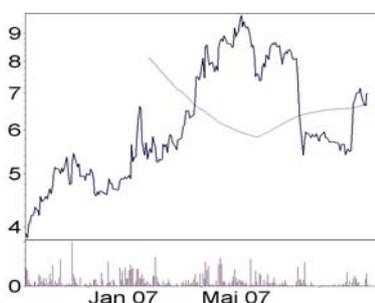


Akt. Kurs (25.10.07, 09:09, Ffm): 6,85 EUR – Einschätzung: **Halten (---)** – Kursziel 12 Monate: **7,20 (---) EUR**

**Branche:** Telekommunikation  
**Land:** Deutschland  
**ISIN:** DE000A0JJ3E1  
**Reuters:** KT8.DE  
**Bloomberg:** KT8

	Hoch	Tief
<b>Kurs 12 Mon.:</b>	9,70 €	3,90 €
<b>Aktueller Kurs:</b>	6,85 €	
<b>Aktienzahl ges.:</b>	4.039.999	
<b>Streubesitz:</b>	25,0%	
<b>Marktkapitalis.:</b>	27,7 Mio. €	



Quelle: Market-Maker

#### Kennzahlen

	2005	2006	2007e	2008e
<b>Umsatz</b>	16,0	20,5	21,0	26,2
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>EBIT</b>	-0,6	-7,6	-2,3	1,1
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>Jahresüb.</b>	-0,7	-8,9	-2,3	1,0
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>Erg./Aktie</b>	-0,19	-2,39	-0,59	0,24
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>Dividende</b>	0,00	0,00	0,00	0,10
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>KGV</b>	neg.	neg.	neg.	28,0
<b>Div.rendite</b>	0,0%	0,0%	0,0%	1,5%

Angaben in Mio. Euro

Erg./Aktie und Dividende in Euro

#### Analyst:

Alexander Langhorst

Tel.: 0211 / 17 93 74 - 0

Fax: 0211 / 17 93 74 - 44

a.langhorst@gsc-research.de

## Executive Summary

**Führender Anbieter medienübergreifender Auskunftsdienste.** Die klickTel AG ist in den Geschäftsbereichen Software und Werbevertrieb aktiv und durch ihre Ursprünge zu Beginn der 1990er Jahre ein Pionier im Bereich der digitalen und mobilen Auskunft. Heute zählt klickTel zu den führenden Anbietern medienübergreifender Telefon- und Branchenbüchern in Deutschland und bietet verschiedene Auskunftsservices rund um die mobile lokale Suche an.

**Online-Verzeichnisse stärkstes Wachstumssegment im „Gelbe-Seiten“-Markt.** Mit einer Nutzungsquote von 92 Prozent aller Deutschen über 14 Jahre weisen Verzeichnismedien einen sehr hohen Nutzungsgrad auf. Nach wie vor wird der rund 1,1 Milliarden Euro umfassende Markt von Printangeboten wie dem Telefonbuch dominiert, wobei nach einer Erhebung des Branchenverbandes (VDAV) inzwischen immerhin 25 Prozent aller Nutzer auf Verzeichnisdienste im Internet zurückgreifen. Damit haben Online-Angebote ihren Nutzungsanteil ausgehend von 7 Prozent in 2001 mehr als verdreifacht und weisen damit die höchsten Zuwachsraten im Verzeichnisdienstemarkt auf.

**Nutzergruppen der Online-Verzeichnismedien besonders attraktiv.** Aus Sicht der Anbieter ist das Online-Segment des „Gelbe-Seiten“-Marktes besonders attraktiv, da vor allem jüngere Altersgruppen mit höherem Bildungsniveau und Einkommen diese Dienste in Anspruch nehmen. Zudem steigt die Zahl der Exklusivnutzer, die sich bei ihrer Suche allein auf dieses Angebot stützen, innerhalb dieser Gruppe immer weiter an. Neben dem zu erwartenden weiteren Wachstum der Bedeutung von Online-Angeboten ergibt sich zusätzliches Marktpotenzial aus dem bislang in Deutschland noch sehr geringen Werbeaufkommen in diesem Segment, das aktuell lediglich 6,5 Prozent des Gesamtmarktes erreicht und damit deutlich unter den Werten zwischen gut 20 und fast 30 Prozent in vergleichbaren europäischen Märkten liegt.

**Erfolgreiche Fokussierung auf das Geschäftsfeld Werbevertrieb.** Nach dem Rückzug aus dem Navigations-Hardwaregeschäft zu Beginn des Jahres 2007 fokussiert sich klickTel auf den Bereich „Werbevertrieb“. Hier vermarktet klickTel das stark wachsende Produkt „klickTel infoEintrag“, der vor allem auf kleine und mittlere Unternehmen ausgerichtet ist. Hierzu wird mit den Kunden ein Zwei-Jahres-Vertrag geschlossen, der sich bei Nicht-Kündigung automatisch um jeweils ein bzw. zwei Jahre verlängert. Da hier ab dem zweiten Vertragsjahr sehr hohe Deckungsbeiträge entstehen, liegt neben der Neukundenakquise in der Erhöhung der durchschnittlichen Verlängerungsquote über mehrere Jahre ein starker Ergebnishebel, woran klickTel entsprechend arbeitet.

**Rückkehr in die schwarzen Zahlen in 2008.** Im laufenden Jahr wird klickTel durch letztmalige Belastungen aus dem aufgegebenen Navigations-Bereich sowie Investitionen in Vertrieb und Marketing bei einem bedingt durch den wegfallenden Hardware-Umsatz nur leicht auf 21 Mio. Euro steigenden Umsatz noch einen Verlust ausweisen. Im kommenden Jahr dürften sich die getätigten Vertriebsinvestitionen in einem Wachstumsschub auf 26,2 Mio. Euro niederschlagen, was nach unserer Schätzung ein Nettoergebnis von gut 1,0 Mio. Euro bzw. 0,24 Euro je Aktie mit sich bringen wird.

**Aktie derzeit weitgehend fair bewertet.** Nach dem jüngsten Kursschub stufen wir klickTel bei einem Kursziel von 7,20 Euro als Halteposition ein. Das hohe KUV anderer börsennotierter Online-Verzeichnisdienste und die Kursausschläge bei immer wieder aufflammenden Übernahme-Gerüchten zeigen jedoch die spekulativen Chancen, die klickTel mit dem planmäßigen Erreichen der schwarzen Zahlen im kommenden Jahr fundamental untermauern kann. Zusätzliches Upside-Potenzial für die Aktie kann sich bei einem positiven Ausgang der gegen die Deutsche Telekom AG anhängigen Klagen ergeben.

## 1.) Markt und Wettbewerbsumfeld

### „Gelbe-Seiten-Markt“ bietet weiterhin sehr attraktives Umfeld

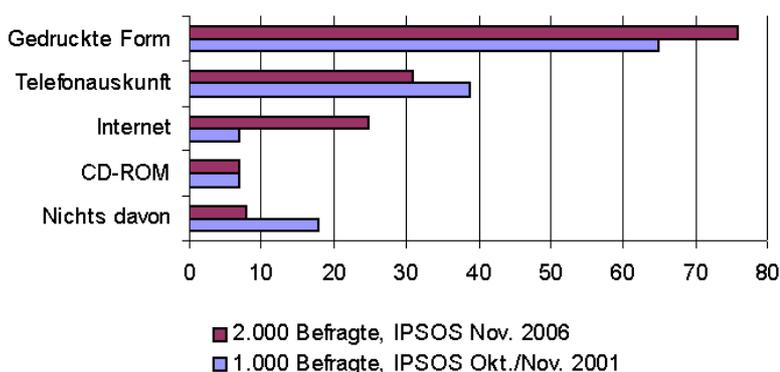
Die klickTel AG bewegt sich mit ihrem Kerngeschäftsfeld, den elektronischen Telefon- und Branchenbuchverzeichnissen, in einem insgesamt sehr attraktiven und auch volumemäßig nennenswerten Marktsegment. Gemäß einer Studie von Buxton Independent Consulting aus dem Jahre 2006 umfasste der für das Unternehmen relevante Markt im Inland in 2005 ein Umsatzvolumen von insgesamt 1,1 Milliarden Euro. Damit liegt Deutschland hinter Italien und Großbritannien mit einem Marktvolumen von jeweils rund 1,3 Milliarden Euro europaweit auf Rang 3.

Noch wichtiger aus Anbietersicht ist das Ergebnis einer Umfrage des Verbandes Deutscher Auskunft- und Verzeichnismedien e.V. (VDAV) aus dem Jahr 2006 zu bewerten, aus der hervorgeht, dass sich Verzeichnismedien in der Bevölkerung einer gleichbleibend hohen Nachfrage und Nutzung erfreuen. Gemäß dieser sog. IPSOS-Studie nutzen rund 92 Prozent der Deutschen über 14 Jahre regelmäßig Verzeichnismedien, so dass die Gesamtnutzerzahl eine Größenordnung von gut 60 Millionen erreicht. Drei von vier Befragten gaben an, diese Auskunftform sowohl beruflich wie auch privat zu nutzen.

### Online-Verzeichnisdienste besitzen erhebliches Wachstumspotenzial...

Dominiert wird die Nutzung von Verzeichnisdiensten in Deutschland mit 76 Prozent von den klassischen Printmedien, 31 Prozent der Befragten nutzen auch Sprachauskunftsdienste. 25 Prozent aller Befragten gaben an, Verzeichnisdienste im Internet zur Informationsbeschaffung zu nutzen. Verzeichnisse auf CD-ROM finden bei 7 Prozent der Befragten Verwendung. Die deutlichsten Zuwachsraten weisen dabei die Online-Angebote auf, die von den seit Jahren rückläufigen Kosten für den Internetzugang durch die starke Verbreitung von Flatrate-Tarifen profitieren. Dies erklärt den deutlichen Anstieg der Nutzung von Online-Verzeichnisdiensten, deren Akzeptanz sich von 7 Prozent im Jahre 2001 binnen sechs Jahren mehr als verdreifacht hat – bei weiter stark steigender Tendenz.

Nutzung von Verzeichnismedien - 2001 vs. 2006



Quelle: VDAV-Studie 2006

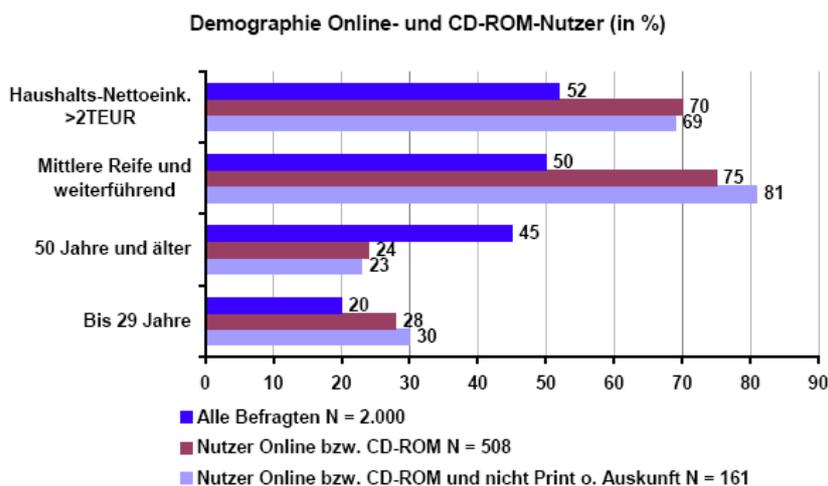
Ebenfalls zulegen konnten in diesem Zeitraum auch gedruckte Verzeichnisse mit einem Zuwachs von 17 Prozent, während sich das Medium „Telefonauskunft“ mit einem Minus um 21 Prozent deutlich rückläufig entwickelte. Der Anteil von CD-ROMs ist seit Jahren in etwa stabil.

Der Vorteil von Online-Verzeichnissen aus Nutzersicht liegt auf der Hand: Die gesuchte Information kann schneller und bequemer gefunden werden; hinzu kommt in zunehmendem Maße auch die Möglichkeit der Nutzung über mobile Plattformen wie PDA oder Blackberry. Für Unternehmen bieten Online-Verzeichnisse den Vorteil, sich mit Zusatzinformationen wie Fotos, Logos, Öffnungszeiten, Ansprechpartner, speziellen Services usw. detaillierter präsentieren zu können. Zudem profitieren Nutzer und Anbieter davon, dass die Einträge tagesaktuell angepasst werden können, während Print-Telefonbücher naturgemäß stets schnell „ein bisschen veraltet“ sind.

### ...vor allem bei jungen, kaufkräftigen Nutzern mit höherem Bildungsgrad

Bemerkenswert und aus Sicht der Anbieter von Online-Verzeichnisdiensten besonders erfreulich ist ein weiterer bereits im Rahmen der IPSOS-Studie von 2005 aufgedeckter Trend. So steigt die Priorität der Nutzung von Online-Verzeichnismedien mit jüngerem Alter, höherem Bildungsabschluss und höherem Haushaltseinkommen der befragten Personen deutlich an. Ferner steigt innerhalb der Gruppe der Online-Nutzer die Zahl der Exklusivnutzer solcher Angebote seit einigen Jahren deutlich an.

Lag der Anteil der reinen Online-Nutzer in 2003 noch bei 12,8 Prozent, konnte dieser in 2006 auf nunmehr 34,3 Prozent deutlich zulegen. Dieser Trend könnte sich künftig vor allem auf den Bereich der Printauskunftsmedien wachstumshemmend auswirken, die in der Vergangenheit bei ihrem Wachstum noch von den Komplementär-Nutzern profitierten – also solchen Nutzern, die neben der Verwendung von Online-Diensten trotzdem auch noch gedruckte Dienste genutzt haben. Bis zu einer „papierlosen Auskunfts-Welt“ ist es jedoch noch ein sehr langer Weg, so dass den Print-Anbietern noch genug Zeit für die sukzessive Ergänzung ihrer Geschäftsmodelle um eine Online-Strategie bleibt.



Quelle: VDAV-Studie 2005

### Werbemarkt bei Online-Verzeichnismedien im Inland deutlich ausbaufähig

Die zunehmende Akzeptanz der Online-Verzeichnismedien in der Gesamtbevölkerung und die hohe Affinität der aus Sicht der Wirtschaft besonders interessanten Zielgruppen der jüngeren Nutzer mit höherem Bildungsabschluss und höheren Haushaltseinkommen bieten der Branche zusätzliches Potenzial bei den Werbeeinnahmen. Hierbei geht es vor allem um sog. Eintragswerbung, also Werbung, die von den im Verzeichnis aufgeführten Unternehmen selbst geschaltet wird, um prominenter platziert zu werden und den Nutzern des Online-Angebots einen noch besseren Überblick über das eigene Leistungsspektrum zu liefern.

Neben der auch künftig zu erwartenden steigenden Akzeptanz der Online-Verzeichnismedien bietet der deutsche Markt bei den realisierbaren Werbeeinnahmen im Vergleich zu anderen europäischen Märkten noch erhebliches Aufholpotenzial. Nach einer Erhebung durch Buxton Independent Consulting aus dem Jahre 2006 werden beispielsweise in Ländern wie Österreich und Frankreich bereits heute 28,5 bzw. 22,8 Prozent der gesamten Werbeumsätze im „Gelbe-Seiten-Markt“ mit Verzeichnismedien im Internet erzielt. Im Vergleich hierzu liegt die Quote in Deutschland erst bei 6,5 Prozent.

Mittelfristig sollte nach Ansicht von Marktbeobachtern auch im Inland eine vergleichbare Quote erreicht werden können. Verbunden mit der erwarteten weiteren Zunahme der Akzeptanz beim Endnutzer besteht daher hierzulande in den kommenden Jahren erhebliches Wachstumspotenzial für die Branche.

### Wettbewerbsumfeld: Telekom als klarer Platzhirsch im Printbereich, ...

Das Wettbewerbsumfeld in Deutschland wird dominiert von der zur Deutschen Telekom gehörenden **DeTeMedien GmbH** ([www.detemedien.de](http://www.detemedien.de)) als Herausgeber und Verleger des klassischen Telefonbuchs („DasTelefonbuch“) sowie der Publikationen „DasÖrtliche“ und „GelbeSeiten“, die das gesamte Bundesgebiet abdecken. Diese werden in einer Auflage von jeweils rund 100 Millionen Printexemplaren publiziert und auch über eine Online-Datenbank bzw. über CD-ROM verfügbar. Die DeTeMedien ist mit einem jährlichen Umsatzvolumen von rund einer Milliarde Euro klarer Marktführer für gedruckte Auskunftsverzeichnisse in Deutschland.

Sehr stark bei der Telefonauskunft positioniert ist die in Martinsried bei München ansässige und seit 1999 börsennotierte **telegate AG** ([www.telegate.de](http://www.telegate.de)). telegate bietet unter der Servicenummer 11880 eine Vielzahl von Leistungen wie Inlands- und Auslandsauskunft für Fest- und Mobilfunknetze, die Weitervermittlung an mehrere Tausend Hotlines sowie Telefon- und Adress-Auskünfte per Post und Fax an und ist hier die Nummer zwei im Markt nach der Deutschen Telekom. Neben den klassischen Auskunftsdiensten setzt telegate inzwischen verstärkt auf innovative Mehrwert-Services wie den Dienst „map & route“, bei welchem der Anrufer die angefragten Daten direkt auf Handy oder Blackberry übertragen lassen kann und via WAP-Link einen Umgebungsplan erhält, der zur Suche nach weiteren „points of interest“ in der Umgebung genutzt werden kann.

Über das Portal [www.11880.com](http://www.11880.com) bietet telegate seine Auskunftsleistungen zur lokalen Teilnehmer- und Branchensuche seit September 2005 auch via Internet an. Angaben zu den Umsatz- und Ergebnisbeiträgen dieses Segments will telegate erstmals Anfang des kommenden Jahres machen. Insgesamt erzielte telegate in 2006 bei Umsatzerlösen von 178,9 Mio. Euro einen Jahresüberschuss von 6,0 Mio. Euro bzw. 0,29 Euro je Aktie. Da telegate neben dem profitablen Telefonauskunftsgeschäft mit dem italienischen „Gelbe-Seiten“-Konzern Seat Pagine Gialle über einen sehr kapitalkräftigen Großaktionär (Anteil 77,4 Prozent) verfügt, dürfte telegate im Bereich der Online-Auskunftsdienste mittelfristig ebenfalls zu einem ernstzunehmenden Wettbewerber werden.

Das einzige ausschließlich auf das Online-Segment fokussierte börsennotierte deutsche Unternehmen neben klickTel ist die **GoYellow Media AG** ([www.goyellow-media.de](http://www.goyellow-media.de)), die aus dem Telekommunikations-Dienstleister varetis hervorging und über ihre Tochter GoYellow GmbH ebenfalls ein Online-Branchenbuch betreibt. Trotz massiver Investitionen in Marketing und Vertrieb kam der Umsatz des inzwischen vom einstigen telegate-Gründer Klaus Harisch geleiteten Unternehmens in 2006 nicht über 2,86 (Vj. 3,22) Mio. Euro hinaus, während die Verluste sich auf 19,7 (24,2) Mio. Euro türmten, was die Liquidität des Unternehmens bis Ende 2006 auf nur noch 2,6 Mio. Euro abschmelzen ließ.

Im April 2007 beteiligten sich dann 16 deutsche Gelbe-Seiten-Verlage mit insgesamt 10 Prozent an der GoYellow GmbH. Der Kaufpreis betrug eine Million Euro; ferner zahlten die Verlage eine einmalige Lizenzgebühr von 5 Mio. Euro und erhielten damit ein exklusives Vertriebsrecht und garantierten der GoYellow GmbH bis Ende 2008 einen Mindestumsatz von 6 Mio. Euro. Als außenstehendem Beobachter drängt sich der Eindruck auf, dass der Platzhirsch DeTeMedien hier durch die Hintertür ins Haus kommt und die börsennotierte GoYellow AG bzw. deren Tochter als Vehikel zum Ausbau der eigenen Online-Aktivitäten nutzt.

Neben diesen Anbietern sind im Bereich der elektronischen Verzeichnismedien lediglich eine Reihe von kleinen, eher als mittelständisch einzustufenden Unternehmen aktiv. So bietet etwa die in Bochum ansässige **G DATA Software AG** ([www.g-data.de](http://www.g-data.de)) unter dem Produktnamen „Powerinfo“ Auskunftsverzeichnisse über CD-ROM und DVD an; allerdings liegt der Schwerpunkt der Geschäftstätigkeit von G DATA im Bereich der Virenschutzsoftware liegt. Inzwischen entwickelt G DATA die für die Auskunftsverzeichnisse erforderliche Software auch nicht mehr selbst und ist auf diesem Gebiet Lizenznehmer von DeTeMedien. Der Marktanteil bei den elektronischen Verzeichnismedien liegt nach Angaben des Unternehmens unter 10 Prozent.

Für erwähnenswert halten wir darüber hinaus noch die in Karlsruhe beheimatete **Yellow-Map AG** ([www.yellowmap.de](http://www.yellowmap.de)), die im Herbst 1999 gegründet wurde und im Markt der so genannten „Location Based Services“ (ortsabhängige Dienste) eine führende Rolle anstrebt. Schwerpunkt des Leistungsspektrums ist die geographische Suche von Firmenadressen im Internet und auf mobilen Endgeräten. In diesem Kontext bietet YellowMap unter anderem das nach eigenen Angaben umfangreichste deutschsprachige Online-Branchenbuch, umfangreiche Adressverzeichnisse sowie Straßenkarten zur Anbindung an die einzelnen Abfragen an. Daten zu Umsatz bzw. Marktanteilen des Unternehmens sind nicht verfügbar.

### **... bei der Online-Reichweite aber nur knapp in Führung**

Während die DeTe Medien GmbH den Printbereich klar dominieren, sind die Verhältnisse bei den Online-Verzeichnismedien zumindest bei Betrachtung der Reichweite auf Basis der Besuchszahlen („Visits“) und Seitenabrufen („Page Impressions“) der jeweiligen Portale deutlich ausgeglichener. So verzeichnete GelbeSeiten.de ausweislich der IVW-Statistiken im September gut 37,1 Millionen Page Impressions, gegenüber 27,5 Millionen Page Impressions von klickTel.

Über eine ähnliche Reichweite verfügt GoYellow.de, die nach eigenen Angaben zuletzt 25,5 Millionen Page Impressions verzeichnete, allerdings nicht von IVW geprüft wird. In etwa der gleichen Größenklasse dürfte sich auch YellowMap.de bewegen, da das Unternehmen vor anderthalb Jahren das Erreichen von 25 Millionen Page Impressions meldete; Auskünfte zu aktuelleren Abrufzahlen erteilt das Unternehmen nicht. Angaben zur Reichweite von telegate bzw. deren im Herbst 2005 gestartetem, aber erst seit Ende Juni diesen Jahres verstärkt beworbenem Online-Portal 11880.com sind ebenfalls noch nicht ermittelbar.

Noch enger beisammen liegen die Visits der beiden reichweitenstärksten Anbieter: So erreichten die Gelben Seiten laut IVW im September 4,86 Millionen Besucher gegenüber 4,34 Millionen Visits bei klickTel, während GoYellow mit 2,7 Millionen bei dieser Kennzahl etwas weiter zurückliegt. Damit ist klickTel unter den Online-Auskunftsmedien in Deutschland gut positioniert und bewegt sich auf Augenhöhe mit dem Print-Platzhirsch.

## 2.) Die klickTel AG

### Führender Anbieter von medienübergreifenden Auskunftsmédien

Die von ihrem heutigen Vorstandsvorsitzenden Boris Polenske im Jahre 1999 in Dorsten gegründete klickTel GmbH wurde im März 2006 in eine Aktiengesellschaft umgewandelt und notiert seit dem 18. April 2006 im Entry Standard der Deutschen Börse in Frankfurt. Unternehmenssitz ist inzwischen Essen, wo auch die Zentrale und der Hauptvertriebsstandort angesiedelt sind. Daneben bestehen ein Entwicklungszentrum in Hannover sowie sechs neue Vertriebsbüros in Dortmund, Köln, Frankfurt, München, Hamburg und Essen.

Der Unternehmensgründer und Vorstandschef ist bereits seit dem Jahre 1990 am Markt aktiv. Zunächst startete er mit dem Vertrieb von Software über große Verlage und entwickelte in den Jahren 1993 bis 1995 mit der digitalen Auskunft „D-PLZ“ sowie „D-Info“ die erste Telefonauskunft auf einer CD-ROM, die sich am Markt etablierte. Damit war klickTel nach eigenen Angaben Pionier und Innovationsführer im Bereich der digitalen und mobilen Auskunft. Auch war klickTel mit zahlreichen neuen digitalen Produkten wie etwa klickTel für Blackberry oder PDAs sowie dem „klickTel Navigator“ als erster am Markt.

Operativ ist klickTel heute in den beiden Geschäftsbereichen Software und Werbevertrieb aktiv. Hier zählt klickTel inzwischen zu den führenden Anbietern von medienübergreifenden Telefon- und Branchenbüchern in Deutschland und bietet verschiedene Auskunftsservices rund um die mobile lokale Suche an.

### Geschäftsbereich Software als Keimzelle des Unternehmens

Im Geschäftsbereich Software sind die klickTel-Aktivitäten im Bereich PC-Software mit ihren Hauptprodukten „klickTel Telefon- und Branchenbuch“, „klickTel Inverssuche“ und „klickTel Routenplaner“ angesiedelt. Diese werden als Einzelplatzversionen auf CD-ROM und DVD angeboten; in diesen „Telefonbuch-CDs“ liegt auch die Keimzelle des Unternehmens. Ferner werden auch Mehrplatzversionen für den Einsatz in Netzwerken sowie Intranet-Lösungen angeboten, die von Unternehmen und Behörden genutzt werden.

Daneben ist der Geschäftsbereich Software auch noch in den Segmenten Internet sowie Mobile Dienste aktiv. Bei den Internet-Applikationen ist vor allem der Webauftritt mit dem Internetportal [www.klicktel.de](http://www.klicktel.de) hervorzuheben, der neben Potenzialen aus der Vermarktung der dort vorhandenen Werbeflächen besondere Bedeutung als Vertriebsargument für die Gewinnung von Kunden für den „klickTel infoEintrag“ besitzt. Somit ist auch dem Segment Software eine hohe Bedeutung in Bezug auf den Bekanntheitsgrad von klickTel bzw. seiner Produkte und der Qualität der angebotenen Leistungen beizumessen. Beim Bereich der Mobilien Dienste handelt es sich umsatzseitig im Wesentlichen um die Navigationssoftware „klickTel Navigator“ für den Ende 2006 eingestellten Hardware-Bereich.

Im letzten Jahr erzielte klickTel im Bereich Software einen Umsatz von 10,5 Mio. Euro, worin auch Hardware-Umsätze in Höhe von 3,2 Mio. Euro enthalten waren. Für 2007 rechnet klickTel mit einem Umsatz von 7,5 bis 8 Mio. Euro in diesem Geschäftsfeld, von dem noch 1,5 Mio. Euro aus dem beendeten Hardware-Geschäft stammen werden.

### Geschäftsbereich Werbevertrieb wird immer mehr zum Wachstumstreiber

Innerhalb des zweiten Geschäftsbereiches, dem inzwischen auch zum Kerngeschäftsfeld erklärten und avancierten „Werbevertrieb“, vermarktet das Unternehmen vorwiegend den stark wachsenden Produktbereich „klickTel infoEintrag“. Dabei handelt es sich um einen reichweitenstarken und medienübergreifenden Werbeeintrag in den von klickTel angebotenen digitalen Auskunftsverzeichnissen, der es vor allem kleinen und mittelständischen Unternehmen ermöglicht, ihre jeweiligen Kunden auf lokaler, regionaler oder auch natio-

naler Ebene detailliert über ihr Leistungsspektrum, die angebotenen Services und natürlich die Kontaktdaten der entsprechenden Ansprechpartner zu informieren.

Mit den Kunden wird ein zweijähriger Vertrag über ihren infoEintrag abgeschlossen, der sich bei Nicht-Kündigung automatisch um jeweils ein bzw. zwei Jahre verlängert. Nach Berücksichtigung der Aufwendungen für die Erstellung des Eintrages sowie die Gewinnung des Neukunden fließen der klickTel ab dem zweiten Vertragsjahr sichere und sehr margenstarke Umsätze bei zugleich sehr überschaubaren Kosten zu.

Die Quote der Verlängerungsverträge, also die Verträge, welche nach Ablauf der ersten zwei Jahre weiterlaufen, bewegte sich im Bereich von durchschnittlich mehr als 70 Prozent des gesamten Vorjahresvolumens (bestehend aus Alt- und Neuverträgen). Hierdurch gewinnt der Umsatzanteil aus Verlängerungsverträgen, der in der Struktur durchaus mit dem Abonnement-Geschäft in anderen Branchen vergleichbar ist, bei der starken Ausweitung des Gesamtgeschäftsvolumens zunehmend an Bedeutung. Parallel hat sich das durchschnittliche Umsatzvolumen pro Vertrag in den letzten Jahren deutlich erhöht.

Im letzten Jahr erzielte klickTel in diesem Bereich einen Umsatz von 10 Mio. Euro. Für 2007 rechnet die Unternehmensleitung bei einem Umsatzvolumen zwischen 12,5 und 14 Mio. Euro in diesem Geschäftsfeld mit einem Beitrag von 7,7 bis 8,0 Mio. Euro aus Verlängerungsverträgen und 4,9 bis 5,8 Mio. Euro aus dem Neugeschäft.

### **Letztes Geschäftsjahr geprägt durch diverse Sonderbelastungen**

Das Zahlenwerk des Geschäftsjahres 2006 der klickTel AG war durch eine Reihe von Sonderfaktoren geprägt. Neben Aufwendungen von 1,3 Mio. Euro im Zusammenhang mit dem Börsengang an den Entry Standard der Deutschen Börse in Frankfurt sowie Aufwendungen von 0,9 Mio. Euro für den Um- und Aufbau von Unternehmensstrukturen belasteten auch hohe Investitionen in den Markenaufbau sowie den Navigationsbereich.

Dieser Markt zeichnete sich in 2006 durch eine weitere Verschärfung des Wettbewerbumfeldes aus, die stärker als vom Unternehmen und vielen anderen Marktteilnehmern angenommen ausfiel und sich in erodierenden Preisen sowie spürbar gesunkenen Margen niederschlug. Trotz der hohen Akzeptanz der angebotenen Navigationssoftware auf Kundenseite, die auch durch gute Testergebnisse gestützt wurde, erwies sich das ebenfalls betriebene Navigations-Hardwaregeschäft als zu kapital- und kostenintensiv. Daher hat klickTel die Aktivitäten in diesem Bereich eingestellt. Aus der Schließung des Hardware-Bereichs resultierten Belastungen in einer Größenordnung von 6,7 Mio. Euro.

Als Stütze der Unternehmensentwicklung erwies sich in 2006 hingegen erneut der Geschäftsbereich Werbevertrieb, der mit einem Plus von 44 Prozent dynamisch zulegen konnte und ein Gesamtgeschäftsvolumen von 10,0 (6,9) Mio. Euro erreichte. Der Geschäftsbereich Software konnte sein Geschäftsvolumen um 16 Prozent auf 10,5 (9,1) Mio. Euro ausweiten, wobei das Wachstum aus den hierin verbuchten 3,2 Mio. Euro an Umsätzen von aus dem Navigations-Hardwaregeschäft resultierte. Insgesamt erhöhten sich die Umsatzerlöse der klickTel AG in 2006 auf 20,5 (Vj. 16,0) Mio. Euro.

Einschließlich der genannten Belastungen stellen sich die wesentlichen Finanzkennzahlen wie folgt dar:

	2005	2006
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>16,0 Mio. €</b>	<b>20,5 Mio. €</b>
<b>EBIT</b>	<b>- 0,6 Mio. €</b>	<b>- 7,6 Mio. €</b>
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>- 0,5 Mio. €</b>	<b>- 8,9 Mio. €</b>
<b>Ergebnis je Aktie</b>	<b>- 0,19 €</b>	<b>- 2,39 €</b>

Quelle: Geschäftsberichte der klickTel AG

### 2007er-Zahlen „dank“ Einstellung des Hardwaregeschäfts ebenfalls negativ

Auch das Zahlenwerk 2007 wird durch Sonderfaktoren belastet werden. Diese resultieren aus der zu Jahresbeginn 2007 beschlossenen Einstellung der Hardware-Aktivitäten im Navigationsgeschäft und der damit im Zusammenhang stehenden strategischen Neufokussierung der klickTel AG auf das Kerngeschäftsfeld Werbevertrieb. Die in 2007 letztmals anfallenden Einmalkosten im Zusammenhang mit der Aufgabe der Hardware-Aktivitäten beziffert klickTel auf rund 1 Mio. Euro.

Die operativ wichtigste Maßnahme in diesem Kontext ist die Konzentration auf den Werbevertrieb mit dem „klickTel infoEintrag“. Im Geschäft mit den Endkunden soll der Fokus noch stärker auf die Steigerung der Produktqualität und der Reichweite der digitalen klickTel-Medien gelegt werden, wozu unter anderem die im Mai vermeldete Kooperation mit der Gelb.de GmbH beitragen wird (siehe Seite 10).

Nicht zur Disposition steht im Rahmen der Fokussierung auf den Werbevertrieb das Softwaregeschäft der klickTel AG, das eine margenstarke „Cashcow“ im Unternehmen darstellt und daher auch weiterhin betrieben werden soll.

### Halbjahreszahlen zeigen erste Erfolge aus der strategischen Neufokussierung

In den Zahlen zum ersten Halbjahr 2007 zeigt die strategische Neufokussierung auf den Geschäftsbereich Werbevertrieb bereits erste sichtbare Erfolge. So ist es klickTel gelungen, die Umsatzerlöse im Halbjahresvergleich um 18,3 Prozent auf 11,1 (9,4) Mio. Euro auszuweiten. Fortschritte konnten darüber hinaus auch auf der Ergebnisseite mit einer Verbesserung des EBIT auf minus 0,9 (-1,1) Mio. Euro erzielt werden. Der Periodenfehlbetrag lag nach den ersten sechs Monaten bei rund 1,0 (2,4) Mio. Euro.

Auch bei Betrachtung der Ergebnisse auf Quartalsebene entwickelte sich die Profitabilität des Unternehmens positiv, wie die EBIT-Verbesserung auf minus 0,25 Mio. Euro im zweiten Quartal 2007 nach einem Q1-Wert von minus 0,66 Mio. Euro und einem Vorjahreswert von minus 2,26 Mio. Euro (davon allerdings 1,2 Mio. Euro für den Börsengang) klar zeigt.

Insgesamt ergeben sich im Halbjahresvergleich damit die folgenden Zahlen:

	1. Hj. 2006	1. Hj. 2007
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>9,4 Mio. €</b>	<b>11,1 Mio. €</b>
<b>EBIT</b>	<b>- 1,1 Mio. €</b>	<b>- 0,9 Mio. €</b>
<b>Periodenüberschuss</b>	<b>- 2,4 Mio. €</b>	<b>- 1,0 Mio. €</b>
<b>Ergebnis je Aktie</b>	<b>- 0,71 €</b>	<b>- 0,26 €</b>

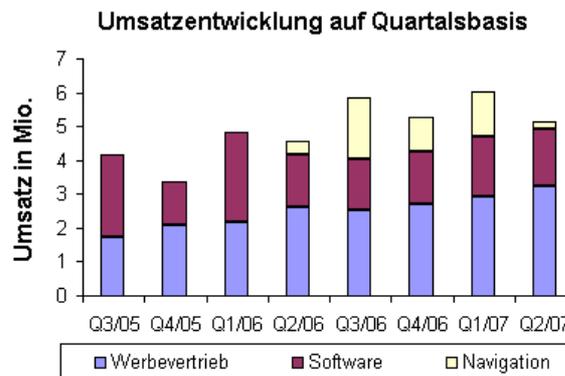
Quelle: Halbjahresbericht 2007 der klickTel AG

Wenngleich die Ergebnissituation mit einem Fehlbetrag nach wie vor nicht zufriedenstellend ausfällt, sehen wir in den vorliegenden Halbjahreszahlen erste positive und in die richtige Richtung weisende Entwicklungen. So konnte der Geschäftsbereich Werbevertrieb – das neue Kerngeschäftsfeld von klickTel – nicht nur die Umsatzerlöse um 30,2 Prozent auf 6,2 (4,7) Mio. Euro deutlich ausweiten, sondern auch erstmals in der Unternehmenshistorie das Geschäftsfeld Software als Umsatzspitzenreiter ablösen.

Dort kletterte das Geschäftsvolumen „nur“ von 4,7 auf 5,0 Mio. Euro; bereinigt um die in diesem Segment erfassten 1,5 Mio. Euro Umsatz aus dem im zweiten Quartale auslaufenden Navigations-Hardwaregeschäft hätte sich hier jedoch planmäßig ein Rückgang ergeben, da eine zunehmende Verschiebung von Umsätzen mit CD-ROMs und DVDs in Richtung Internet zu beobachten ist.

Auf die Zahlen des Gesamtjahres 2007 kann die Umsatzsteigerung des ersten Halbjahres auf Konzernebene nicht hochgerechnet werden, da im zweiten Halbjahr 2007 die wegfallenden Umsatzbeiträge aus dem im Vorjahreszeitraum mit 3,2 Mio. Euro enthaltenen zwischenzeitlich eingestellten Navigations-Hardwaregeschäft zu kompensieren sind und sich diese auch im ersten Halbjahr 2007 noch auf 1,5 Mio. Euro beliefen.

Verdeutlicht wird dieser Effekt durch die nebenstehende Graphik. Diese zeigt einerseits die zunehmende Bedeutung des stetig wachsenden Segments Werbevertrieb, das – bereinigt um die im Segment Software enthaltenen Navigations-Hardwareumsätze – bereits seit dem zweiten Quartal 2006 zum Hauptumsatzträger von klickTel geworden ist. Allerdings wird das Wachstum in diesem Bereich erst ab 2008 den Wegfall der Navigations-Hardwareumsätze und die planmäßig tendenziell auch künftig weiter abschmelzenden Umsätze im Software-Bereich vollständig kompensieren. Das laufende Jahr stellt sich somit als Übergangsperiode dar, bevor der bei Betrachtung der Segmententwicklung schon jetzt erkennbare positive Trend sich auch auf Konzernebene in steigenden Umsätzen zeigt.



Quelle: Berechnungen GSC Research

Vor diesem Hintergrund werten wir die Vorgabe des Vorstandes, dennoch das Umsatzniveau des Jahres 2006 mit 20 bis 21 Mio. Euro wieder erreichen zu wollen, als anspruchsvolle, aber durchaus erreichbare Zielsetzung für das Übergangsjahr 2007. Erreicht werden soll dies durch die weitere Geschäftsausweitung im Werbevertrieb durch die Intensivierung des Neukunden- und ein weiterhin sehr gutes Verlängerungsgeschäft.

### Geschäftsbereich Werbevertrieb auch künftiger Wachstumsmotor

Als Basis für den wirtschaftlichen Erfolg des Geschäftsbereiches Werbevertrieb über das Geschäftsjahr 2007 hinaus soll das Kernprodukt „klickTel infoEintrag“ dienen. Mit diesem Produkt bietet klickTel kleinen und mittelständischen Unternehmen eine medienübergreifende und hervorgehobene Darstellung in ihren Verzeichnismedien ohne Streuverluste an. Zur Ausweitung der Geschäftsaktivitäten in diesem Bereich hat die Gesellschaft mit dem weiteren Ausbau des bestehenden Internetportals begonnen und ist dabei, die angebotene Produktqualität und -vielfalt beim „infoEintrag“ weiter zu erhöhen. Als konkretes Beispiel ist hierzu Deutschlands erstes Video-Branchenbuch zu nennen, was den Kunden die Darstellung des eigenen Unternehmens in einem Image-Film ermöglicht.

Der Fokus der Vermarktungs- und Vertriebsaktivitäten im laufenden Geschäftsjahr liegt erklärtermaßen sowohl auf dem Ausbau des Neugeschäfts als auch der Steigerung der Verlängerungsverträge. Klassischerweise wird mit den Unternehmen zur Bewerbung ihres Eintrages in den Verzeichnisdiensten ein Zwei-Jahres-Vertrag abgeschlossen. Während der daraus erzielte Deckungsbeitrag der ersten zwölf Monate noch durch die Kosten für die Einrichtung des Eintrages sowie die Aufwendungen zur Gewinnung des Kunden belastet wird, generiert klickTel ab dem zweiten Jahr eine extrem hohe Marge, die sich auch bei Verlängerung des Vertrages für weitere 12 oder 24 Monate fortsetzt.

Vor diesem Hintergrund steigert klickTel nicht nur die Bemühungen auf der Vertriebsseite zur Gewinnung neuer Kunden, sondern investiert zugleich auch in die Betreuung und die Steigerung des Zufriedenheitsgrades der Bestandskunden, da diese einen wichtigen Hebel auf der Ergebnisseite darstellen und durch die Ausweitung des Kundenstammes zusätzlich an Bedeutung gewinnen.

### Ausbau der Vertriebsseite bekannt gegeben

Aktuell hat das Unternehmen gemeldet, dass die eigene Schlagkraft auf der Vertriebsseite deutlich verstärkt werden konnte und neben dem Haupt-Vertriebsstandort in Essen sechs weitere Vertriebsbüros in Essen, Hamburg, Köln, Dortmund, Frankfurt und München eröffnet worden sind. In diesen Ballungsgebieten will klickTel künftig sehr kunden- und mit einer schlanken Außendienst-Organisation den Vertrieb des infoEintrag in den digitalen klickTel Medien intensivieren und zusätzliche Kunden gewinnen.

Parallel dazu wird auch die Plakatkampagne für das Auskunfts-Portal [www.klicktel.de](http://www.klicktel.de) auf diese Vertriebsgebiete konzentriert, um einen noch höheren Nutzen aus der Steigerung des eigenen Bekanntheitsgrades auf der Vertriebsseite erzielen können

### Kooperation mit der Gelb.de GmbH eröffnet große Chancen

Erhebliche positive Effekte sind auch aus dem geplanten neuen Web-Portal [gelb.de](http://www.gelb.de) zu erwarten. Hier teilen wir die Einschätzung des Vorstands, dass sich aus der Zusammenarbeit ein signifikantes Potenzial zur Steigerung der Markenbekanntheit sowie des Werbevolumens ergibt. Die Gelb.de GmbH ist ein Tochterunternehmen der Media Ventures GmbH, an der Dirk Ströer als Großaktionär der Ströer AG, Deutschlands führender Vermarkter von Außenwerbeflächen, ebenso wie bei der klickTel AG privat beteiligt ist.

Unter der Domain [www.gelb.de](http://www.gelb.de) soll – nach aktueller Planung noch im laufenden Jahr – ein neues Web-Portal zur Suche von Branchen und gewerblichen Anbietern starten. Dabei wird klickTel das neue Internet-Angebot aufbauen und [gelb.de](http://www.gelb.de) vor allem zur weiteren Vermarktung des klickTel infoEintrag nutzen. Im Rahmen der Kooperation der beiden Firmen wird künftig eine Zweimarkenstrategie mit [www.klicktel.de](http://www.klicktel.de) als business-orientiertem und [www.gelb.de](http://www.gelb.de) als mehr community-orientiertem Portal verfolgt, wobei die Gelb.de GmbH beide Internetangebote in den nächsten Jahren mit einem Mediabudget von mehr als 40 Mio. Euro bewerben wird.

Aus Sicht der klickTel AG konnten sehr attraktive Konditionen für die Zusammenarbeit vereinbart werden, da von dieser ausschließlich die Kosten der Plakatierung für die Werbekampagne von rund 1 Mio. Euro pro Jahr zu tragen sind. Die Werbeflächen selbst stellt der Kooperationspartner im Sinne einer „Restplatzvermarktung“ von anderweitig nicht vermarkteten Kapazitäten zur Verfügung. Darüber hinaus hat die klickTel AG unter der Voraussetzung der werthaltigen Entwicklung eine Option auf die vollständige Übernahme der Gelb.de GmbH im Jahr 2010 in bar oder gegen Aktien.

### Prognosedaten 2007 und 2008

Ausgehend von der klaren Fokussierung des Unternehmens auf den Geschäftsbereich Werbeerwerb, die Struktur des Anteils von Verlängerungsverträgen und Neugeschäft in diesem Sektor sowie dem vorhandenen Wachstumspotenzial bei den Werbeerlösen im online-basierten „Gelbe-Seiten“-Markt in Deutschland rechnen wir auf Basis der Planungen des Unternehmens für die kommenden Jahre mit der in der nachfolgenden Tabelle dargestellten Umsatz- und Ergebnisentwicklung:

	2006	2007e	2008e	2009e
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>20,5</b>	<b>21,0</b>	<b>26,2</b>	<b>30,5</b>
<b>EBITDA</b>	<b>- 6,3</b>	<b>- 1,5</b>	<b>2,1</b>	<b>3,4</b>
<b>EBIT</b>	<b>- 7,6</b>	<b>- 2,3</b>	<b>1,1</b>	<b>2,2</b>
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>- 8,9</b>	<b>- 2,3</b>	<b>1,0</b>	<b>2,0</b>

Quelle: Planungen klickTel AG, ergänzende Schätzungen GSC Research

Für 2007 halten wir ein Umsatzvolumen etwa auf dem Niveau des Vorjahres für realistisch. Beim Vergleich mit 2006 ist jedoch der Wegfall des Navigationshardwaregeschäfts zu beachten, so dass in den beiden weiter betriebenen Geschäftsfeldern Werbevertrieb und Software zusammen de facto ein starkes Wachstum zu verzeichnen sein wird. Dieses wird jedoch ausschließlich aus dem Werbevertrieb resultieren, während der Bereich Software (ohne Navigation) sich wie erwartet rückläufig entwickeln wird. Durch den Rückzug aus dem Hardwaregeschäft sowie damit im Zusammenhang stehenden strukturellen Veränderungen rechnen wir auch im laufenden Jahr mit einem Jahresfehlbetrag, der sich jedoch von 8,9 auf 2,3 Mio. Euro deutlich verringern sollte.

In 2008 rechnen wir mit spürbaren Auswirkungen sowohl aus der Verstärkung der Vermarktungsaktivitäten durch die kürzlich eröffneten sechs weiteren Vertriebsbüros sowie die Kooperation mit der Gelb.de GmbH und die in diesem Zusammenhang gestartete Werbekampagne zur Steigerung des Bekanntheitsgrades von klicktel.de. Ferner erwarten wir, dass der Umsatzanteil aus Verlängerungsverträgen im Kerngeschäftsfeld weiter zulegen und entsprechend positiv auf das Ergebnis wirken wird, da die Verträge ab dem zweiten Laufzeitjahr sehr attraktive Deckungsbeiträge liefern. Im Ergebnis erwarten wir in 2008 ein Umsatzplus von rund 25 Prozent auf 26,2 Mio. Euro bei einem mit gut 1 Mio. Euro oder 0,24 Euro je Aktie wieder positiven Jahresergebnis.

Detaillierte (Plan-)GuVs für die Jahre 2005 bis 2009 finden sich im Anhang auf Seite 17. Bei sämtlichen genannten Prognosedaten ist zu berücksichtigen, dass die Fokussierung des Unternehmens auf das Geschäftsfeld „Werbevertrieb“ noch sehr jung ist und erst vor einigen Monaten erfolgte, so dass die aktuell vorliegende Zahlenbasis aus diesen Aktivitäten aus verschiedenen Gründen gewisse Unschärfen in Bezug auf die zu erwartende weitere Entwicklung beinhaltet.

Besonders zu erwähnen sind in diesem Kontext die im Jahresverlauf 2007 auf den Weg gebrachten, aber teilweise erst in 2008 voll wirkenden Effekte aus der Anpassung der Kostenstrukturen sowie die jüngst vollzogene Erweiterung der Vertriebsmannschaft. Daher haben wir für die vorliegende Prognoserechnung bewusst eine vergleichsweise konservative Betrachtungsweise der möglichen Geschäftspotenziale in der Zukunft zugrunde gelegt. Mit Vorliegen weiterer Daten in Form des Jahresergebnisses 2007 sowie ersten Zahlen zum Start ins Geschäftsjahr 2008 werden wir unsere Prognosen daher überprüfen und gegebenenfalls überarbeiten.

### **Anhängige Rechtsverfahren bieten Chancen auf Zusatzerträge...**

Neben der Fantasie aus dem operativen Geschäft ergeben sich bei der klickTel AG auch aus zwei anhängigen Rechtstreitigkeiten mit der Deutschen Telekom AG noch Chancen auf erhebliche Mittelzuflüsse.

Im ersten, bereits in zwei Instanzen zu Gunsten der klickTel AG entschiedenen Verfahren geht es um die Rückforderung seitens der Telekom in den Jahren 1999 bis 2005 zu viel in Rechnung gestellter Datenkosten. Grundlage des Verfahrens bildet eine Entscheidung des Europäischen Gerichtshofes (EuGH), in der die von den ehemaligen Monopolisten ihren Wettbewerbern in Rechnung gestellten Datenkosten beanstandet und als um über 95 Prozent zu hoch ermittelt worden sind.

Obwohl klickTel bislang in allen Instanzen gesiegt hat, schöpft die Telekom die letzten juristischen Möglichkeiten aus, um die Rückerstattung zu vermeiden. In den ersten beiden Instanzen, zuletzt vor dem OLG Düsseldorf, wurde die Rechtsposition des Unternehmens bestätigt und die Telekom zur Rückzahlung überhöhter Datenkosten nebst Zinsen für die Jahre 1999 bis 2005 – bislang insgesamt rund 3,4 Mio. Euro – verurteilt. Das OLG ließ keine Revision beim BGH zu, wogegen die Telekom jedoch „Nichtzulassungsbeschwerde“ eingelegt hat, um eine Revision zum BGH durch Klage zu erreichen. Mit einer rechtskräftigen Entscheidung des Verfahrens ist erst im Jahresverlauf 2008 zu rechnen.

Wenngleich auch wir bis zum Vorliegen der höchstrichterlichen Rechtssprechung nach dem Grundsatz „vor Gericht und auf hoher See ist man in Gottes Hand“ bewusst auf eine Einbeziehung in die Prognosezahlen verzichtet haben, stehen die Chancen unseres Erachtens recht gut, dass die klickTel AG auch hier wie bereits in den beiden Vorinstanzen Recht bekommt. Der bis dahin durch die weiterlaufenden Zinsen auf rund 3,6 Mio. Euro angewachsene Betrag entspräche für klickTel einem Liquiditätszufluss von 0,89 Euro je Aktie. Zu beachten ist, dass bei einem positiven Urteil für klickTel möglicherweise Dritte, wie von klickTel Daten beziehen, ebenfalls (insgesamt aber erheblich kleinere) Ansprüche gegenüber der klickTel AG erheben könnten.

#### **...sind jedoch teilweise noch in sehr frühem Stadium**

Abgetrennt vom oben beschriebenen Verfahren auf Rückzahlung der in Rechnung gestellten zu hohen Datenkosten hat klickTel die Telekom in einem weiteren Verfahren auf Schadenersatz verklagt. In diesem Verfahren werden insgesamt Forderungen von 24,4 Mio. Euro geltend gemacht. Davon entfallen 13,6 Mio. Euro auf bereits entstandenen Schaden und weitere 10,8 Mio. Euro auf künftige Schäden, welche aus den bereits entstandenen Belastungen resultieren, beispielsweise dadurch, dass dem Unternehmen die hier gebundenen bzw. entzogenen Mittel nicht für Investitionen in das Geschäft zur Verfügung standen. Die erstinstanzliche Verhandlung vor dem Landgericht Köln findet voraussichtlich am 13. November 2007 statt.

Angesichts der Größenordnung der geltend gemachten Forderungen ist davon auszugehen, dass ein rechtskräftiges Urteil wohl ebenfalls erst nach Durchschreiten des gesamten Instanzenweges bis hin zum BGH zu erwarten ist und damit eine Entscheidung über die Frage, ob bzw. in welchem Umfang die Telekom Schadenersatz zu leisten hat, wohl erst in einigen Jahren entschieden sein wird. Bis dahin halten wir eine Berücksichtigung dieses Anspruches, der immerhin die aktuelle Marktkapitalisierung der klickTel AG übersteigt, im Rahmen unserer Planungsrechnung angesichts der erheblichen Prognoseunsicherheit für nicht seriös und haben daher hierauf verzichtet.

### 3.) Bewertung

#### Schon jetzt erkennbares spekulatives Kurspotenzial durch planmäßiges Erreichen der Gewinnschwelle zu untermauern

Zur Bewertung der klickTel-Aktie ziehen wir eine Peer Group aus verschiedenen deutschen und internationalen börsennotierten Unternehmen heran. Dabei beziehen wir auch klassische „Gelbe-Seiten“-Anbieter ein, da international nur vergleichsweise wenige reine Online-Anbieter auf dem Kurszettel zu finden sind und diese zudem ähnlich wie die klickTel AG größtenteils noch rote Zahlen schreiben, so dass ein derartiger Vergleich für sich alleine unseres Erachtens eine zu begrenzte Aussagekraft hätte.

Die einbezogenen Unternehmen und deren wesentliche Kennzahlen sind der folgenden Tabelle zu entnehmen:

Unternehmen	Land	Marktkap. (in Mio. €)	Umsatz 2006 (in Mio. €)	KUV 2006	KGV 07e	KGV 08e	
Eniro (medienübergreif. Verzeich.)	SWE	1.601,4	664,9	2,41	13,1	12,0	
GoYellow (Internetverzeichnis)	D	44,5	2,9	15,56	neg.	neg.	
InfoSpace (Internetverzeichnis)	USA	441,5	260,7	1,69	neg.	neg.	
InfoUSA (Geschäftsverzeichnisse)	USA	407,0	305,0	1,33	18,6	14,9	
Local.com (Internetverzeichnisse)	USA	60,6	10,0	6,08	neg.	neg.	
R.H. Donnelley (Gelbe Seiten)	USA	3.029,5	1.732,1	1,75	52,0	33,1	
Seat Pagine Gialle (Gelbe Seiten)	I	3.263,0	1.460,2	2,23	14,2	12,1	
telegate (Telefonauskunft)	D	387,8	178,9	2,17	11,6	11,1	
Yell (Gelbe Seiten)	GB	4.952,2	2.963,2	1,67	15,0	11,1	
				Mittelwert	3,88	20,7 *)	15,7 *)
				Median	2,20	33,5 **)	24,0 **)
<b>klickTel AG</b>	<b>D</b>	<b>27,7</b>	<b>20,5</b>	<b>1,35</b>	<b>neg.</b>	<b>28,0</b>	

Quelle: Unternehmensangaben, OnVista, Finance.Yahoo, Boursorama, eigene Schätzungen

\*) ohne Berücksichtigung von GoYellow, Local.com und InfoSpace wg. deren negativer Ergebnisse

\*\*\*) GoYellow, Local.com und InfoSpace mit „Als-ob-KGV“ >100 einbezogen

Eine nähere Betrachtung der Peer Group zeigt, dass die Internetverzeichnisdienste trotz der bisherigen und auch für das kommende Jahr – im Gegensatz zu klickTel – erwarteten Verluste ein deutlich höheres Kurs-Umsatz-Verhältnis (KUV) aufweisen als die auf den Printbereich fokussierten rentablen, aber vergleichsweise langsam wachsenden „Gelbe-Seiten“-Konzerne. Zur Bewertung der klickTel-Aktie halten wir daher das KUV für aussagekräftiger als die KGV-Betrachtung, weshalb wir dieses in unserer Peer-Group-Bewertung mit zwei Dritteln gewichten.

Aus dem Median der Peer Group von 2,20 (Basis: Umsätze 2006) ergibt sich unter Berücksichtigung eines Abschlags von 20 Prozent aufgrund der gegenüber den Peer-Group-Unternehmen mit Ausnahme von GoYellow und Local.com erheblich geringeren Größe von klickTel ein „fairer Wert von 8,93 Euro je Aktie, der das große spekulative Kurspotenzial der klickTel-Aktie verdeutlicht.

Ergänzend ziehen wir den Mittelwert des geschätzten 2008er KGVs heran, aus dem wir analog in Verbindung mit dem Median des KGV der Peer Group von 24 einen „fairen Wert“ von 4,70 Euro ermitteln. Insgesamt ergibt sich aus unserer Peer-Group-Bewertung somit ein resultierender Mittelwert von 7,52 Euro je klickTel-Aktie.

#### **DCF-Bewertung wegen erst noch zu erreichender Profitabilität niedriger**

Um auch die individuellen Besonderheiten bei klickTel zu berücksichtigen, haben wir uns zusätzlich für die Bewertung anhand eines DCF-Modells entschieden. Unser Bewertungsmodell (Ausgangs-Cash-Flow minus 3,0 Mio. € in 2007, Abzinsungszinssatz 7,46%, ewiges Wachstum 1%, Beta 1,1 aufgrund der derzeit noch roten Zahlen) ergibt unter den getroffenen Annahmen einen Wert von 6,53 Euro für die klickTel-Aktie.

In diesem unter dem aktuellen Börsenkurs liegenden Wert spiegeln sich zum einen die noch bestehenden Risiken aus der noch nicht gegebenen Profitabilität wieder, zum anderen haben wir unserem DCF-Modell aus Vorsichtsgründen ganz bewusst eine vergleichsweise vorsichtige Planungsrechnung für die kommenden Jahre zugrunde gelegt. Mit dem für das kommende Jahr erwarteten Erreichen der Gewinnschwelle und einer zunehmenden Planungssicherheit für die Folgejahre kann sich klickTel hier erhebliches zusätzliches Potenzial erarbeiten.

Unser gewichteter Fair Value aus Peer Group (Gewichtung 2/3) und DCF-Modell (1/3) beträgt somit 7,19 Euro, die wir auf unser erstes Kursziel von 7,20 Euro runden.

#### **„Upside-Potenzial“ bei Erfolgen vor Gericht**

Zwar haben wir in unseren Prognosedaten bewusst auf die Kalkulation positiver Effekte aus der voraussichtlich im kommenden Jahr zur Entscheidung kommenden Klage gegen die Deutsche Telekom verzichtet und sehen in diesem Aspekt einen zusätzlichen Puffer für unsere ohnehin eher konservativ angesetzten Schätzungen. Umgekehrt kann aus dem Prozess im Falle einer Niederlage keine Ergebnisbelastung entstehen, da klickTel hierfür entsprechende Prozesskosten-Rückstellungen gebildet hat.

Wir möchten daher nicht versäumen, das mögliche Upside-Potenzial aus einem Erfolg von klickTel vor dem BGH zu quantifizieren. So ergäbe sich bei Berücksichtigung einer um diesen Betrag erhöhten Kassenposition der klickTel AG beim DCF-Modell ein Wert von 7,45 Euro, was beim Mittelwert aus Peer-Group- und DCF-Bewertung einen Anstieg des „fairen Wertes“ auf 7,50 Euro bewirken würde. Noch gar nicht einkalkuliert ist der dadurch geschaffene größere Spielraum für Investitionen in das operative Wachstum, durch das sich das Upside-Potenzial zusätzlich vergrößern könnte.

#### **Hoher strategischer Wert von klickTel im Übernahme-Fall**

Mit der bestehenden breiten Kundenbasis könnte klickTel als – neben dem mit Abstand dominierenden Platzhirsch „Gelbe Seiten“ – einem der wenigen größeren unabhängigen Online-Verzeichnisdienste in Deutschland durchaus ins Visier eines potenziellen Käufers geraten, der damit in den deutschen Markt für Online-Verzeichnisdienste einsteigen will. Entsprechende Gerüchte gab es bereits in der Vergangenheit immer wieder einmal; sollten diese künftig neu aufflammen, kann dies erhebliche Kurssprünge auslösen, da der Wert von klickTel aufgrund der begrenzten Zahl erwerbbarer Anbieter unseres Erachtens aus strategischer Sicht sehr hoch eingestuft werden kann.

Da eine Übernahme ohne Zustimmung des Gründers und Vorstandsvorsitzenden Boris Polenske aufgrund der bestehenden Mehrheitsverhältnisse de facto unmöglich ist und dieser auf dem aktuellen Bewertungsniveau sein Aktienpaket unseres Erachtens nicht

verkaufen würde, halten wir konkrete Entwicklungen in dieser Richtung vorerst für unwahrscheinlich. Sobald klickTel jedoch mit schwarzen Zahlen und anhaltendem Wachstum den nachhaltigen Erfolg des Geschäftsmodells bewiesen hat, dürften entsprechende Anfragen lediglich eine Frage der Zeit sein.

#### **Derzeit weitgehend adäquate Bewertung, aber spekulativ noch Potenzial**

Nach dem jüngsten Kursschub ist die klickTel-Aktie damit nach unserer Einschätzung annähernd fair bewertet. Wie insbesondere das hohe Kurs-Umsatz-Verhältnis anderer Online-Verzeichnisdienste und auch die Kursausschläge bei aufflammenden Übernahme-Gerüchten zeigen, verfügt das Papier jedoch über spekulative Chancen. Das daraus schon jetzt erkennbare Kurspotenzial kann klickTel mit dem planmäßigen Erreichen der schwarzen Zahlen in 2008 untermauern und sich dadurch auch fundamental einen höheren „fairen Wert“ erarbeiten.

Wir stufen die Aktie daher in unserer Ersteinschätzung als Halteposition ein; bei einem Rücksetzer in den Bereich des bis vor wenigen Tagen bestehenden Kursniveaus zwischen 5,50 und 6,00 Euro können spekulative Anleger erste Bestände aufbauen.

#### 4.) Fazit und Anlageempfehlung

Die klickTel AG ist nach dem Rückzug aus dem verlustbringenden Hardware-Geschäft sowie der Verarbeitung der daraus resultierenden Belastungen und zusätzlichen Aufwendungen in den Zahlen der Jahre 2006 und 2007 mit den beiden verbliebenen Geschäftsbereichen Software und Werbevertrieb im sehr interessanten und wachstumsstarken Markt für Online-Verzeichnismedien gut aufgestellt. Dieser Teilmarkt des „Gelbe-Seiten“-Marktes weist seit Jahren überdurchschnittliche Zuwachsraten auf; zudem besitzt die Branche in Deutschland im Vergleich zu anderen europäischen Märkten noch erhebliches Aufholpotenzial bei der Generierung von Werbeumsätzen.

Somit bieten sich für Player wie klickTel sowohl Chancen aus dem allgemeinen Wachstum des Online-Segmentes und der steigenden Akzeptanz im Vergleich zu den nach wie vor sehr starken Printdiensten in diesem Sektor, als auch durch das Aufholpotenzial dem Anteil der Onlinewerbung an den Gesamtwerbeumsätzen des Gelbe-Seiten-Marktes. Mit Produkten wie dem klickTel InfoEintrag als Vermarktungsplattform für den Mittelstand und der verstärkten Bewerbung von [www.klicktel.de](http://www.klicktel.de) wird das Unternehmen in den kommenden Jahren von der gestiegenen Bekanntheit und Attraktivität als Auskunftsdienst profitieren.

Dies wird sich nach unserer Einschätzung auf der Ergebnisseite in Form eines Umsatzsprungs von rund 25 Prozent im kommenden Jahr und damit verbunden auch positiven Ergebnissen ab dem Geschäftsjahr 2008 niederschlagen. Auch darüber hinaus gehen wir von anhaltend starken Zuwachsraten aus, wobei sich vor allem der steigende Anteil von Verlängerungsverträgen zunehmend positiv auswirken wird, da hierbei die Margen erheblich höher als in der Neukunden-Phase liegen.

Dieses Potenzial ist bei Zugrundelegung einer vergleichsweise konservativen Planungsrechnung zum größten Teil jedoch bereits in der klickTel-Aktie eingepreist; mit dem für 2008 erwarteten Erreichen der Gewinnschwelle und zunehmender Planungssicherheit für die Folgejahre kann sich klickTel aber erhebliches zusätzliches Potenzial erarbeiten. Auch die Zurückhaltung aufgrund des für viele Investoren überraschend gekommenen Rückzugs aus dem Hardwaregeschäft sollte dann verdaut sein. Dieser hat zwar kurzfristig Vertrauen am Kapitalmarkt gekostet, war unserer Ansicht nach aber strategisch völlig richtig und ermöglichte klickTel die Rückkehr auf einen profitablen Wachstumspfad.

Nach dem jüngsten Kursschub ist die klickTel-Aktie nach unserer Einschätzung annähernd fair bewertet. Wie insbesondere das hohe Kurs-Umsatz-Verhältnis anderer Online-Verzeichnisdienste und die Kursausschläge bei aufflammenden Übernahme-Gerüchten zeigen, verfügt das Papier jedoch noch über spekulative Chancen. Zudem kann sich klickTel mit dem planmäßigen Erreichen der schwarzen Zahlen im kommenden Jahr weiteres Kurspotenzial erarbeiten.

Wir stufen die Aktie daher in unserer Ersteinschätzung mit einem Kursziel von 7,20 Euro als Halteposition ein; bei einem Rücksetzer in den Bereich des bis vor wenigen Tagen bestehenden Kursniveaus zwischen 5,50 und 6,00 Euro können spekulative Anleger erste Bestände aufbauen. Zusätzliches Upside-Potenzial kann sich bei einem positiven Ausgang der gegen die Deutsche Telekom AG anhängigen Klagen ergeben.

## **Aktionärsstruktur**

Boris Polenske (Vorstand und Gründer)	49,7%
White Chrystals Ltd.	12,1%
Silvia Quandt Bank	4,0%
International Investment Group	3,7%
Impera Total Return AG	2,8%
Dirk Ströer	2,5%
Christine von Salm	0,2%
Streubesitz	25,0%

## **Termine**

12.11.2007	Veröffentlichung Zwischenbericht zum dritten Quartal 2007
April 2008	Veröffentlichung Geschäftsbericht 2007
Mai 2008	Veröffentlichung Zwischenbericht zum ersten Quartal 2008

## **Kontaktadresse**

klickTel AG  
Kruppstraße 74  
D-45145 Essen

Internet: <http://www.klicktel.de>

### **Ansprechpartner Investor Relations:**

Jörg Kiveris

Tel.: +49 (0) 201 / 8099 - 287  
Fax: +49 (0) 201 / 8099 - 987  
Email: [jkiveris@klicktel.de](mailto:jkiveris@klicktel.de)

oder

Michael Müller (Haubrok Investor Relations)

Tel.: +49 (0) 211 / 301 26 - 106  
Fax: +49 (0) 211 / 301 26 - 172  
Email: [m.mueller@haubrok.de](mailto:m.mueller@haubrok.de)

## Gewinn- und Verlustrechnung

<b>klickTel AG</b>		2005		2006		2007e		2008e		2009e	
in Mio. €											
<b>Umsatzerlöse</b>		<b>16,0</b>	<b>100,0%</b>	<b>20,5</b>	<b>100,0%</b>	<b>21,0</b>	<b>100,0%</b>	<b>26,2</b>	<b>100,0%</b>	<b>30,5</b>	<b>100%</b>
Veränderung zum Vorjahr				28,1%		2,4%		24,8%		16,4%	
Bestandsveränderungen		0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Materialaufwand		2,2	13,8%	5,3	25,9%	2,9	14,0%	1,9	7,2%	1,8	5,8%
Veränderung zum Vorjahr				140,9%		-44,5%		-35,8%		-6,2%	
Personalaufwand		8,2	51,3%	11,3	55,1%	10,5	50,0%	12,0	45,8%	13,7	45,0%
Veränderung zum Vorjahr				37,8%		-7,1%		14,3%		14,4%	
Sonstiges Ergebnis		-5,7	-35,6%	-10,2	-49,8%	-9,0	-43,0%	-10,2	-39,0%	-11,6	-38,0%
Veränderung zum Vorjahr				78,9%		-11,5%		13,2%		13,4%	
<b>EBITDA</b>		<b>-0,1</b>	<b>-0,6%</b>	<b>-6,3</b>	<b>-30,7%</b>	<b>-1,5</b>	<b>-7,0%</b>	<b>2,1</b>	<b>8,0%</b>	<b>3,4</b>	<b>11,2%</b>
Veränderung zum Vorjahr				62,00		-76,7%		-242,6%		63,0%	
Abschreibungen		0,5	3,1%	1,3	6,3%	0,8	4,0%	1,0	3,9%	1,2	4,0%
Veränderung zum Vorjahr				1,60		-35,4%		21,6%		19,4%	
<b>EBIT</b>		<b>-0,6</b>	<b>-3,7%</b>	<b>-7,6</b>	<b>-37,1%</b>	<b>-2,3</b>	<b>-11,0%</b>	<b>1,1</b>	<b>4,1%</b>	<b>2,2</b>	<b>7,2%</b>
Veränderung zum Vorjahr				1166,7%		-69,6%		-146,5%		104,4%	
Finanzergebnis		0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
<i>Info: a.o. Ergebnis</i>		<i>0,0</i>		<i>-1,3</i>		<i>0,0</i>		<i>0,0</i>		<i>0,0</i>	
<b>Ergebnis vor Steuern</b>		<b>-0,6</b>	<b>-3,7%</b>	<b>-8,9</b>	<b>-43,4%</b>	<b>-2,3</b>	<b>-11,0%</b>	<b>1,1</b>	<b>4,1%</b>	<b>2,2</b>	<b>7,2%</b>
Steuerquote		-16,7%		0,0%		0,0%		8,0%		10,0%	
Ertragssteuern		0,1	0,6%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,1	0,3%	0,2	0,7%
<b>Jahresüberschuss</b>		<b>-0,7</b>	<b>-4,4%</b>	<b>-8,9</b>	<b>-43,4%</b>	<b>-2,3</b>	<b>-11,0%</b>	<b>1,0</b>	<b>3,8%</b>	<b>2,0</b>	<b>6,5%</b>
Veränderung zum Vorjahr				1171,4%		-74,0%		-142,8%		100,0%	
Saldo Bereinigungsposition		0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Anteile Dritter		0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
<b>Bereinigter Jahresüberschuss</b>		<b>-0,7</b>	<b>-4,4%</b>	<b>-8,9</b>	<b>-43,4%</b>	<b>-2,3</b>	<b>-11,0%</b>	<b>1,0</b>	<b>3,8%</b>	<b>2,0</b>	<b>6,5%</b>
Veränderung zum Vorjahr				1171,4%		-74,0%		-142,8%		100,0%	
Anzahl der Aktien		3,739		3,739		3,937		4,040		4,040	
<b>Gewinn je Aktie</b>		<b>-0,19</b>		<b>-2,39</b>		<b>-0,59</b>		<b>0,24</b>		<b>0,49</b>	

## Disclosures

### Haftungsausschluss / Disclaimer

Jedes Investment in Aktien ist mit erheblichen Risiken verbunden und kann im schlimmsten Fall bis zum Totalausfall führen. Diese Studie dient nur der Information und stellt keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der Aktien dar. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle und subjektive Einschätzung der Autoren wider. Der guten Ordnung halber wird darauf hingewiesen, dass sich diese ohne vorherige Information ändern kann. Weder die Autoren noch die GSC Research GmbH haften für Verluste und Schäden irgendwelcher Art, die im Zusammenhang mit Inhalten dieser Studie stehen.

Die in diesem Dokument enthaltenen Daten und Informationen stammen aus Quellen, die wir für vertrauenswürdig und verlässlich halten. Für deren Korrektheit und Vollständigkeit sowie mögliche andere Fehler jeglicher Art kann jedoch keinerlei Haftung übernommen werden. Für die Richtigkeit der im Rahmen der Studie seitens der Gesellschaft zur Verfügung gestellten Unterlagen und erteilte Auskünfte ist diese selbst verantwortlich. Der interessierte Anleger wird hiermit nachdrücklich dazu aufgefordert, sich ausführlich und weitergehend zu informieren und bei etwaigen Anlageentscheidungen eine qualifizierte Fachperson zu Rate zu ziehen.

Alle ausländischen Kapitalmarktregelungen, die die Erstellung, den Inhalt sowie den Vertrieb von Research zum Gegenstand haben, sind anzuwenden und vom Lieferanten wie auch vom Empfänger in jedweder Hinsicht zu beachten und einzuhalten. Mit der Entgegennahme des vorliegenden Dokuments erklären Sie sich einverstanden, dass die zuvor aufgeführten Regelungen für Sie bindend sind.

### Übersicht über unsere Empfehlungen für die Aktie in den vergangenen 12 Monaten:

<u>Veröffentlichungsdatum</u>	<u>Kurs bei Empfehlung</u>	<u>Empfehlung</u>	<u>Kursziel</u>
---	---	---	---

### Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversum sieht aktuell wie folgt aus (Stand 30.09.07):

<u>Empfehlung</u>	<u>Basis: alle analysierten Firmen</u>	<u>Basis: Firmen mit Kundenbeziehungen</u>
Kaufen	62,3%	78,9%
Halten	28,3%	15,8%
Verkaufen	9,4%	5,3%

### Mögliche Interessenskonflikte bei in diesem Research-Report genannten Gesellschaften:

<u>Firma</u>	<u>Disclosure</u>
klickTel AG	1

1. GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren Research-Berichte im Auftrag der Gesellschaft erstellt.
2. GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren Beratungsleistungen für die Gesellschaft erbracht.
3. GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren an der Umplatzierung von Aktien der Gesellschaft mitgewirkt.
4. Von GSC Research und/oder ihren verbundenen Unternehmen als (Sub-)Berater betreute Anleger halten Aktien der Gesellschaft.
5. Der Verfasser oder andere Mitarbeiter von GSC Research halten unmittelbar Aktien der Gesellschaft oder darauf bezogene Derivate (Gegenwert >500 Euro).
6. Organe und/oder maßgebliche Aktionäre dieser Gesellschaft sind an der GSC Info und Beteiligungen AG als Mutter von GSC Research unmittelbar beteiligt.
7. Investoren, die mit 2,5% oder mehr an der GSC Info und Beteiligungen AG als Mutter von GSC Research beteiligt sind (siehe [www.gsc-ag.de](http://www.gsc-ag.de)), halten unmittelbar Aktien der Gesellschaft oder darauf bezogene Derivate.