



Independent Research

Unabhängige Finanzmarktanalyse GmbH

Investment Research



Update

18. April 2008

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.

Prognosen für 2007 nicht erreicht

Vorlage der Jahreszahlen 2007

- ⇒ Die operative Entwicklung im Geschäftsjahr 2007 ist insgesamt nicht zufriedenstellend ausgefallen. So blieben der um den Verkauf des TWBI-Geschäfts bereinigte Umsatz mit 19,2 (19,2; unsere bereinigte Prognose: 20,0) Mio. Euro und das EBIT mit -12,9 (-11,0; unsere bereinigte Prognose: -11,2) Mio. Euro hinter unseren Prognosen zurück.
- ⇒ In Folge des hohen Dividendenertrags aus der freenet-Beteiligung (21,4 Mio. Euro, davon Sonderdividende: 19,6 Mio. Euro) konnte ein Jahresüberschuss inklusive des nicht fortgeführten Geschäfts von 2,5 (-16,9; unsere bereinigte Prognose: 6,3) Mio. Euro ausgewiesen werden.
- ⇒ Wir begrüßen den in Q1 2008 abgeschlossenen Verkauf des defizitären TWBI-Segments (skyDSL-Aktivitäten), da die Profitabilität des Geschäftsmodells mittelfristig fraglich war.
- ⇒ Das im abgelaufenen Geschäftsjahr durch Eigenentwicklung (TELES-MGC) und Zukäufe (Class-5 Soft-Switch Lösung) deutlich optimierte Produktportfolio soll in Verbindung mit einer Ausweitung der Vertriebsaktivitäten (u.a. Erweiterung des Distributorennetzwerkes) die Umsatzentwicklung spürbar dynamisieren.
- ⇒ Vor dem Hintergrund eines wachstumsstarken Marktumfeldes und der überzeugenden Produktvorteile der NGN-Produkte (Senkung der Kosten, Reduzierung der Raumkapazitäten, Skalierbarkeit) sehen wir ein erhebliches Wachstumspotenzial.
- ⇒ Wir sehen in den vergleichsweise kapital- und vertriebsstärkeren Wettbewerbern und der geringen Produktdifferenzierung von TELES die limitierenden Faktoren, weshalb wir davon ausgehen, dass TELES zwar dynamisch, jedoch unterhalb des Marktwachstums wachsen wird.
- ⇒ Auf Basis unserer adjustierten Prognosen sowie der Aktualisierung der Nettoverschuldung und des freenet-Beteiligungswertes, lautet unser neuer, aus dem DCF-Modell abgeleiteter fairer Wert 2,25 (alt: 3,20) Euro je Aktie. Wir votieren neu mit Akkumulieren (alt: Kaufen).

TELES 4)

Votum: alt: vom
Akkumulieren Kaufen 18.12.2007

Kursziel (in Euro) (6 Monate)	2,25
Kurs(Xetra) (in Euro)	2,06
17.04.2008 15:47 Uhr	
Kurspotenzial	9,22%

Unternehmensdaten	
Land	GE
Branche	Telekommunikation
Segment	Prime Standard
ISIN	DE0007454902
Reuters	TLIG.DE
Bloomberg	TLI
Internet	www.teles.de

Aktienindizes	
Aktienanzahl (in Mio. Stück)	23,305
Freefloat	41,7%
Marktkapitalisierung (in Mio Euro)	48,0
Ø Tagesumsatz	9.698
52W Hoch 27.08.2007	3,80 Euro
52W Tief 14.04.2008	1,96 Euro
Beta	0,8
Volatilität (60 Tage)	32,91

Bewertungsmultiplikatoren				
	EV/Umsatz	EV/EBIT	KGV	Div. Rendite
2005	1,1	neg.	0,9	22,7%
2006	1,3	neg.	neg.	64,0%
2007	2,8	neg.	neg.	0,0%
2008e	1,8	neg.	neg.	0,0%
2009e	1,5	neg.	neg.	0,0%

Performance (in %)				
	1 Monat	3 Monate	6 Monate	12 Monate
absolut	-6,4	-18,6	-30,2	-32,6
relativ ggü.:				
DAX	-10,9	-11,4	-17,7	-27,0
Prime Software	-10,9	-11,4	-17,7	-27,0

Index-Gewichtung	
Prime All Share	0,002%
Prime Software	0,055%



RL	GJ	Umsatz	EBIT	EBT	JÜ	EpS
IFRS	2005*	25,4	-12,9	-10,9	110,4	5,22
IFRS	2006	19,2	-11,0	-14,5	-16,9	-0,80
IFRS	2007	19,2	-12,9	9,6	2,5	0,12
IFRS	2008e	22,3	-10,7	-8,9	-8,9	-0,42
IFRS	2009e	26,5	-8,7	-7,2	-7,2	-0,34
CAGR 2005* - 2009e		1,1%	-9,4%	-9,8%	-	-

Zahlen in Mio. Euro außer EpS (in Euro), hist. KGVs auf Jahresdurchschnittskursen * inklusive TWBI

Ersteller: B. Wolber (Analyst)

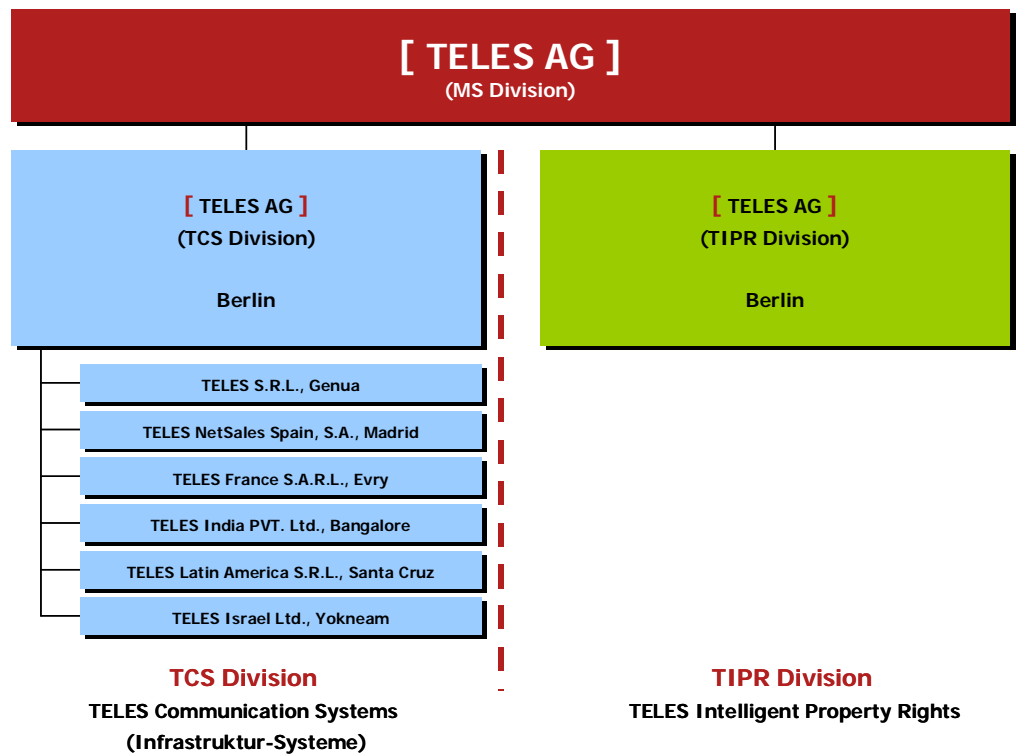
1)2)3)4) **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Unternehmensprofil

Anbieter von Infrastruktur-Systemen für Telekommunikationsnetze

Die in 1983 als TELES GmbH gegründete TELES AG ist im Prime Standard der Deutschen Börse gelistet. Im Kerngeschäft, dem TCS-Segment (TELES Communication Systems) entwickelt und vertreibt TELES Infrastruktur-Systeme für Telekommunikationsnetze. In einem zweiten Geschäftsbereich, der TIPR Division (TELES Intellectual Property Rights), ist die Beantragung und Verwertung der von TELES gehaltenen Patente geordnet. Die im TWBI-Segment (TELES Wireless Broadband Internet) gebündelten skyDSL-Aktivitäten (Breitband-Internetzugänge via Satellit) wurden zum 28.01.2008 verkauft.

Als wichtige Beteiligung besitzt TELES 3,565 Mio. bzw. 3,71% der Aktien der freenet AG, die bewertet zum Schlusskurs vom 17.04.2008 (12,30 Euro) einen Marktwert von ca. 43,85 Mio. Euro besitzen. Zudem hält TELES knapp 20% der Anteile an der Gravis Beteiligungs AG, dem größten Apple-Händler in Deutschland.



Quelle: TELES

SWOT-Analyse	
Stärken und Chancen	Schwächen und Risiken
<ul style="list-style-type: none"> - Hohe Eigenkapitalquote - Ausbau des Produktportfolios - Chancen durch Patente - Trennung vom sky-DSL- Geschäft 	<ul style="list-style-type: none"> - Verluste im Kerngeschäft - Belastungen durch Prozesskosten - Verhältnismäßig geringe Unternehmensgröße - Hohe Abhängigkeit von freenet-Beteiligung
Quelle: Independent Research	

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

Operative Entwicklung im Geschäftsjahr 2007 (31.12.)

Umsatzstagnation und Ausweitung des EBIT-Fehlbetrages

Konzernumsatz und -EBIT unter unseren Erwartungen

Die operative Entwicklung im Geschäftsjahr 2007 ist insgesamt nicht zufriedenstellend ausgefallen. Während der um den Verkauf des TWBI-Geschäfts bereinigte Umsatz mit 19,2 (19,2; unsere bereinigte Prognose: 20,0) Mio. Euro unsere Prognose nur knapp verfehlte, lag die Ergebnisentwicklung deutlich hinter unseren Erwartungen. So stieg der EBIT-Verlust exklusive des aufgegebenen TWBI-Geschäfts auf -12,9 (-11,0; unsere bereinigte Prognose: -11,2) Mio. Euro. Der im abgelaufenen Geschäftsjahr ausgewiesene Jahresüberschuss inklusive des nicht fortgeführten Geschäfts fiel zwar mit 2,5 (-16,9; unsere bereinigte Prognose: 6,3) Mio. Euro positiv aus, jedoch konnte dieses Ergebnis nur in Folge der hohen Dividendenzahlung von 21,4 Mio. Euro vor Steuern (davon Sonderdividende: 19,6 Mio. Euro) aus der Freenet-Beteiligung erreicht werden.

Positiver Sondereffekt aus Freenet-Dividende

Umsatz im TCS-Segment stagniert auf Vorjahresniveau

Der Blick auf die ausgewiesene Segmententwicklung zeigt, dass substantziell keine Weiterentwicklung stattgefunden hat. Im Kerngeschäftsfeld TCS-Segment werten wir lediglich positiv, dass die schwache Umsatzentwicklung im ersten Halbjahr durch anziehende Produktverkäufe in der zweiten Jahreshälfte kompensiert werden konnte, sodass beim Umsatzergebnis das Vorjahresniveau mit 19,2 (19,2; unsere Prognose: 20,0) Mio. Euro bestätigt wurde. Die größten Umsatzbeiträge lieferte hierbei das Geschäft mit den vielversprechenden NGN-Produkten (Switches, Media Gate-Controller), wogegen die Umsätze mit Access Gateways (mobile Gateways und VoIP Gateways) hinter unseren Erwartungen zurückblieben. Das EBIT lag mit -4,9 (-2,8) Mio. Euro unter unseren Erwartungen (-4,2 Mio. Euro), was auf die Verbuchung außerordentlicher Wertkorrekturen (0,8 Mio. Euro; u.a. des Lagerbestandes) in Q4 zurückzuführen ist.

Schwache H1-Entwicklung kann nicht überkompensiert werden

TIPR-Division verursacht weiterhin EBIT-Belastungen

Die nach dem Verkauf der im TWBI-Segment gebündelten skyDSL-Aktivitäten neben dem Kerngeschäft TCS verbleibende TIPR-Division hat wie erwartet das Konzern-EBIT mit -4,2 (-5,0) Mio. Euro belastet. Die angefallenen Aufwendungen stehen weiterhin in Verbindung mit der juristischen Durchsetzung von Patentschutzrechten und der Neubearbeitung von weiteren Patenten in den USA. In Folge der weiterhin nicht entschiedenen Patentrechtsverfahren wurden in diesem Segment noch keine Erlöse verbucht.

Strategie bleibt unverändert

MS-Division mit höherem Fehlbetrag

Die in der MS Division verbuchten Holdingkosten sowie angefallene und den anderen Segmenten nicht direkt zurechenbare Kosten beliefen sich im abgelaufenen Geschäftsjahr auf -3,8 (-3,2) Mio. Euro. Die Verschlechterung des EBIT gegenüber dem Vorjahr resultiert primär aus den Vorlaufkosten in Verbindung mit der Evaluierung weiterer Geschäftsaktivitäten (Prüfung des Aufbaus der TCPE Division).

Verstärkte F&E-Aktivität ursächlich für Ausweitung des Fehlbetrags

Entwicklung der Bilanz und der Cash Flow-Rechnung in 2007

Stark verminderte Bilanzsumme

Bilanz zeigt stark verändertes Bild

Die Bilanz zeigt ein in Teilen sehr stark verändertes Bild gegenüber dem Vorjahr. So ist als wichtigste Veränderung der deutliche Rückgang der liquiden Mittel auf 7,6 (41,1) Mio. Euro, der im wesentlichen den operativen cashwirksamen Fehlbeträgen (-10,9 Mio. Euro) und der hohen Dividendenausschüttung (-42,3 Mio. Euro) geschuldet ist, zu nennen. Darüber hinaus hat der deutliche Kurswertrückgang der als Beteiligung gehaltenen freenet-Aktien zu einem spürbaren Rückgang beim angesetzten Bilanzwert (-18,4 Mio. Euro auf 57,0 Mio. Euro) und der entsprechenden Neubewertungsrücklage (-18,4 Mio. Euro auf 2,9 Mio. Euro) geführt. Insgesamt hat sich die Bilanzsumme im abgelaufenen Jahr auf 84,3 (137,4) Mio. Euro vermindert. Die Eigenkapitalquote ist weiterhin komfortabel und beläuft sich zum Bilanzstichtag auf 83,4% (Vorjahr: 93,3%).

EK-Quote weiterhin komfortabel

Cash Flow zeigt ein für Wachstumsunternehmen typisches Bild

Der operative Cash Flow hat sich in Folge eines optimierten Working-Capital-Managements gegenüber dem Vorjahr trotz des höheren Jahresfehlbetrages leicht auf -11,0 (-14,9) verbessert. Infolge der hohen Dividendenzahlungen zu Gunsten von Teles (+21,4 Mio. Euro) sowie der hohen Dividendenausschüttung an die TELES-Aktionäre (-42,26 Mio. Euro) wird bei den Cash Flows aus der Investitionstätigkeit und der Finanzierungsfähigkeit ein gegenüber dem Vorjahr stark verzerrtes Bild gezeigt. Bereinigt um diese Posten zeigen der Cash Flow aus der Investitionstätigkeit und der Finanzierungstätigkeit ein für Wachstumsunternehmen nicht ungewöhnliches Bild. Auf Grund der hohen Fehlbeträge aus dem operativen Geschäft wird es u.E. jedoch noch Jahre dauern, bis der operative Cash Flow die Netto-Cashabflüsse aus der Investitionstätigkeit finanzieren kann. Zum Bilanzstichtag haben sich die liquiden Mittel auf 7,6 (41,1) Mio. Euro reduziert.

Operativer Cash Flow verbessert ...

... jedoch insgesamt noch stark negativ

Ausblick und Prognosen

In Folge des Verkaufs der skyDSL-Aktivitäten und einer Neueinschätzung der Unternehmensperspektive adjustieren wir unsere Prognosen für den Detailplanungszeitraum 2008 und 2009.

Ab 2008 soll Umsatz dynamisch wachsen

Nach dem enttäuschend verlaufenen Jahr 2007 (Umsatzstagnation, höhere operativer Verlust) will TELES im laufenden Jahr durch die Akquisition neuer Kunden, insbesondere aus dem Bereich der Tier 1- und Tier-2-Carrier, den Umsatz steigern. Dabei will TELES von dem zunehmenden Trendwechsel von der klassischen, leitungsgelassenen Vermittlungstechnik zur paketvermittelten Übertragungstechnik profitieren und die dafür benötigten wesentlichen Bausteine, Switches und Access Gateways (mobile Gateways, VoIP Gateways), durch ein erweitertes Vertriebsnetz stärker absetzen. Nach unserer Einschätzung sehen wir nach der Optimierung des Portfolios (eigenentwickelte Soft-Switch-Lösung, Akquisition einer Class-5 Softswitch-Lösung) die Chancen dafür gegeben.

Treiber: Vertriebspartnerschaften und optimiertes Portfolio

Positives Marktumfeld soll Geschäftsmodell Rückenwind verleihen

Wir sehen in der stark wachsenden Nachfrage nach VoIP-Equipment und einer zunehmenden Durchdringung der Technologie ein sehr positives Marktumfeld gegeben. Zudem überzeugt uns die Ausgereiftheit der Technologie als Ganzes und die der Produkte von TELES

Dynamisches Wachstum im VoIP-Markt

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

im Speziellen. Darüber hinaus sind die Produktvorteile auf dem Weg zum sogenannten Next Generation Network (NGN; Reduzierung der Anschaffungs- und laufenden Kosten, geringere Raumkapazitäten notwendig) unbestritten. Darin begründet sich nach unserer Einschätzung das Potenzial - vor dem Hintergrund einer erreichten Marktsättigung der traditionellen (analogen) Vermittlungstechnik - dass aus dem Streben nach Konvergenz der einzelnen Übertragungstechniken ein echter Wachstumstreiber für die Produkte von TELES (Gateways, Switches) entsteht.

Marktschätzungen

Markt	Marktwachstum / Marktvolumen	Quelle
- VoIP-Nutzer (USA)	CAGR 2008-2011: 20% (auf 32,3 Mio. Nutzer in 2011)	Telecom Industry Association, 2008
- VoIP-Provider (USA)	CAGR 2008-2011: 19% (auf 10 Mrd. USD in 2011)	Telecom Industry Association, 2008
- VoIP-Nutzer (Westeuropa)	CAGR 2007-2011: 31% (auf 61 Mio. Nutzer in 2011)	TeleGeograph Research, 2005
- VoIP-Provider (Westeuropa)	CAGR 2007-2011: 29% (auf 5,4 Mrd. Euro in 2011)	TeleGeograph Research, 2005
- VoIP- und IMS-Ausrüster-Markt (global)	2006-2010: Verdopplung des Volumens auf 6,8 Mrd. USD	Infoneticis, 2007
- Soft-Switch und Media Gateway Markt (global)	CAGR 2004-2009: 47% (auf 9,3 Mrd. USD in 2009)	IDC, 2005
- NGN-Switch Ausrüstermarkt (EMEA)	Marktvolumen 2011: 8,3 Mrd. USD	Gartner, 2007

Wettbewerb bremst Wachstumsdynamik

Starke Wettbewerber sind u.E. der limitierende Faktor

Die größte Limitierung für TELES sehen wir jedoch in der zu geringen Produktdifferenzierung gegenüber den ungleich kapital- und vertriebsstärkeren internationalen Wettbewerbern (u.a. Alcatel, Cisco, Nortel). Hier wird es u.E. auch zukünftig schwer bleiben, die Vorteile der eigenen Produkte und der maßgeschneiderten Serviceleistungen neben denen der Wettbewerber erfolgreich beim Kunden zu platzieren.

Spürbare Umsatzbelebung erwartet

Zweistelliges Umsatzwachstum erwartet

Insgesamt rechnen wir für den Detailplanungszeitraum 2008 bis 2009 damit, dass TELES nur unter der Wachstumsrate des Gesamtmarktes wachsen wird. Konkret erwarten wir im laufenden Jahr beim Konzernumsatz ein Wachstum von 16% auf 22,3 (alt: 23,2) Mio. Euro. In Folge einer erwarteten stärkeren Marktdurchdringung der Class 5 Soft-Switch-Lösungen in 2009 rechnen wir auf Konzernebene mit einem Umsatzwachstum von 19% auf 26,5 (alt: 31,1) Mio. Euro.

TELES						
Prognosen ausgewählter Kennziffern der Gewinn- und Verlustrechnung						
Einheit : Geschäftsjahresende : Rechnungslegungsstandard :	in Mio. Euro		2008e		2009e	
	31. Dez	IFRS	2007 berichtet	2007 prognostiziert	alt	neu
Umsatzerlöse	19,2	20,0*	23,2	22,3	31,1	26,5
Veränderung ggü. Vorjahr	0,4%	4,3%	20,6%	15,7%	39,6%	19,0%
EBIT	-12,9	-11,2*	-7,6	-10,7	-4,4	-8,7
in % vom Umsatz	-67,1%	-56,0%	-32,8%	-48,1%	-14,1%	-32,9%
Finanzergebnis	22,5	22,9	4,9	1,8	4,9	1,5
in % vom EBIT	-174,8%	-204,5%	-64,5%	-16,5%	-111,4%	-17,1%
Konzernergebnis	2,5	6,3	-2,8	-8,9	0,5	-7,2
in % vom Umsatz	13,1%	31,5%	-12,1%	-40,1%	1,6%	-27,2%
Aktienanzahl (in Mio. Stück; exklusive eigene Aktien)	21,1	21,1	21,1	21,1	21,1	21,1
Ergebnis je Aktie in Euro	0,12	5,22	-0,13	-0,42	0,02	-0,34

Quelle: Independent Research; TELES

* bereinigt um Beiträge des verkauften Geschäftsbereichs TWB1

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

Schrittweiser Abbau der Fehlbeträge

Operative Verbesserungen durch Skaleneffekte

Operativ sehen wir auf Sicht der kommenden zwei Jahre Verbesserungen gegenüber dem abgelaufenen Jahr. Während die Kostenbasis in der TIPR Division nach unserer Einschätzung auf konstant hohem Niveau liegen wird, rechnen wir mit ersten Skaleneffekten auf Konzernebene - insbesondere bei den Herstellungskosten sowie Verwaltung und Vertrieb - in Folge der Umsatzverbesserung im TCS-Segment. Da jedoch den in der MS Division verbuchten Holdingkosten naturgemäß keine Umsatzerlöse gegenüberstehen, wird TELES auf Konzernebene weiterhin operativ rote Zahlen schreiben. Insgesamt sehen wir jedoch gegenüber 2007 eine stufenweise Verbesserung beim Konzern-EBIT 2008 auf -10,7 (alt: -7,6) Mio. Euro und 2009 auf -8,7 (alt: -4,4) Mio. Euro. Beim EpS prognostizieren wir neu für 2008 -0,42 (alt: -0,13) Euro und für 2009 -0,34 (alt: 0,02) Euro.

Aktueller Cashbestand (ohne freenet) bis Ende 2008 aufgebraucht

Auf Grund der erwarteten hohen Cash-Abflüsse aus dem operativen Geschäft rechnen wir mit einem Finanzierungsbedarf Ende 2008. Um die notwendige Liquidität wieder herzustellen, können einerseits die freenet-Aktien (anteilig) verkauft werden oder die Aufnahme von Fremdkapital beschlossen werden.

Bewertungsmodell und Bewertungsparameter

Bewertung

Zur Bewertung der TELES AG verwenden wir das Discounted Cash Flow (DCF-) Modell. Das verwendete DCF-Modell verfügt über einen dreistufigen Aufbau. In der Phase I rechnen wir mit detaillierten Prognosen innerhalb des Prognosezeitraums 2008 bis 2009. Die Phase II umfasst den Zeitraum 2009 bis 2017. Hier gehen wir von einem von 15% auf 7,5% absinkenden Wachstum der Umsatzerlöse und einer sich stetig auf 10% verbessernden EBIT-Marge aus. In der Phase III rechnen wir konservativ mit einer Steigerung des Free Cash Flows in Höhe von 2,0% p.a. und einer konstanten EBIT-Marge auf dem Niveau des Bewertungsjahres 2017.

Unser fundamental kalkuliertes Beta beträgt 1,2 (alt: 1,3). Die langfristige Eigenkapitalquote setzen wir mit neu 75% (alt: 85%) an. Für die risikofreie Rendite verwenden wir 4,5%, unser Tax-Shield beträgt weiterhin 30,0%. Durch die angepassten Prämissen ergibt sich nun ein WACC von 11,4% (alt: 13,2%).

Fairer Wert je Aktie 2,25 (alt: 3,20) Euro

Die DCF-Bewertung ergibt einen fairen Wert je Aktie von 2,25 (alt: 3,20) Euro. Ursachen für den niedrigeren fairen Wert der Aktie sind der durch die Dividendenausschüttung deutlich verringerte Bestand an liquiden Mitteln und die gesunkene Marktbewertung der freenet-Aktien. Insgesamt haben wir den Wert des operativen Geschäfts mit 1,6 (alt: 0,8) Mio. Euro ermittelt. Wesentlich zum Marktwert des Eigenkapitals (47,6 Mio. Euro) tragen weiterhin die freenet-Beteiligung sowie die liquiden Mittel (7,6 Mio. Euro) bei. Wegen der im Vergleich zu den liquiden Mitteln geringeren Liquidität und Wertstabilität der freenet-Aktie nehmen wir bei unserer Kurszielberechnung einen Abschlag von 10% auf den Marktwert der freenet-Aktien vor (Marktwert: 43,9 Mio. Euro; risikoadjustierter Marktwert: 39,5 Mio. Euro). Bei einem fairen Wert inklusive Abschlag auf die Marktbewertung der freenet-Beteiligung von 2,25 Euro passen wir unser Kursziel auf 2,25 (alt: 3,20) Euro an.

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

DCF-Modell TELES										
in Mio. Euro	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e
Umsatz	22,3	26,5	30,5	35,1	38,6	42,4	46,7	51,3	55,2	59,3
Wachstum Umsatz	15,7%	19,0%	15,0%	15,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	7,5%	7,5%
EBIT-Marge	-48,1%	-32,9%	-10,0%	-5,0%	0,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
EBIT	-10,7	-8,7	-3,0	-1,8	0,0	4,2	4,7	5,1	5,5	5,9
- Ertragsteuern (ohne latente Steuern)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,6
+ Abschreibungen	1,1	1,1	1,5	1,8	1,9	2,1	2,3	2,6	2,8	3,0
+/- Veränderung langfristiger 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	-9,6	-7,6	-1,5	0,0	1,9	6,0	6,6	7,2	7,7	8,3
-/+ Investitionen in das Nettoumlaufvermögen	0,8	-0,2	-1,4	-1,1	-1,2	-1,3	-1,4	-1,2	-1,2	-1,4
-/+ Investitionen in das Anlagevermögen	-1,1	-1,3	-1,4	-1,6	-1,7	-1,9	-1,9	-2,1	-2,2	-2,4
Free Cash Flow	-9,9	-9,1	-4,3	-2,6	-1,0	2,8	3,3	4,0	4,3	4,5
Barwerte	-9,1	-7,5	-3,1	-1,7	-0,6	1,5	1,5	1,7	1,6	1,5
Summe Barwerte	-14,3									
Terminalwert	15,9									
Wert des operativen Geschäfts	1,6									
+ liquide Mittel	7,6									
- Finanzverschuldung	-1,1									
+ risikoadjustierter Marktwert der freenet-Aktien*	39,5									
Marktwert Eigenkapital	47,6									
Anzahl der Aktien in Mio. Stück	21,130									
Kurs in Euro	2,25									

in % vom Gesamtwert : 988%

Modell-Parameter / Entity-DCF-Modell:			
langfristige Bilanzstruktur ->	Eigenkapital:	75%	Fremdkapital : 25%
risikofreie Rendite :	4,5%	Beta :	1,2
		Risikoprämie:	8,0%
		Zins EK :	13,9%
		Risikoprämie FK :	1,0%
		Tax-Shield :	30,0%
		Zins FK :	3,9%
Wachstumsr. FCF :	2,0%	WACC :	11,4%
		Datum :	17.04.08

Quelle: Independent Research

* 3,565 Mio. freenet-Aktien bewertet zum Schlusskurs des 17.04.2008 abzüglich Risikoabschlag (10%)

Sensitivitätsanalyse

Um zu zeigen wie sich der Unternehmenswert in Abhängigkeit des Wachstums des Free Cash Flow und von Veränderungen des Diskontierungssatzes (WACC) in der Phase III entwickelt, haben wir eine Sensitivitätsanalyse vorgenommen.

Sensitivitätsanalyse (in Euro)					
		Diskontierungszinssatz			
		10,9%	11,4%	11,9%	12,4%
Wachstum	2,0%	2,34	2,25	2,18	2,11
	2,5%	2,40	2,30	2,22	2,14
	3,0%	2,46	2,35	2,26	2,18
	3,5%	2,53	2,41	2,31	2,22

Quelle: Independent Research

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

TELES							
Ausgewählte Kennzahlen							
	Einheit : in Mio. Euro						
	Geschäftsjahresende : 31. Dez	2004*	2005*	2006	2007	2008e	2009e
	Rechnungslegungsstandard : IFRS						
GuV-Kennzahlen							
Umsatz (in Mio. Euro)		24,59	25,38	19,17	19,24	22,27	26,50
EBITDA-Marge		14,4%	-44,7%	-52,7%	-60,9%	-43,1%	-28,9%
EBIT-Marge		-15,8%	-51,0%	-57,4%	-66,9%	-48,1%	-32,9%
Nettorendite		8,8%	435,2%	-88,2%	13,1%	-40,1%	-27,2%
Abschreibungsquote		30,2%	6,3%	4,7%	6,0%	5,0%	4,0%
Operative Kosten / Umsatz		72,4%	88,4%	114,7%	114,6%	103,4%	90,8%
Zinsdeckungsgrad		neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Kapitalrentabilitäts-Kennzahlen							
Eigenkapitalrendite (ROE)		neg.	neg.	neg.	11,5%	neg.	neg.
ROCE		neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
ROI		neg.	neg.	neg.	9,6%	neg.	neg.
Bilanzkennzahlen							
Eigenkapitalquote		33,0%	83,1%	93,3%	83,4%	80,9%	78,5%
Anlagendeckungsgrad		127,7%	186,6%	160,6%	111,0%	96,7%	84,9%
Anlagenintensität		25,9%	44,5%	58,1%	75,1%	83,7%	92,5%
Forderungen / Umsatz		25,3%	17,7%	19,6%	25,4%	21,0%	18,0%
Capex / Abschreibungen		137,3%	129,8%	71,7%	87,7%	98,8%	117,9%
Capex / Umsatz		41,5%	8,2%	3,3%	5,2%	4,9%	4,7%
Working Capital-Quote		-1,3%	28,3%	42,6%	43,4%	33,0%	28,0%
Kennziffern je Aktie (in Euro)							
Ergebnis je Aktie		0,10	5,22	-0,80	0,12	-0,42	-0,34
Free Cash Flow je Aktie		0,25	2,23	-0,70	0,41	-0,40	-0,37
Dividende je Aktie		0,00	1,09	2,00	0,00	0,00	0,00
Cash je Aktie		2,40	3,55	1,95	0,36	-0,03	-0,40
Buchwert je Aktie		1,42	6,39	6,06	3,33	2,91	2,58
Bewertungskennzahlen							
EV / Umsatz		2,1	1,1	1,3	2,8	1,8	1,5
EV / EBITDA		neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
EV / EBIT		neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
KGV		48,0	0,9	neg.	24,8	neg.	neg.
KBV		3,4	0,8	0,5	0,9	0,7	0,8
KCV		18,9	2,2	neg.	7,1	neg.	neg.
KUV		4,1	4,0	3,4	3,2	2,2	1,8
Dividendenrendite		0,0%	22,7%	64,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Quelle: Independent Research; TELES

* inklusive des in 2007 verkauften Geschäftsbereichs TWBI

TELES						
Gewinn- und Verlustrechnung						
Einheit : in Mio. Euro Geschäftsjahresende : 31. Dez Rechnungslegungsstandard : IFRS	2004*	2005*	2006	2007	2008e	2009e
Umsatz	24,6	25,4	19,2	19,2	22,3	26,5
Veränderung ggü. Vorjahr	-	3,2%	-24,4%	0,4%	15,7%	19,0%
Herstellungskosten	0,4	0,6	0,4	0,5	0,4	0,4
in % vom Umsatz	1,7%	2,4%	2,1%	2,6%	2,0%	1,6%
Rohertrag	14,1	9,6	11,5	9,7	12,8	15,9
Rohertragsmarge	0,6	0,4	0,6	0,5	0,6	0,6
Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen	4,5	5,5	5,1	5,9	6,1	6,4
in % vom Umsatz	18,4%	21,5%	26,9%	30,9%	27,4%	24,2%
Vertriebs- und Marketingaufwendungen	8,2	12,0	6,9	6,2	6,5	7,2
in % vom Umsatz	33,3%	47,4%	36,0%	32,0%	29,3%	27,3%
Verwaltungsaufwendungen	5,1	4,9	10,0	10,0	10,4	10,4
in % vom Umsatz	20,7%	19,5%	51,9%	51,7%	46,7%	39,3%
Aufwendungen aus Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen	0,2	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2
in % vom Umsatz	0,7%	1,1%	1,5%	0,9%	0,9%	0,8%
Sonstige Erträge	0,1	0,2	0,1	0,2	0,3	0,3
in % vom Umsatz	0,2%	0,8%	0,7%	1,3%	1,3%	1,1%
Sonstige Aufwendungen	0,0	0,1	0,4	0,6	0,6	0,6
in % vom Umsatz	0,2%	0,2%	1,9%	3,0%	2,7%	2,3%
EBIT	-3,9	-12,9	-11,0	-12,9	-10,7	-8,7
EBIT-Marge	-15,8%	-51,0%	-57,4%	-66,9%	-48,1%	-32,9%
Finanzergebnis	0,6	2,1	-8,1	22,5	1,8	1,5
Ergebnis vor Ertragsteuern	-3,3	-10,9	-14,5	9,6	-8,9	-7,2
EBT-Marge	-13,6%	-42,9%	-75,7%	50,1%	-40,1%	-27,2%
Ertragsteuern	-2,2	0,4	-0,4	1,6	0,0	0,0
in % vom Umsatz	-9,1%	1,4%	-2,0%	8,1%	0,0%	0,0%
Ergebnis aus fortgeführten Geschäftsbereichen	-1,1	-11,2	-7,7	8,1	-8,9	-7,2
Ergebnis aus aufgegebenen Geschäftsbereichen	3,3	121,7	-9,2	-5,6	0,0	0,0
Anteile anderer Gesellschafter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoergebnis	2,2	110,4	-16,9	2,5	-8,9	-7,2
in % vom Umsatz	8,8%	435,2%	-88,2%	13,1%	-40,1%	-27,2%
Anzahl der Aktien (in Mio. Stück; exklusive eigene Aktien)	20,8	21,0	21,1	21,1	21,1	21,1
Ergebnis je Aktie (in Euro)	0,10	5,22	-0,80	0,12	-0,42	-0,34
Dividende je Aktie (in Euro)	0,00	1,09	2,00	0,00	0,00	0,00

Quelle: Independent Research; TELES

* inklusive des in 2007 verkauften Geschäftsbereichs TWBI

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

TELES							
Bilanz							
	Einheit : in Mio. Euro	2004*	2005*	2006	2007	2008e	2009e
	Geschäftsjahresende : 31. Dez						
	Rechnungslegungsstandard : IFRS						
AKTIVA							
Sachanlagen		13,8	1,4	1,2	1,5	1,6	1,9
Immaterielle Vermögenswerte		1,5	0,2	0,1	2,6	2,9	3,2
Aktive latente Steuern		4,5	3,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Zur Veräußerung verfügbare finanzielle Vermögenswerte		0,0	65,8	76,8	57,0	57,0	57,0
Sonstige finanzielle Vermögenswerte		0,1	0,7	1,6	2,2	2,2	2,2
Sonstige langfristige Vermögenswerte		3,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Langfristige Vermögenswerte		23,2	71,8	79,8	63,3	63,7	64,3
Vorräte		4,7	4,6	6,1	5,2	4,9	5,3
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen		6,2	4,5	3,8	4,9	4,7	4,8
Sonstige finanzielle Vermögenswerte		0,0	0,0	0,7	0,0	0,2	0,2
Forderungen aus Ertragsteuern		1,5	3,5	4,2	1,2	1,2	1,2
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte		4,2	2,5	1,8	0,8	0,9	1,0
Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente		50,0	74,3	41,1	7,6	-0,7	-8,5
Vermögenswerte (zur Veräußerung gehalt. Gruppe)		0,0	0,0	0,0	1,2	1,2	1,2
Kurzfristige Vermögenswerte		66,6	89,4	57,6	21,0	12,4	5,2
Summe Aktiva		89,8	161,2	137,4	84,3	76,1	69,5
PASSIVA							
Gezeichnetes Kapital		22,9	23,3	23,3	23,3	23,3	23,3
Kapitalrücklage		23,1	6,2	6,4	6,6	6,8	7,0
Rücklage für Zeitbewertung		0,0	10,5	21,3	2,9	2,9	2,9
Bilanzgewinn		5,3	115,7	98,8	59,1	50,1	42,9
Eigene Aktien (jeweils 2.174.493 und 2.174.493)		-21,7	-21,7	-21,7	-21,7	-21,7	-21,7
Sonstige Veränderungen des Eigenkapitals		0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1
Anteile der Gesellschafter des Mutterunternehmens		29,6	134,0	128,1	70,3	61,6	54,5
Anteile anderer Gesellschafter		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigenkapital gesamt		29,6	134,0	128,1	70,3	61,6	54,5
Wandelschuldverschreibungen		0,9	0,9	0,9	0,2	0,2	0,2
Langfristige Rückstellungen		0,0	0,0	1,6	1,6	1,6	1,6
Passive latente Steuern		0,6	1,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Rückstellungen für Rückbauverpflichtungen		0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten		2,3	0,3	0,3	1,7	1,7	1,7
Langfristige Verbindlichkeiten		4,4	2,8	2,9	3,5	3,5	3,5
Wandelschuldverschreibung		0,0	0,0	0,0	0,9	0,9	0,9
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen		11,2	1,9	1,7	1,8	2,2	2,7
Rückstellungen für Ertragsteuern		1,5	1,2	0,3	0,5	0,5	0,5
Sonstige Rückstellungen		0,8	0,5	1,3	1,3	1,3	1,3
Erhaltene Vorauszahlungen		15,1	0,1	0,4	0,5	0,5	0,5
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten		27,2	20,8	2,7	4,8	4,8	4,8
Verbindlichkeiten (zur Veräußerung gehalt. Gruppe)		0,0	0,0	0,0	0,8	0,8	0,8
Kurzfristige Verbindlichkeiten		55,8	24,4	6,4	10,5	11,0	11,4
Summe Passiva		89,8	161,2	137,4	84,3	76,1	69,5

Quelle: Independent Research; TELES

* inklusive des in 2007 verkauften Geschäftsbereichs TWBI

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

TELES						
Kapitalflussrechnung						
Einheit : in Mio. Euro Geschäftsjahresende : 31. Dez Rechnungslegungsstandard : IFRS	2004*	2005*	2006	2007	2008e	2009e
Jahresüberschuss	2,2	110,4	-16,9	2,5	-8,9	-7,2
Anpassung des Jahresüberschusses an den operativen Cash	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnis aus Entkonsolidierung	0,0	-127,0	0,0	-0,1	0,0	0,0
Ergebnis aus zur Veräußerung gehaltenen Geschäftsbereichen	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0
Ertragsteuern	2,8	4,1	2,4	1,6	0,0	0,0
Finanzergebnis:						
Erhaltene Dividende	0,0	-0,3	0,0	-21,4	-1,8	-1,8
Zinsergebnis	-0,6	-2,0	-1,3	-1,3	0,0	0,3
Sonstiges	0,0	0,0	-1,6	0,2	0,0	0,0
Mitarbeiterbeteiligungsprogramme	0,3	0,8	0,3	0,2	0,2	0,2
Wertberichtigungen auf Forderungen	-1,3	0,7	-0,1	-0,4	0,0	0,0
Erträge aus Investitionsförderung	-0,4	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
Abschreibungen auf Sachanlagen	4,8	1,1	0,8	1,0	0,9	0,8
Abschreibungen auf Immaterielle Vermögenswerte	2,6	0,5	0,1	0,1	0,2	0,3
Verluste aus Abgang von Anlagevermögen	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Effekte aus nicht zahlungswirksamen Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderungen sonstiger Bilanzposten (ohne Veränderungen						
Vorräte	-0,1	-0,3	-1,7	1,0	0,3	-0,4
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	3,2	-1,8	0,8	-1,5	0,2	-0,1
Andere kurzfristige Vermögenswerte und						
Rechnungsabgrenzungsposten	-2,8	-1,8	0,1	1,8	-0,2	-0,1
Kurzfristige Verbindlichkeiten	2,2	0,6	-0,1	0,0	0,5	0,4
Rückstellungen und sonstige Verbindlichkeiten	3,5	0,8	3,0	2,4	0,0	0,0
Erhaltene Ertragsteuern	1,0	0,0	1,2	3,4	0,0	0,0
Gezahlte Ertragsteuern	0,0	-3,3	-3,2	-1,6	0,0	0,0
Erhaltene Zinsen	0,5	1,9	1,3	1,2	0,1	0,0
Gezahlte Zinsen	-2,6	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,3
Mittelabfluss aus operativer Geschäftstätigkeit	15,3	-15,5	-14,9	-10,9	-8,6	-7,9
Rückzahlung von Darlehen aus dem Mitarbeiterbeteiligungs-						
programm	0,1	0,1	0,1	0,2	0,0	0,0
Erlöse aus dem Verkauf von Anlagevermögen	0,1	0,1	0,0	0,2	0,0	0,0
Erwerb von Sachanlagen	-9,9	-1,8	-0,6	-0,9	-1,0	-1,1
Erwerb von Immateriellen Vermögenswerten	-0,4	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2
Erhaltene Dividendenzahlungen	0,0	0,3	0,0	21,4	1,8	1,8
Besserungsrecht	0,0	0,0	0,4	0,3	0,0	0,0
Kauf/Verkauf von Tochtergesell. abzgl. abgehender Kasse	0,0	63,9	0,2	-1,1	-0,4	-0,4
Kassenbestand der zur Veräußerung gehalt. Gruppe	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,0	0,0
Mittelzufluss aus Investitionstätigkeit	-10,1	62,2	0,1	19,7	0,3	0,1
Rückzahlung an Aktionäre aufgrund der Kapitalherabsetzung	0,0	-22,5	-18,3	0,0	0,0	0,0
Mittelabfluss Kapitalertragsteuer Kapitalherabsetzung	0,0	-0,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Mittelabfluss aus der Rücknahme von						
Mitarbeiterwandelschuldverschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Einzahlung aus der Ausübung von Mitarbeiteroptionen	0,2	0,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Erwerb eigener Aktien	-6,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gezahlte Dividende	0,0	0,0	0,0	-42,3	0,0	0,0
Sonstige Finanztätigkeit	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Mittelabfluss aus Finanztätigkeit	-5,8	-22,3	-18,3	-42,2	0,0	0,0
Nettoveränderung der Zahlungsmittel und						
Zahlungsmitteläquivalente	-0,5	24,4	-33,2	-33,5	-8,3	-7,8
Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente, Jahresbeginn	50,4	50,0	74,3	41,1	7,6	-0,7
Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente,						
Jahresende	50,0	74,3	41,1	7,6	-0,7	-8,5

Quelle: Independent Research; TELES

* inklusive des in 2007 verkauften Geschäftsbereichs TWBI

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

Disclaimer

Erläuterung Anlageurteil Aktien - Einzelemittenten -:

Kaufen:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Gewinn von mindestens 15% aufweisen.
Akkumulieren:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Gewinn zwischen 0% und 15% aufweisen.
Reduzieren:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Verlust zwischen 0% und 15% aufweisen.
Verkaufen:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Verlust von mindestens 15% 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 abgezinnten 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/Umsetzung, 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, Elliott-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 zur Konkretisierung der Organisationspflichten gemäß § 34b Abs.5, Abs.8 S.1 WpHG (<http://www.bafin.de>).

Mögliche Interessenkonflikte - Stand: 18.04.2008

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 **TELES 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: 18.04.2008

**Independent Research GmbH
Senckenberganlage 10-12
60325 Frankfurt**

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



Independent Research

Senckenberganlage 10-12
60325 Frankfurt am Main

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