,3%
3. Aufwendungen			60,5	42,7
4. Bruttoergebnis vom Umsatz			3,1	1,9
in % Umsatz			4,9%	4,3%
5. EBITDA			0,6	-1,0
in % Umsatz			0,9%	-2,2%
6. EBIT			0,2	-1,4
in % Umsatz			0,3%	-3,1%
7. Jahresüberschuss/ -fehlbetrag			0,2	-1,4
in % Umsatz			0,4%	-3,1%
Durchschnittliche Anzahl der Aktien (gewichtet, in Mio. St.)			2,19	2,19
8. Ergebnis je Aktie (in Euro)			0,11	-0,64

Quelle: Independent Research, EUTEX

In 2004 hatte EUTEX ein negatives EBITDA von -0,4 (0,5) Mio. Euro ausgewiesen, hierin waren Rückstellungen für Rechtsstreitigkeiten mit der Deutschen Telekom und Cable and Wireless in Höhe von 1,2 Mio. Euro enthalten gewesen. Ohne diesen Effekt hätte das EBITDA damit bei 0,8 Mio. Euro gelegen. Das EBIT lag 2004 bei -1,2 (-0,2) Mio. Euro, bereinigt um die Rückstellungen wäre der Break-Even erreicht worden.

In H1 2005 lag das EBITDA bei -1,0 (0,6) Mio. Euro, das EBIT bei -1,4 (0,2) Mio. Euro. Das Rutschen in die Verlustzone beruht dabei auf den internen Hebeleffekten, insbesondere war der Rohertrag in H1 2005 auf 1,9 (3,1) Mio. Euro gefallen.

Prognosen Konzern

Wir erwarten für H2 2005e einen weiteren Umsatzrückgang

Für H2 2005 erwarten wir eine weitere Umsatzreduktion im Konzern auf 32,0 Mio. Euro. Davon sollten die neuen Geschäftsbereiche sowie die internationale Diversifizierung des Wholesale-Geschäfts in Summe einen noch relativ kleinen Beitrag von 2,0 Mio. Euro leisten. Die erwartete Umsatzreduktion des Kerngeschäfts um rund 30% im YoY-Vergleich beruht im Wesentlichen auf zwei Effekten. Eine Umstrukturierung eines wichtigen Kunden hatte dazu geführt, dass ein Unternehmenssegment dieses Kunden seine Ressourcen nicht mehr am Markt beschafft. Der zweite Faktor ist, dass EUTEX zuletzt weniger attraktive Einkaufsbedingungen erzielen konnte. Wir gehen davon aus, dass diese Schwachstelle behoben ist und das Unternehmen nun über deutlich verbesserte Lieferbedingungen verfügt. In diesen verbesserten

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Deutliche Umsatzsteigerung erwartet

Einkaufsbedingungen liegt aus unserer Sicht die Chance für das vom Unternehmen ab 2006 angestrebte massive Wachstum des Kerngeschäfts.

Für den Konzern halten wir in den kommenden Jahren deutliches Wachstum für darstellbar. Für 2006e rechnen wir mit einer signifikanten Umsatzsteigerung auf 168,3 (76,3) Mio. Euro. Dabei unterstellen wir sowohl für 2006e als auch die folgenden Jahre eine Verschiebung der Umsatzanteile des Kerngeschäfts Wholesale von 88,2% (99,4%) vor allem in den Bereich Outsourcing mit 9,6% (0,5%). Bei einer prognostizierten Rohmarge von 4,5% erwarten wir den Rohertrag bei 7,6 Mio. Euro. Trotz sinkender Aufwandsquoten für Personal und sonstige Aufwendungen erwarten wir in 2006e noch ein negatives, aber gegenüber dem Vorjahr signifikant verbessertes EBITDA von -0,7 (-3,8) Mio. Euro. Beim EBIT für 2006e erwarten wir -1,8 (-4,7) Mio. Euro, das Nettoergebnis sehen wir bei -1,2 (-5,3) Mio. Euro, so dass sich nach unseren Prognosen ein Ergebnis je Aktie von -0,41 (-2,34) Euro ergibt. Für 2007e erwarten wir sowohl auf operativer Ebene wie auf der Bottom-Line den Break-Even. Bei einem von uns prognostizierten Umsatzwachstum von 51% ergeben sich Umsätze von 254,7

Tabelle 16:

EUTEX European Telco Exchange AG**Gewinn- und Verlustrechnung**

	Einheit : Mio. Euro								
	Geschäftsjahresende : 31.12.		2002	2003	2004	2005e	2006e	2007e	2008e
	Rechnungslegungsstandard : HGB								
1. Umsatzerlöse	18,1	104,4	106,2	76,3	168,3	254,7	338,0	409,0	
Veränderung ggü. Vorjahr	-	476,5%	1,7%	-28,2%	120,6%	51,3%	32,7%	21,0%	
Wholesale	-	-	-	75,8	148,4	199,2	234,6	263,6	
in % von Umsatz	-	-	-	99,4%	88,2%	78,2%	69,4%	64,4%	
Mobile	-	-	-	0,0	0,7	7,0	12,4	17,5	
in % von Umsatz	-	-	-	0,0%	0,4%	2,7%	3,7%	4,3%	
Outsourcing	-	-	-	0,4	16,2	36,0	66,5	87,3	
in % von Umsatz	-	-	-	0,5%	9,6%	14,1%	19,7%	21,3%	
VoIP	-	-	-	0,1	3,1	12,6	24,5	40,6	
in % von Umsatz	-	-	-	0,1%	1,8%	4,9%	7,3%	9,9%	
2. Sonstige betriebliche Erträge	0,2	0,1	0,3	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	
in % Umsatz	0,9%	0,1%	0,3%	0,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
3. Aufwendungen	16,7	98,9	100,2	73,5	160,7	237,9	314,5	378,7	
4. Bruttoergebnis vom Umsatz	1,6	5,5	6,4	3,1	7,6	16,8	23,5	30,3	
in % Umsatz	8,8%	5,3%	6,0%	4,0%	4,5%	6,6%	7,0%	7,4%	
5. EBITDA	-2,5	0,5	-0,4	-3,8	-0,7	3,8	8,5	13,9	
in % Umsatz	-14,1%	0,5%	-0,4%	-5,0%	-0,4%	1,5%	2,5%	3,4%	
6. EBIT	-3,2	-0,2	-1,2	-4,7	-1,8	2,3	6,7	11,9	
in % Umsatz	-17,5%	-0,2%	-1,2%	-6,1%	-1,1%	0,9%	2,0%	2,9%	
7. Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	-3,3	0,0	-1,1	-5,3	-1,2	2,6	6,4	9,2	
in % Umsatz	-18,5%	0,0%	-1,0%	-6,9%	-0,7%	1,0%	1,9%	2,3%	
Durchschnittliche Anzahl der Aktien (gewichtet, in Mio. St.)	2,19	2,19	2,19	2,25	2,91	2,91	2,91	2,91	
8. Ergebnis je Aktie (in Euro)	-1,53	0,01	-0,50	-2,34	-0,41	0,90	2,19	3,16	

Quelle: Independent Research, EUTEX

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Signifikante Verschiebung vom Kerngeschäft zu den neuen Geschäftsfeldern erwartet

Mio. Euro. Mit einem Umsatzanteil von 78,2% bleibt das Kerngeschäft nach unserer Einschätzung weiter dominierend, die Bereiche Outsourcing (14,1%) und VoIP (4,9%) gewinnen jedoch an Bedeutung. Wegen der höheren Umsatzanteile der ertragstärkeren Geschäftsbereiche gehen wir von einer gestiegenen Rohmarge von 6,6% aus, daraus ergibt sich ein Rohertrag von 16,8 Mio. Euro. Für EBITDA und EBIT erwarten wir 3,8 bzw. 2,3 Mio. Euro. Das Nettoergebnis sehen wir bei 2,6 Mio. Euro, daraus errechnet sich ein Ergebnis je Aktie von 0,90 Euro. Auch für die kommenden Jahre unterstellen wir eine ähnliche Umsatzentwicklung mit einer deutlichen Verschiebung zu den neuen Geschäftsbereichen bei insgesamt geringerer Umsatzdynamik. Insgesamt rechnen wir mit steigenden Margen beim Rohertrag und EBIT. In unserer langfristigen Schätzung gehen wir in 2009e von Umsätzen in Höhe von 409,0 Mio. Euro aus. Bei einer Rohmarge von 7,4% erwarten wir einen Rohertrag von 30,3 Mio. Euro. Beim Nettoergebnis rechnen wir mit 9,2 Mio. Euro, so dass sich nach unserer Prognose ein Ergebnis je Aktie von 3,16 Euro ergibt.

7. Finanzierung

IPO sollte zu ausreichender Finanzierung führen

Zum 30.06.2005 war das Eigenkapital der Gesellschaft auf 0,8 (31.12.04: 2,2) Mio. Euro gefallen. Dem Unternehmen war es in H1 2005 wieder gelungen, sich über das Nettoumlaufvermögen zu finanzieren. Insgesamt wurden Mittelzuflüsse aus diesem in Höhe von 4,2 Mio. Euro erzielt. Im September 2005 wurde eine Kapitalerhöhung durchgeführt. Gegen Bareinlage wurde das Grundkapital um 65.914 Euro auf 437.539 Euro erhöht, die entsprechenden Mittelzuflüsse lagen brutto bei rund 2,1 Mio. Euro. Zudem wurde im September 2005 eine Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln um 1,75 Mio. Euro durchgeführt. Aus dem IPO erwarten wir auf Basis unseres Post Money-Bewertungsmodells Zuflüsse von rund 9,2 Mio. Euro. Auf Basis dieser Prämisse halten wir EUTEX für ausreichend finanziert, um die Investitionen in die neuen Geschäftsbereich gleichzeitig mit den Ausbau des Kerngeschäfts zu finanzieren. In unserer Modellrechnung erreichen die liquiden Mittel in 2006 mit rund 2,2 Mio. Euro ihren Tiefpunkt, wobei wir für 2006e erhebliche Investitionen in das Anlagevermögen erwarten.

Verfall der Rohmargen größter Unsicherheitsfaktor

Unsere Prognosen hängen dabei erheblich vom Eintritt unseres Szenarios für das operative Geschäft ab. Als wesentliche Unsicherheitsfaktoren sehen wir dabei einen möglichen, weiteren Verfall der Rohmargen. Zugleich hängt die Finanzierung des Unternehmens stark von der Entwicklung des Nettoumlaufvermögens und ist damit von Zahlungs- und Forderungszielen abhängig. Wir haben in unserer Modellrechnung unterstellt, dass EUTEX zunächst weiterhin ein etwas über dem durchschnittlichen Forderungsziel liegendes Zahlungsziel eingeräumt wird. In H1 2005 lag dieser Zeitraum bei durchschnittlich rund 14 Tagen, für das Gesamtjahr haben wir einen Rückgang auf 5 Tage angenommen und im weiteren Verlauf eine Umkehr der Relation mit minimal längeren Forderungszielen.

Läge das Zahlungsziel ab 2005 jeweils z.B. 10 Tage unter unseren Erwartungen, wiese EUTEX in 2006e eine Finanzierungslücke von rund 2 Mio. Euro und 2007e von weiteren 2 Mio. Euro auf.

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

8. Bewertung

Bewertung mittels DCF-Modell und Peer-Group-Vergleich

Wir haben bei unserer Bewertung sowohl ein Discounted Cash Flow (DCF)-Modell verwendet als auch einen Peer-Group-Vergleich vorgenommen. Im Rahmen unseres DCF-Modells haben wir eine dreistufige Bewertung vorgenommen. Phase I berücksichtigt unsere detaillierten Prognosen aus der Gewinn- und Verlustrechnung bis 2009e. Für die Phase II gehen wir von sinkenden Umsatzsteigerungen bei leicht steigender EBIT-Marge aus. In der dritten Phase gehen wir von keinem weiteren Wachstum des Free Cash Flow (FCF) aus. Für unseren Peer-Group-Vergleich haben wir drei amerikanische Unternehmen herangezogen, deren Geschäftsmodell mit dem von EUTEX vergleichbar ist. Die Unternehmen sind aber deutlich größer als EUTEX und arbeiten zudem zum Teil jetzt bereits auf operativer Ebene profitabel.

DCF-Modell

Für unser dreistufiges DCF-Modell haben wir folgende Annahmen unterstellt:

Der risikofreie Zins wird mit 4,0% angenommen. Die Risikoprämie auf das Eigenkapital beläuft sich auf 8,0%, beim Fremdkapital rechnen wir mit 4,0%. Darüber hinaus unterstellen wir ein Beta von 1,7. Hinsichtlich der langfristigen Bilanzstruktur gehen wir von einem Anteil des Eigenkapitals von 78% und des Fremdkapitals von 22% aus. Wir haben den Durchschnitts-

Tabelle 17:

in Mio. Euro	2005e	2006e	2007e	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2013e
Umsatz	76,3	168,3	254,7	338,0	409,0	429,5	442,3	455,6	469,3	483,4
Wachstum Umsatz		120,6%	51,3%	32,7%	21,0%	5,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
EBIT-Marge	-6,1%	-1,1%	0,9%	2,0%	2,9%	3,1%	3,3%	3,4%	3,4%	3,5%
EBIT	-4,7	-1,8	2,3	6,7	11,9	13,3	14,6	15,5	16,0	16,9
- Ertragssteuern	0,0	0,0	-0,3	-1,0	-3,6	-4,9	-5,4	-5,7	-5,9	-6,3
+ Abschreibungen	0,9	1,1	1,5	1,8	2,0	2,8	2,8	2,9	3,0	3,1
+/- Veränderung langfristige Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+/- Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Operativer Brutto Cash Flow	-3,8	-0,7	3,4	7,4	10,2	11,1	12,0	12,7	13,1	13,8
-/+ Investitionen in das Nettoumlaufvermögen	-0,2	-1,2	-2,7	-0,8	-1,5	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
-/+ Investitionen in das Anlagevermögen	-3,0	-4,2	-1,3	-1,0	-1,2	-2,8	-2,8	-2,9	-3,0	-3,1
Free Cash Flow	-7,0	-6,1	-0,5	5,6	7,5	8,2	9,1	9,6	9,9	10,5
Barwerte	-6,8	-5,2	-0,4	3,6	4,1	3,9	3,7	3,4	3,1	2,8
Summe Barwerte	12,3									
Terminalwert	19,4									
										in % vom Gesamtwert : 61%
Wert des operativen Geschäfts in Mio. Euro	31,6									
+ liquide Mittel und Beteiligungen in Mio. Euro	12,2									
- Fremdkapital in Mio. Euro	-2,1									
Marktwert Eigenkapital in Mio. Euro	41,8									
Anzahl der Aktien in Mio. Stück	2,9									
Kurs in Euro	14,33									
Quelle: Independent Research										

Modell-Parameter / DCF-Modell:			
langfristige Bilanzstruktur ->	Eigenkap.:	78%	Fremdkapital: 22%
risikofreie Rendite: 4,00%	Beta:	1,7	Risikoprämie FK 2,00%
	Risikopr.:	8,00%	Tax-Shield: 37,0%
	Zins EK:	17,6%	Zins FK: 3,78%
Wachstumsrate FCF: 0,0%	WACC: 14,5%	Datum:	11.11.05

1)2)3)4) **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

DCF-Modell liefert einen fairen Wert je Aktie von 14,33 Euro

wert für die Bilanzrelationen der Jahre 2005e bis 2009e gebildet. Hierbei haben wir den Mittelwert aus der rechnerischen Eigenkapitalquote auf Basis der Bilanzsummen sowie aus der bloßen Berücksichtigung von Eigenkapital und Rückstellungen heran gezogen. Aus diesen Prämissen ergibt sich ein WACC von 14,5%. Die vergleichsweise hohen Kapitalkosten halten wir vor dem Hintergrund der erhöhten Risiken einer noch nicht börsennotierten Firma für angemessen. Unter Berücksichtigung dieser Annahmen ergibt sich ein Marktwert des Eigenkapitals von 41,8 Mio. Euro. Bei einer Aktienanzahl von 2,9 Mio. Stück nach dem IPO und unter Berücksichtigung der Kapitalerhöhung bei EMC entspricht das einem Kurs je Aktie von 14,33 Euro.

Peer-Group-Vergleich

Die Unternehmen

Arbinet

Wie die anderen Peer-Group-Unternehmen hat die an der Nasdaq gelistete Arbinet ihren Sitz in den USA. Die 1996 gegründete Gesellschaft ist der weltweit größte Handelsplatz für Telefonnetzkapazitäten und beschäftigt rund 120 Mitarbeiter. Mit über 385 Telefongesellschaften (darunter neun der zehn größten Carrier), Resellern und Unternehmen aus dem Bereich VoIP ist Arbinet deutlich größer als EUTEX. Der Schwerpunkt der Aktivitäten liegt in den USA. Mit 10,4 Mrd. gehandelten Telefonminuten erzielte die Gesellschaft in 2004 einen Umsatz von 520 Mio. USD.

ibasis

Das ebenfalls 1996 gegründete Unternehmen ist nach eigenen Angaben der globale Marktführer im Bereich internationale VoIP-Gespräche und hat dabei einen Marktanteil von 16%. Das VoIP-Netzwerk umfasst 100 Länder mit Verbindungen zu über 290 Telekommunikationsgesellschaften. Zum 1. Halbjahr 2005 zählte ibasis knapp 350 Kunden im Wholesale-Geschäft. Neben dem VoIP-Geschäft verkauft ibasis mit Pingo eine long distance calling card an Privatkunden. Das Unternehmen erzielte im vergangenen Jahr eine Umsatzsteigerung von 48% auf 264 Mio. USD, für 2005 wurde ein weiteres Wachstum von 40-50% in Aussicht gestellt. In 2004 wurden 4,9 Mrd. Telefonminuten über das Netzwerk abgewickelt.

Teleglobe

Das Unternehmen ist einer der führenden Wholesale-Anbieter für Sprach-, Daten und Roamingdienste. Teleglobe bezeichnet sich als „carrier's carrier“ und betreibt ein eigenes terrestrisches Netzwerk, Unterseekabel und ein Satellitennetzwerk, das insgesamt über 240 Länder umfasst. Daneben verfügt das Unternehmen über ein VoIP-Netzwerk und wickelt nach eigenen Angaben 20% des weltweiten VoIP-Telefonverkehrs ab. Die Gesellschaft zählt nach eigenen Angaben 1.400 Kunden im Wholesale-Bereich. Der Bereich Sprachdienste erreichte im vergangenen Jahr bei 13 Mrd. abgewickelten Minuten einen Umsatz von 803 Mio. USD.

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Beschränkung der Bewertung auf Umsatz- und Rohmarge

Bewertungsvergleich

Wir haben uns bei der Bewertung mittels Peer-Group-Vergleich auf die Multiplikatoren EV/Umsatz und EV/Rohmarge beschränkt. Da EUTEX in unseren Prognosen erst in 2007e auf EBITDA- und EBIT-Ebene den Break-Even erreicht und zudem die anderen Peer-Group Unternehmen zum Teil bereits jetzt auf operativer Ebene profitabel arbeiten, würde eine Heranziehung dieser Bewertungsrelationen zu Verzerrungen führen. Die EV/Rohmarge-Multiple haben wir herangezogen, da eine reine Bewertung auf Umsatzebene die Profitabilität nicht berücksichtigen und die Aussage des Peer-Group-Vergleichs erheblich einschränken würde.

Tabelle 18:

Peer-Group-Vergleich						
Unternehmen	EV/ Umsatz 2005e	EV/ Umsatz 2006e	EV/ Umsatz 2007e	EV/ Rohertrag 2005e	EV/ Rohertrag 2006e	EV/ Rohertrag 2007e
Arbinet	0,19	0,17	0,16	2,13	1,90	1,73
iBasis	0,39	0,30	0,25	3,02	2,32	1,92
Teleglobe	0,25	0,24	0,23	1,30	1,25	1,20
Durchschnitt	0,28	0,24	0,21	2,15	1,82	1,62

	2005e	Umsatz 2006e	2007e	2005e	Rohertrag 2006e	2007e
Eutex	76,3	172,0	258,8	3,067	8,266	17,545
Enterprise Value	21,1	40,6	54,6	6,6	15,1	28,3
Durchschnitt Enterprise Value		47,6			21,7	
Gewichtung		50%			50%	
Gewichteter Enterprise Value				34,6		
Cash				9,1		
Finanzverbindlichkeiten				2,1		
faire Marktpitalisierung				41,7		
Aktienanzahl				2,9		
fairer Wert je Aktie in Euro				14,30		

Quelle: IBES, eigene Schätzungen

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

de. Bei den Umsatz- und Rohertragsschätzungen sind zusätzlich die erwarteten Beiträge des Joint Ventures von EUTEX im Mittleren Osten mit einem Risikoabschlag berücksichtigt. Da sich die Beteiligung an diesem Joint Venture auf 49% beläuft, sind die Umsatz- und Rohertragsbeiträge in unseren Gewinn- und Verlustrechnungen nicht im EBIT ausgewiesen, sondern im Finanzergebnis berücksichtigt. Im Rahmen der Peer-Group-Betrachtung steht jedoch die Konzernbetrachtung im Vordergrund, weswegen wir das Joint Venture eingerechnet haben. Wir sehen zwar insgesamt eine hohe Wahrscheinlichkeit für Umsatz- und Ergebnisbeiträge aus dem Joint Venture, wegen der Unsicherheitsfaktoren haben wir sowohl bei Umsatz als auch Rohertrag zusätzlich einen Risikoabschlag von 75% vorgenommen.

Auf Basis des Peer-Group-Vergleichs ergibt sich ein fairer Wert von 14,30 Euro je Aktie

Auf Basis der errechneten Durchschnitte für den EV/Umsatz-Multiplikator und der von uns unterstellten Umsatzprognosen ergeben sich für den Enterprise Value 2006e bzw. 2007e Werte von 40,6 bzw. 54,6 Mio. Euro. Daraus errechnet sich ein Mittelwert von 47,6 Mio. Euro. Bei Betrachtung der Multiplikatoren für EV/Rohertrag errechnet sich wegen der höheren Rohmargen der Peer-Group-Unternehmen eine deutlich niedrigere Bewertung für den Enterprise Value. Für 2006e und 2007e ergeben sich Werte von 15,1 bzw. 28,3 Mio. Euro. Der resultierende Mittelwert beläuft sich auf 21,7 Mio. Euro. Den EV/Umsatz-Multiple haben wir mit dem EV/Rohertragsmultiple gleich gewichtet. Daraus ergibt sich ein gewichteter Enterprise Value von 34,6 Mio. Euro. Saldiert um Barmittel unter Einschluss der erwarteten Einnahmen aus dem IPO und Finanzverbindlichkeiten in Form des Barwertes von Finanzleasingverbindlichkeiten errechnet sich eine faire Marktkapitalisierung von 41,7 Mio. Euro. Bei einer Aktienanzahl nach IPO von rund 2,8 Mio. Stück und bei Berücksichtigung der zu erwartenden Kapitalerhöhung im Zusammenhang mit der beabsichtigten Übernahme von EMC (insgesamt dann 2,9 Mio. Aktien) entspricht dies einem fairen Wert je Aktie von 14,30 Euro.

Tabelle 19:

Zusammenführende Bewertung		
	Peer-Group-Vergleich	DCF-Modell
Fairer Marktwert des Eigenkapitals (Mio. Euro)	41,7	41,8
Fairer Wert je Aktie (Euro)	14,30	14,33
Gewichtung	50%	50%
Fairer Wert Gesamt je Aktie (Euro)	14,32	

Quelle: Independent Research

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Bewertungsfazit

Insgesamt errechnet sich ein fairer Wert je Aktie von 14,32 Euro

Sowohl die Bewertung mittels Peer-Group-Vergleich als auch das DCF-Modell liefern einen fairen Wert je Aktie auf ähnlichem Niveau. In unserem DCF-Modell errechnet sich ein fairer Wert je Aktie von 14,33 Euro. Aus dem Peer-Group-Vergleich ergibt sich ein fairer Wert je Aktie von 14,30 Euro. Insgesamt fließen die beiden Bewertungsmethoden mit jeweils 50% ein, so dass sich ein fairer Wert je Aktie von 14,32 Euro ergibt.

Weitere Plausibilisierung der Bewertung

Diese Bewertung haben wir mit einer weiteren Überlegung plausibilisiert. Für das Jahr 2008e prognostizieren wir ein EBIT 6,7 Mio. Euro sowie einen Beitrag des Joint Ventures im Mittleren Osten von 0,6 Mio. Euro. Bei einem von uns angenommenen fairen EV/EBIT-Multiple von 7 sowie saldiert um erwartete liquide Mittel und Finanzverbindlichkeiten ergäbe sich ein Wert pro Aktie von 19,81 Euro. Da das EBIT 2008e typischerweise erst in 2007 zum Bewertungsmaßstab wird, haben wir diesen Wert mit dem WACC auf 2005 abgezinst. Hieraus ergibt sich ein aktueller Wert von 15,12 Euro pro Aktie, was konsistent ist mit unserer Bewertung. Bei gleicher Vorgehensweise für das EBIT 2007e ergäbe sich ein Wert pro Aktie von 6,75 Euro. Diese Erwägung zeigt damit auch die hohe Abhängigkeit der Bewertung der EUTEX von zukünftig erwarteten Erträgen.

9. Risikoprofil

Wir sehen EUTEX als Unternehmen mit einem etablierten Geschäftsmodell an. EUTEX konnte sich in wenigen Jahren eine führende Position als unabhängiger Großhändler von Telefonminuten auf dem europäischen Markt erarbeiten und zugleich beweisen, dass das Management mit starkem Wachstum umgehen kann.

Die Chancen des Unternehmens bestehen in einem kräftigen Wachstum im Kernbereich sowie in drei neuen Geschäftsbereichen.

Wachstum durch Marktanteilsgewinne

Das Wachstum im Kernbereich soll sowohl durch den Zugewinn von Marktanteilen in den Regionen Westeuropa und Nordamerika als auch durch die geplante Etablierung in Osteuropa, dem Mittleren Osten sowie in Asien erfolgen. Wir sehen die Expansionsstrategie als schlüssig an. Der Erfolg hängt von mehreren zentralen Faktoren ab:

EUTEX muss es gelingen, preiswert hochwertige Kapazitäten am Markt einzukaufen. Dies war in 2005 phasenweise nicht gelungen, nach Unternehmensangaben wurde das Problem durch einen Managementwechsel aber gelöst. Dieser Umstand lässt sich gegenwärtig aber noch nicht an veröffentlichten Zahlen ablesen. Erneute Probleme in der Zukunft können nicht ausgeschlossen werden. Der Faktor stellt damit Chance und Risiko zugleich dar.

Weiterer Margenrückgang möglich

Die Rohmargen waren in den vergangenen Jahren unter Druck geraten. Wir gehen von einer Stabilisierung aus, eine weitere Margenerosion kann aber nicht ausgeschlossen werden. Die Etablierung in den Regionen Osteuropa, dem Mittleren Osten sowie in Asien hängt erheblich von persönlichen Kontakten des Management bzw. von Aufsichtsräten ab. Entsprechend hoch ist das Key Person Risk in diesem Bereich.

End-to-End VoIP-Telefonie macht die Terminierung in das Sprachnetz (PSTN) überflüssig. Insgesamt sehen wir aktuell aber deutlich überwiegende Chancen in diesem Sektor.

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Neue Geschäftsfelder mit Start up-Charakter

In den drei neuen Geschäftsbereichen Outsourcing, Voice over IP und Mobile Services befindet sich EUTEX aktuell im Stadium eines Start up-Unternehmens. Entsprechend hoch ist das hiermit verbundene Risiko. EUTEX hat auf den anvisierten Märkte hohe Wachstumschancen, zugleich ist das Risiko eines Fehlschlages deutlich höher als im Fall des bereits am Markt etablierten Kerngeschäfts. Da die Anlaufinvestitionen relativ gering sind, halten wir die finanziellen Risiken allerdings für begrenzt. Insbesondere ist das Geschäftsmodell nicht anlagenintensiv, Investitionen sind im Wesentlichen Vorlaufkosten. Eine Ausnahme stellt hier das Asset-Outsourcing dar. Sollte sich herausstellen, dass EUTEX in einem Bereich weniger erfolgreich als geplant ist, so kann der Aufbau von Ressourcen angepasst werden.

Belastung aus Rechtsstreit möglich

Für anhängige Klage der Cable & Wireless Telecommunications Services GmbH gegen EUTEX vom 01.12.2004 vor der deutschen Institution für Schiedsgerichtsbarkeit e.V. wurden von EUTEX insgesamt 0,3 Mio. Euro zurück gestellt. Dies entspricht dem von den Anwälten und Wirtschaftsprüfern der EUTEX angenommenen maximalen Verlustrisiko der EUTEX. Der Gegenstandswert des Rechtsstreits beträgt rund 1,5 Mio. Euro. zuzüglich Zinsen. Diese Summe zuzüglich Gerichts- und Anwaltskosten stellt das maximale Risiko der EUTEX dar. EUTEX geht davon aus, in dem Rechtsstreit zu gewinnen.

Investment mit weit überdurchschnittlichem Chance-/Risikoprofil

Durch die aktuelle Verlustsituation sowie den vergleichsweise geringen Buchwert verbunden mit dem erwarteten starken Wachstum in der Zukunft ist die Bewertung des Unternehmens überdurchschnittlich stark von der zukünftigen Entwicklung abhängig. Dementsprechend stellt die Aktie der EUTEX ein Investment mit weit überdurchschnittlichen Chancen und Risiken dar.

10. Fazit

EUTEX ist der europaweit führende unabhängige Großhändler von Telefonminuten zur Terminierung von Sprachtelefonaten. Aktuell zeigt das Kerngeschäft sinkende Umsätze und operative Verluste. Wir gehen davon aus, dass durch eine nachhaltige Verbesserung der Wettbewerbsposition deutliches Wachstum sowie der Turnaround im Kerngeschäft möglich ist. Zudem dürfte eine Internationalisierung des Geschäfts Wachstumsimpulse liefern. Nachhaltiges Wachstum ist zudem durch die geplante Positionierung in drei neuen Geschäftsfeldern möglich. Diese haben aktuell den Status von Start ups mit den damit verbundenen hohen Chancen und Risiken Auf Basis unserer Bewertung mit einem DCF-Modell sowie einer Peer Group errechnet sich bei einer post money-Betrachtung ein fairer Wert pro Aktie von 14,32 Euro.

Wir sehen den fairen Wert je Aktie auf Basis unserer Bewertungsmodelle bei 14,32 Euro

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

11. Anhang

EUTEX European Telco Exchange AG

Gewinn- und Verlustrechnung

Einheit : Mio. Euro		2002	2003	2004	2005e	2006e	2007e	2008e	2009e
Geschäftsjahresende : 31.12.									
Rechnungslegungsstandard : HGB									
1. Umsatzerlöse		18,1	104,4	106,2	76,3	168,3	254,7	338,0	409,0
Veränderung ggü. Vorjahr		-	476,5%	1,7%	-28,2%	120,6%	51,3%	32,7%	21,0%
Wholesale		-	-	-	75,8	148,4	199,2	234,6	263,6
in % von Umsatz		-	-	-	99,4%	88,2%	78,2%	69,4%	64,4%
Mobile		-	-	-	0,0	0,7	7,0	12,4	17,5
in % von Umsatz		-	-	-	0,0%	0,4%	2,7%	3,7%	4,3%
Outsourcing		-	-	-	0,4	16,2	36,0	66,5	87,3
in % von Umsatz		-	-	-	0,5%	9,6%	14,1%	19,7%	21,3%
VolP		-	-	-	0,1	3,1	12,6	24,5	40,6
in % von Umsatz		-	-	-	0,1%	1,8%	4,9%	7,3%	9,9%
2. Sonstige betriebliche Erträge		0,2	0,1	0,3	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
in % Umsatz		0,9%	0,1%	0,3%	0,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
3. Aufwendungen		16,7	98,9	100,2	73,5	160,7	237,9	314,5	378,7
4. Bruttoergebnis vom Umsatz		1,6	5,5	6,4	3,1	7,6	16,8	23,5	30,3
in % Umsatz		8,8%	5,3%	6,0%	4,0%	4,5%	6,6%	7,0%	7,4%
5. Personalaufwand		1,5	2,0	2,0	2,9	5,1	7,2	7,8	8,2
in % Umsatz		8,3%	1,9%	1,9%	3,8%	3,0%	2,8%	2,3%	2,0%
6. Sonstige betriebliche Aufwendungen		2,6	3,1	4,7	4,0	3,2	5,9	7,2	8,2
in % Umsatz		14,5%	2,9%	4,4%	5,2%	1,9%	2,3%	2,1%	2,0%
7. EBITDA		-2,5	0,5	-0,4	-3,8	-0,7	3,8	8,5	13,9
in % Umsatz		-14,1%	0,5%	-0,4%	-5,0%	-0,4%	1,5%	2,5%	3,4%
8. Abschreibungen		0,6	0,7	0,9	0,9	1,1	1,5	1,8	2,0
in % Umsatz		3,4%	0,7%	0,8%	1,1%	0,6%	0,6%	0,5%	0,5%
9. EBIT		-3,2	-0,2	-1,2	-4,7	-1,8	2,3	6,7	11,9
in % Umsatz		-17,5%	-0,2%	-1,2%	-6,1%	-1,1%	0,9%	2,0%	2,9%
10. Zinserträge/-aufwendungen		0,1	0,3	0,3	0,1	0,1	0,1	0,2	0,4
in % Umsatz		0,3%	0,3%	0,3%	0,1%	0,1%	0,0%	0,1%	0,1%
11. Sonstige finanzielle Erträge/Aufwendungen		-0,2	0,0	-0,2	-0,7	0,5	0,6	0,6	0,7
in % Umsatz		-1,3%	0,0%	-0,2%	-0,9%	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%
12. EBT		-3,3	0,0	-1,1	-5,3	-1,2	3,0	7,5	12,9
in % Umsatz		-18,5%	0,0%	-1,0%	-6,9%	-0,7%	1,2%	2,2%	3,2%
13. Steuern vom Einkommen und Ertrag		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	1,0	3,6
in % EBT		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	10,6%	13,9%	28,2%
14. Sonstige Steuern		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
in % EBT		-0,1%	8,1%	-0,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
15. Anteile Dritter		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
16. Jahresüberschuss/ -fehlbetrag		-3,3	0,0	-1,1	-5,3	-1,2	2,6	6,4	9,2
in % Umsatz		-18,5%	0,0%	-1,0%	-6,9%	-0,7%	1,0%	1,9%	2,3%
Durchschnittliche Anzahl der Aktien (gewichtet, in Mio. St.)		2,19	2,19	2,19	2,25	2,91	2,91	2,91	2,91
17. Ergebnis je Aktie (in Euro)		-1,53	0,01	-0,50	-2,34	-0,41	0,90	2,19	3,16

Quelle: Independent Research, EUTEX

1)2)3)4) **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

EUTEX European Telco Exchange AG

Bilanz

Einheit : Mio. Euro	2002	2003	2004	2005e	2006e	2007e	2008e	2009e
Geschäftsjahresende : 31.12.								
Rechnungslegungsstandard : HGB								
Aktiva								
A. Ausstehende Einlagen auf gezeichnetes Kapital	0,0							
B. Aufwendungen für die Ingangsetzung des Geschäftsbetriebs	0,6	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
C. Anlagevermögen	1,3	1,3	3,5	5,6	8,7	8,5	7,7	7,0
I. Immaterielle Vermögensgegenstände	0,3	0,2	0,2	0,1	0,4	0,4	0,3	0,3
1. Software	0,3	0,2	0,2	0,1	0,4	0,4	0,3	0,3
II. Sachanlagen	1,0	1,0	3,1	2,8	5,6	5,4	4,7	4,0
1. Mieteinbau	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
2. Anderen Anlagen, Betriebs- und Geschäftsausstattung	0,9	1,0	3,1	2,8	5,6	5,4	4,7	4,0
III. Finanzanlagen	0,0	0,1	0,2	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7
1. Anteile an verbundenen Unternehmen	0,0	0,1	0,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
2. Ausleihungen an verbundene Unternehmen	0,0	0,0	0,2	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
D. Umlaufvermögen	9,5	27,5	8,6	16,5	20,7	30,6	45,8	62,5
I. Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände	2,7	10,5	6,6	8,7	18,4	28,3	37,0	45,2
1. Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	2,5	6,8	6,2	8,4	18,4	27,9	37,0	44,8
2. Sonstige Vermögensgegenstände (> ein Jahr)	0,2	3,7	0,3	0,4	0,0	0,4	0,0	0,4
II. Wertpapieren	0,0	6,0	1,0	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
1. Sonstige Wertpapiere	0,0	6,0	1,0	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
III. Kassenbestand, Guthaben bei Kreditinstituten	0,0	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
E. Rechnungsabgrenzungsposten	0,0	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Summe Aktiva	11,5	29,2	12,3	22,2	29,6	39,4	53,7	69,6
Passiva								
A. Eigenkapital	0,6	3,3	2,2	10,1	8,9	11,6	17,9	27,2
I. Gezeichnetes Kapital	0,4	0,4	0,4	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9
II. Kapitalrücklage	4,6	7,3	7,3	17,9	17,9	17,9	17,9	17,9
III. Bilanzverlust	-4,4	-4,4	-5,5	-5,5	-10,7	-11,9	-9,3	-2,9
IV. Periodenergebnis	0,0	0,0	0,0	-5,3	-1,2	2,6	6,4	9,2
B. Rückstellungen	5,6	3,2	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9
Sonstige Rückstellungen	5,6	3,2	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9
C. Verbindlichkeiten	5,2	22,7	7,2	9,2	17,7	24,9	32,9	39,5
1. Wandelschuldverschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
2. Verbindlichkeiten ggü. Kreditinstituten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
3. Erhaltene Anzahlungen auf Bestellungen	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
4. Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	2,8	22,5	6,9	9,1	17,6	24,8	32,7	39,4
5. Verbindlichkeiten ggü. Verbundenen Unternehmen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
6. Sonstige Verbindlichkeiten	2,3	0,2	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Summe Passiva	11,5	29,2	12,3	22,2	29,6	39,4	53,7	69,6

Quelle: Independent Research, EUTEX

EUTEX European Telco Exchange AG

Cashflow-Rechnung

Einheit : Mio. Euro	2002	2003	2004	2005e	2006e	2007e	2008e	2009e
Geschäftsjahresende : 31.12.								
Rechnungslegungsstandard : HGB								
Cashflow-Rechnung								
Nettoergebnis	-0,9	0,0	-1,1	-5,3	-1,2	2,6	6,4	9,2
(+) Abschreibungen / (-) Zuschreibungen des Anlagevermögens	0,6	0,7	0,9	0,9	1,1	1,5	1,8	2,0
(+) Zunahme / (-) Abnahme von Rückstellungen	5,5	-2,4	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Brutto-Cashflow	5,3	-1,6	-0,5	-4,4	-0,1	4,1	8,2	11,2
Veränderungen des Nettoumlaufvermögens	-0,1	9,6	-13,2	-0,2	-1,2	-2,7	-0,8	-1,5
Erträge aus Kapitalherabsetzung	-2,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit	2,8	8,0	-13,7	-4,6	-1,3	1,4	7,4	9,7
Cashflow aus der Investitionstätigkeit								
(-) Auszahlungen für Investitionen in das Sachanlagevermögen	-0,8	-0,3	-1,0	-0,5	-3,8	-1,1	-0,9	-1,1
(-) Auszahlungen für Investitionen in das immaterielle Anlagevermögen	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,4	-0,1	-0,1	-0,1
(+) Einzahlungen aus Abgängen von Gegenständen des Finanzanlagevermögens	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(-) Auszahlungen für Investitionen in das Finanzanlagevermögen	0,0	-0,1	-0,2	-2,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Cashflow aus der Investitionstätigkeit	-0,8	-0,4	-1,3	-3,0	-4,2	-1,3	-1,0	-1,2
Free Cashflow	1,9	7,6	-15,0	-7,5	-5,5	0,1	6,4	8,5
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit								
Einzahlungen in das gezeichnete Kapital	0,2	0,0	0,0	0,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Einzahlungen in die Kapitalrücklage	2,2	2,6	0,0	12,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Einzahlung aus der Aufnahme von Krediten	2,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Einzahlungen aus dem Verkauf von Wertpapieren des Umlaufvermögens	0,0	0,0	0,0	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	4,4	2,6	0,0	13,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Zahlungswirksame Veränderung des Finanzmittelbestands	6,4	10,2	-15,0	6,1	-5,5	0,1	6,4	8,5
Finanzmittelbestand am Anfang der Periode	0,4	6,8	17,0	1,6	7,7	2,2	2,3	8,7
Finanzmittelbestand am Ende der Periode	6,8	17,0	2,1	7,7	2,2	2,3	8,7	17,2

Quelle: Independent Research, EUTEX

Disclaimer

Erläuterung Anlageurteil Aktien - Einzelemittenten -:

Kaufen:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Gewinn von mindestens 20% aufweisen.
Akkumulieren:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Gewinn zwischen 0% und 20% aufweisen.
Reduzieren:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Verlust zwischen 0% und 20% aufweisen.
Verkaufen:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Verlust von mindestens 20% aufweisen.

Haftungserklärung

Dieses Dokument ist von der Independent Research GmbH unabhängig von den genannten Emittenten erstellt worden. Die in diesem Dokument enthaltenen Meinungen und Prognosen sind allein diejenigen der Independent Research GmbH. Die Informationen und Meinungen sind datumsbezogen und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern.

Die Independent Research GmbH hat den Inhalt dieses Dokumentes erstellt auf der Grundlage von allgemein zugänglichen Quellen, die als zuverlässig gelten, diese aber nicht unabhängig geprüft. Daher wird die Ausgewogenheit, Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen oder Meinungen weder ausdrücklich gewährleistet noch eine solche Gewährleistung hierdurch impliziert. Der Empfänger dieses Dokumentes sollte sich auf diese Informationen oder Meinungen nicht verlassen. Die Independent Research GmbH übernimmt keine Verantwortung oder Haftung für einen Schaden, der sich aus einer Verwendung dieses Dokumentes oder der darin enthaltenen Angaben oder der sich anderweitig im Zusammenhang damit ergibt. Eine Investitionsentscheidung sollte auf der Grundlage eines ordnungsgemäß genehmigten Prospekts oder Informationsmemorandums erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage dieses Dokumentes.

Dieses Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Einladung zur Zeichnung oder zum Kauf eines Wertpapiers dar, noch bildet dieses Dokument oder die darin enthaltenen Informationen eine Grundlage für eine vertragliche oder anderweitige Verpflichtung irgendeiner Art.

Das Dokument ist nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die im Zusammenhang mit ihrem Handel, Beruf oder ihrer Beschäftigung übertragbare Wertpapiere auf Eigenrechnung oder auf Rechnung anderer erwerben oder verkaufen. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt. Dieses Dokument unterliegt dem Urheberrecht der Independent Research GmbH; es darf weder als Ganzes noch teilweise reproduziert werden oder an eine andere Person weiterverteilt werden. Zitierungen aus diesem Dokument sind mit einer Quellenangabe zu versehen. Jede darüber hinaus gehende Nutzung bedarf der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch die Independent Research GmbH.

Dieses Dokument ist in Großbritannien nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die in Art. 11(3) des Financial Services Act 1986 (Investments Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (in der jeweils geltenden Fassung) beschrieben sind, und darf weder direkt noch indirekt an einen anderen Kreis von Personen weitergeleitet werden. Weder dieses Dokument noch eine Kopie hiervon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika, nach Kanada oder nach Japan oder in ihre jeweiligen Territorien oder Besitzungen geschickt, gebracht oder verteilt werden noch darf es an eine US-Person im Sinne der Bestimmungen des US Securities Act 1933 oder an Personen mit Wohnsitz in Kanada oder Japan verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokumentes in anderen Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz dieses Dokument gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis, diese Beschränkungen zu beachten, kann eine Verletzung der geltenden Wertpapiergesetze darstellen.

Die Independent Research GmbH und ihre verbundenen Unternehmen und/oder Mitglieder ihrer Geschäftsleitung, ihrer leitenden Angestellten und/oder ihrer Mitarbeiter können Positionen in irgendwelchen in diesem Dokument erwähnten Finanzinstrumenten oder in damit zusammenhängenden Investments halten und können diese Finanzinstrumente oder damit zusammenhängende Investments jeweils aufstocken oder veräußern. Die Independent Research GmbH und ihre verbundenen Unternehmen können als Berater für die Finanzinstrumente oder damit zusammenhängender Investments fungieren, Dienstleistungen für oder in Bezug auf diese Emittenten erbringen oder solche Dienstleistungen anbieten und können auch im Vorstand, sonstigen Organen oder Ausschüssen dieser Emittenten vertreten sein. Pflichtangaben nach § 34b WpHG und Finanzanalyseverordnung

Wesentliche Informationsquellen

Wesentliche Informationsquellen für die Erstellung dieses Dokumentes sind Veröffentlichungen in in- und ausländischen Medien wie Informationsdiensten (z.B. Reuters, VWD, Bloomberg, DPA-AFX u.a.), Wirtschaftspresse (z.B. Börsen-Zeitung, Handelsblatt, FAZ, FTD, Wallstreet Journal, Financial Times u.a.), Fachpresse, veröffentlichte Statistiken, Ratingagenturen sowie Veröffentlichungen der analysierten Emittenten.

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Zusammenfassung der Bewertungsgrundlagen:

Aktienanalysen:

Zur Unternehmensbewertung werden gängige und anerkannte Bewertungsmethoden (u.a. Discounted-Cash-Flow-Methode (DCF-Methode), Peer-Group-Analyse) verwandt. In der DCF-Methode wird der Ertragswert der Emittenten berechnet, der die Summe der abgezinsten Unternehmenserfolge, d.h. des Barwertes der zukünftigen Nettoausschüttungen des Emittenten, darstellt. Der Ertragswert wird somit durch die erwarteten künftigen Unternehmenserfolge und durch den angewandten Kapitalisierungszinsfuß bestimmt. In der Peer-Group-Analyse werden an der Börse notierte Emittenten durch den Vergleich von Verhältniskennzahlen (z.B. Kurs-/Gewinn-Verhältnis Kurs-/Buchwert-Verhältnis, Enterprise Value/Umsatz, Enterprise Value/EBITDA, Enterprise Value/EBIT) bewertet. Die Vergleichbarkeit der Verhältniskennzahlen wird in erster Linie durch die Geschäftstätigkeit und die wirtschaftlichen Aussichten bestimmt.

Technische Analysen:

Zur technischen Analyse werden historische Kurs- und Umsatzentwicklungen mit Hilfe mathematisch-statistischer Verfahren (Charttechnik, Indikatorteknik, Elliot-Wellen-Theorie, Sentiment-Betrachtungen sowie Relative Stärke-Ansätze) analysiert und Prognosen über künftige Entwicklungen erstellt.

Sensitivität der Bewertungsparameter:

Die zur Unternehmensbewertung zugrunde liegenden Zahlen aus der Gewinn- und Verlustrechnung, Kapitalflussrechnung und Bilanz sind datumsbezogene Schätzungen und somit mit Risiken behaftet. Diese können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern.

Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode besteht ein deutliches Risiko, dass das Kursziel nicht innerhalb des erwarteten Zeitrahmens erreicht wird. Zu den Risiken gehören unvorhergesehene Änderungen im Hinblick auf den Wettbewerbsdruck oder bei der Nachfrage nach den Produkten eines Emittenten. Solche Nachfrageschwankungen können sich durch Veränderungen technologischer Art, der gesamtkonjunkturellen Aktivität oder in einigen Fällen durch Änderungen bei gesellschaftlichen Wertevorstellungen ergeben. Veränderungen beim Steuerrecht, beim Wechselkurs und, in bestimmten Branchen, auch bei Regulierungen, können sich ebenfalls auf Bewertungen auswirken. Diese Erörterung von Bewertungsmethoden und Risikofaktoren erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit.

Zeitliche Bedingungen vorgesehener Aktualisierungen:

Aktienanalysen:

Die Independent Research GmbH führt eine Liste der Emittenten, für die unternehmensbezogene Finanzanalysen ("Coverliste Aktienanalysen") veröffentlicht werden. Kriterium für die Aufnahme oder Streichung eines Emittenten ist die Zugehörigkeit zu einem Index (DAX® und EuroStoxx 50SM). Zusätzlich werden ausgewählte Emittenten aus dem Mid- und Small-Cap-Segment sowie des US-Marktes berücksichtigt. Hierbei liegt es allein im Ermessen der Independent Research GmbH, jederzeit die Aufnahme oder Streichung von Emittenten auf der Coverliste vorzunehmen. Für die auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführten Emittenten wird fortlaufend über aktuelle unternehmensspezifische Ereignisse berichtet. Ferner werden täglich zu einzelnen auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführten Emittenten unternehmensspezifische Ereignisse wie z.B. Ad-hoc-Meldungen oder wichtige Nachrichten bewertet. Für welche Emittenten solche Veröffentlichungen vorgenommen werden, liegt allein im Ermessen der Independent Research GmbH. Darüber hinaus werden für auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführte Emittenten Fundamentalanalysen erstellt. Für welche Emittenten solche Veröffentlichungen vorgenommen werden, liegt allein im Ermessen der Independent Research GmbH.

Zur Einhaltung der Vorschriften des Wertpapierhandelsgesetzes kann es jederzeit vorkommen, dass für einzelne auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführte Emittenten die Veröffentlichung von Finanzanalysen ohne Vorankündigung gesperrt wird.

Interne organisatorische und regulative Vorkehrungen zur Prävention oder Behandlung von Interessenkonflikten:

Mitarbeiter/-innen der Independent Research GmbH, die mit der Erstellung und/oder Darbietung von Finanzanalysen befasst sind, unterliegen den hausinternen Compliance-Regelungen, die sie als Mitarbeiter/-innen eines Vertraulichkeitsbereiches einstufen. Die hausinternen Compliance-Regelungen entsprechen den Vorschriften der Richtlinie zur Konkretisierung der Organisationspflichten von Wertpapierdienstleistungsunternehmen gemäß § 33 WpHG (<http://www.bafin.de>).

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Mögliche Interessenkonflikte - Stand: 11.11.2005

Weder die Independent Research GmbH noch ein mit ihr verbundenes Unternehmen

- 1) hält in Wertpapieren, die Gegenstand dieser Studie sind, 1% oder mehr des Grundkapitals.
- 2) war an einer Emission von Wertpapieren, die Gegenstand dieser Studie sind, beteiligt.
- 3) halten an den Aktien des analysierten Unternehmens eine Netto-Verkaufsposition in Höhe von mindestens 1% des Grundkapitals
- 4) hat die analysierten Wertpapiere aufgrund eines mit dem Emittenten abgeschlossenen Vertrages an der Börse oder am Markt betreut. Ausnahme hiervon ist das Unternehmen EUTEX AG; zwischen diesem Unternehmen und Independent Research bestehen vertragliche Beziehungen für die Erstellung von Research-Berichten.

DURCH ANNAHME DIESES DOKUMENTS AKZEPTIERT DER EMPFÄNGER DIE VERBINDLICHKEIT DER VORSTEHENDEN BESCHRÄNKUNGEN.

Stand: 11.11.2005

**Independent Research GmbH
Staufenstr. 46
60323 Frankfurt**

Zuständige Aufsichtsbehörde:
Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn
und
Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt

 Independent Research

Staufenstraße 46
60323 Frankfurt am Main

Telefon: +49 (69) 971490-0
Telefax: +49 (69) 971490-90
E-Mail: info@irffm.de