

**Kaufen** (alt: Kaufen)

**Kursziel EUR 9,10** (alt: 8,00)

**Kurs** EUR 6,49  
**Bloomberg** MOT GR  
**Reuters** MOTG  
**Branche** Telekommunikation

**Mox als Spezialist für globale Telefonie forscht, vermarktet und entwickelt Prepaid-Produkte für Festnetz-, Mobilfunk-, Internet- und Bezahlösungen.**



Aktien Daten: 09.08.2010 / Schlusskurs

**Marktkapitalisierung:** EUR 25,1 Mio.  
**Enterprise Value (EV):** EUR 33,5 Mio.  
**Buchwert:** EUR 17,2 Mio.  
**Aktienanzahl:** 3,9 Mio.  
**Handelsvolumen Ø:** EUR 126 Tsd.

**Aktionäre:**  
Freefloat 48,2 %  
Dr. Günter Schamel 31,6 %  
Christoph Zwingmann 7,9 %  
Claudia Zwingmann 1,7 %  
Dr. Jürgen Schulz 0,8 %  
Eigene Aktien 0,5 %

**Termine:**

Änderung	2010e		2011e		2012e	
	alt	Δ%	alt	Δ%	alt	Δ%
<b>Umsatz</b>	116	0	127	0	134	-
<b>EBIT</b>	3,9	56,4	4,3	60,8	7,5	-
<b>EPS</b>	0,82	51,2	0,90	58,9	1,57	-

Analyse: SES Research  
Publikationsdatum: 10.08.2010  
Analyst: Jochen Reichert  
+49 (0)40-309537-130  
reichert@ses.de

## Endgültige Zahlen; erfreuliche EBITDA-Steigerung von 74%

Nachdem am 03.03.2010 bereits die vorläufigen Zahlen bekannt gegeben wurden, hat MOX am 09.08.2010 den testierten Konzernabschluss für das Geschäftsjahr 2009 veröffentlicht. Gegenüber den vorläufigen Zahlen weichen der berichtete Umsatz (berichtet: EUR 100 Mio., yoy +17%; vorläufig: EUR 93 Mio.) sowie das berichtete EBITDA (berichtet: EUR 6 Mio., yoy +74%; vorläufig: EUR 4,3 Mio.) deutlich von den vorläufig veröffentlichten Zahlen ab. Zum einen wurde bei den vorläufig berichteten Zahlen die in 2009 akquirierte und ab 01.01.2009 voll konsolidierte IPS nicht berücksichtigt, zum anderen dürfte es sich bei den am 03.03.2010 veröffentlichten vorläufigen Zahlen um eine äußerst konservative Berechnung gehandelt haben.

Wesentliche Treiber von Umsatz und EBITDA waren die Märkte USA sowie Naher und Mittlerer Osten. Mox America konnte den Umsatz von USD 0,2 Mio. in 2008 auf USD 45,6 Mio. und Mox Arabia von EUR 11,5 Mio. auf EUR 27 Mio. steigern. Der Absatz von Calling Cards konnte in 2009 weltweit um 5 Mio. auf 35 Mio. erhöht werden. Die deutliche Steigerung des EBITDA um 74% auf EUR 6 Mio. ist neben Konsolidierungseffekten darauf zurückzuführen, dass bei nahezu gleichbleibender Rotertragsmarge (2009: 44,0%, 2008: 44,7%) die Personalaufwendungen und die sonstigen betrieblichen Aufwendungen unterproportional zum Umsatz gestiegen sind.

Mit dem erfolgreichen Verkauf der Tochtergesellschaft in Irland Ende 2009 sollte sich der Cash Flow strukturell ab 2010 deutlich verbessern. Mit der Konzentration des Europageschäfts bei der Schweizer IPS dürfte sich das Working Capital aufgrund von verkürzten Zahlungszyklen deutlich reduzieren.

### Der strukturelle Wachstumstreiber weltweite Migration und die damit steigende Nachfrage nach Lösungen für günstige Auslandstelefonie bleiben weiter intakt.

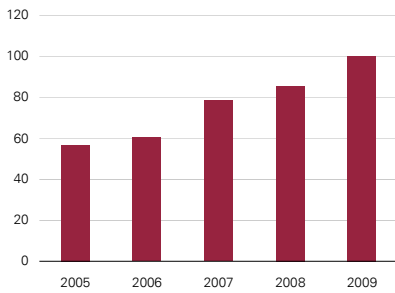
Mit der Positionierung im arabischen Raum sowie in Nordamerika ist MOX in zwei Regionen positioniert, die besonders durch Migrationsbewegungen geprägt sind. Weitere Wachstumsmöglichkeiten ergeben sich für MOX auf dem afrikanischen Kontinent. Darüber hinaus hat MOX mit der Akquisition von IPS die Produktpalette um die MOX Mastercard erweitert. Diese ist speziell auf Migranten ausgerichtet, die in ihre Heimatländer Geld transferieren wollen. Hierfür hat MOX auf Basis der Mastercard-Plattform ein spezielles Verfahren entwickelt, das deutlich kostengünstiger ist, als die herkömmlichen Anbieter von Geldtransfer-Dienstleistungen. MOX kann für den Absatz der MOX Mastercard auf das bestehende weltweite Vertriebsnetzwerk für Calling Cards zurückgreifen. Entsprechend ergibt sich in den nächsten Jahren ein hohes Absatzpotenzial.

Die EBIT-Prognosen 2010e werden um 56% und in 2011e um 60% deutlich erhöht, da die Rotertragsmarge im Kerngeschäft Calling Cards auf hohem Niveau bleiben sollte und die Mox Mastercard das Ergebnis ab 2011 treiben dürfte. Die margenstarken Regionen Nordamerika und arabischer Raum dürften weiter hohe Umsatzzuwächse realisieren. Das DCF-basierte Kursziel wird von EUR 8,00 auf EUR 9,10 erhöht. Ein EV/EBITDA 2010e von 5,6 sowie ein KGV 2010e von 6,0 untermauern die attraktive Bewertung. Die Empfehlung lautet weiter Kaufen.

Geschäftsjahresende:	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
<b>31.12.</b>							
in EUR Mio							
<b>Umsatz</b>	60,3	78,4	85,4	100	116	127	134
<i>Veränderung Umsatz yoy</i>	6,2 %	29,9 %	8,9 %	17,1 %	16,0 %	9,5 %	5,5 %
<b>Rohrertrag</b>	25,7	34,1	38,2	44,0	50,9	55,7	58,7
<i>Rohrertragsmarge</i>	42,6 %	43,5 %	44,7 %	44,0 %	43,9 %	43,9 %	43,8 %
<b>EBITDA</b>	2,3	2,4	3,5	6,1	6,8	7,6	8,1
<i>EBITDA-Marge</i>	3,7 %	3,0 %	4,1 %	5,9 %	5,9 %	6,0 %	6,1 %
<b>EBIT</b>	2,0	2,2	3,1	4,6	6,1	6,9	7,5
<i>EBIT-Marge</i>	3,4 %	2,8 %	3,6 %	4,4 %	5,3 %	5,4 %	5,6 %
<b>Jahresüberschuss</b>	1,3	1,6	2,1	3,3	4,8	5,5	6,1
<b>EPS</b>	0,55	0,62	0,81	0,87	1,24	1,43	1,57
<b>Free Cash Flow je Aktie</b>	-0,64	-0,50	-0,59	-0,98	0,42	0,70	0,68
<b>Dividende</b>	0,14	0,19	0,30	0,10	0,31	0,43	0,47
<i>Dividendenrendite</i>	2,2 %	2,9 %	4,6 %	1,5 %	4,8 %	6,6 %	7,2 %
<b>EV/Umsatz</b>	0,6	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,2
<b>EV/EBITDA</b>	15,4	14,8	9,9	5,7	4,9	4,2	3,8
<b>EV/EBIT</b>	17,1	16,1	11,2	7,5	5,5	4,6	4,2
<b>KGV</b>	11,8	10,5	8,0	7,5	5,2	4,5	4,1
<b>ROCE</b>	15,7 %	13,6 %	15,0 %	16,1 %	18,4 %	18,2 %	17,7 %
<b>Adj. Free Cash Flow Yield</b>	3,0 %	3,9 %	6,3 %	12,3 %	17,4 %	20,8 %	23,0 %

**Entwicklung Umsatz**

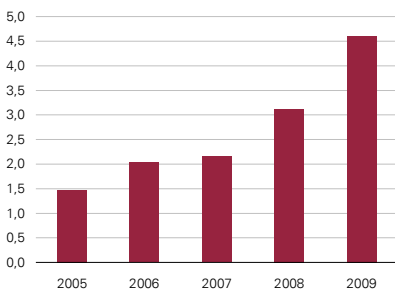
in EUR Mio.



Quelle: Mox Telecom

**Entwicklung EBIT**

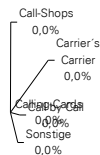
in EUR Mio.



Quelle: Mox Telecom

**Umsatz nach Geschäftsbereichen**

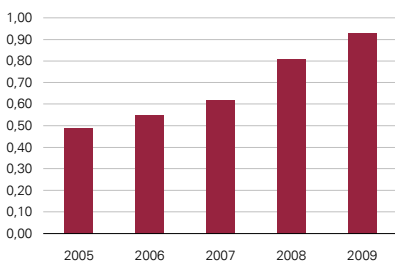
2009



Quelle: Mox Telecom

**EPS**

in EUR



Quelle: Mox Telecom

**Unternehmenshintergrund**

Mox Telecom ist ein Betreiber einer Software-Plattform, mit der technisch weltweit Anrufe mit sogenannten Calling Cards abgewickelt werden können. Für das Routen und terminieren der Calls unterhält das Unternehmen jeweils einen Switch-Standort in Deutschland, den USA und Singapur: In Switch-Standorten erhält ein Anbieter Zugang zum internationalen Telefon- und IP-Netzwerk. Die Standorte im EURO- und USD-Währungsraum haben den Vorteil, dass Devisenkursentwicklungen für Mox aufwandsneutral sind, da Mox über die beiden Standorte natürliches Hedging betreiben kann. Neben der Software-Plattform stellt Mox den Kunden die Calling Cards physisch zu Verfügung.

Zielkunden von Calling Cards sind Menschen mit Migrationshintergrund, die nach günstigen Telefoniemöglichkeiten in ihre Heimatländer suchen. Entsprechend ist Mox mit Vertriebsniederlassungen im arabischen, amerikanischen und europäischen Raum positioniert. Darüber hinaus unterhält Mox ein Technologie- und Entwicklungszentrum in Rumänien mit rund 60 Mitarbeitern.

Im Bereich Calling Cards zählt Mox Groß- und Zwischenhändler von Calling Cards zum Kundenkreis.

Ende 2009 hat Mox das in der Schweiz ansässige Unternehmen IPS übernommen. IPS hat ein innovatives Prepaid-Zahlungsprodukt auf Basis von Mastercard entwickelt. Mit dem Produkt lassen sich bequem und kostengünstig insbesondere Geldtransfers von Migranten in ihre Heimatländer durchführen. Mit der Übernahme hat Mox einen strukturellen Wachstumsmarkt erschlossen. Darüber hinaus wurde die Wertschöpfungskette hin zum Endverbraucher erweitert.

**Wettbewerbsqualität**

- Skalierbare Technologieplattform: Die Technologie von Mox ist skalierbar, d.h. sie kann in beliebig vielen Ländern für den Vertrieb und die Abwicklung von Calling Cards eingesetzt werden.
- Wachstumsmarkt: Weltweit dürften Migrationen zunehmen. Entsprechend steigt die Nachfrage nach günstigen Telefonielösungen in die Heimatländer.
- Natürliches Währungs-Hedging: Aufgrund „der Produktion der Telefonieinheiten“ sowohl im EURO-Raum als auch im USD-Raum ist Mox in der Lage, natürliches Devisen-Hedging zu betreiben. Je nach Wechselkursituation kann Mox die Telefongespräche entweder über die USA oder über Deutschland routen.

**Gewinn- und Verlustrechnung Mox Telecom**

in EUR Mio.

	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
<b>Umsatz</b>	<b>60,3</b>	<b>78,4</b>	<b>85,4</b>	<b>100</b>	<b>116</b>	<b>127</b>	<b>134</b>
Bestandsveränderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktivierete Eigenleistungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Gesamtleistung</b>	<b>60,3</b>	<b>78,4</b>	<b>85,4</b>	<b>100</b>	<b>116</b>	<b>127</b>	<b>134</b>
Materialaufwand	34,6	44,3	47,2	56,0	65,1	71,3	75,3
<b>Rohertrag</b>	<b>25,7</b>	<b>34,1</b>	<b>38,2</b>	<b>44,0</b>	<b>50,9</b>	<b>55,7</b>	<b>58,7</b>
Personalaufwendungen	2,6	2,9	3,1	3,4	3,7	3,9	4,2
Sonstige betriebliche Erträge	0,0	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1
Sonstige betriebliche Aufwendungen	20,9	28,9	31,7	34,5	40,5	44,2	46,5
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>EBITDA</b>	<b>2,3</b>	<b>2,4</b>	<b>3,5</b>	<b>6,1</b>	<b>6,8</b>	<b>7,6</b>	<b>8,1</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,4	0,4
<b>EBITA</b>	<b>2,1</b>	<b>2,2</b>	<b>3,3</b>	<b>6,0</b>	<b>6,6</b>	<b>7,3</b>	<b>7,7</b>
Abschreibungen auf iAV	0,0	0,0	0,2	1,4	0,5	0,4	0,3
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>2,0</b>	<b>2,2</b>	<b>3,1</b>	<b>4,6</b>	<b>6,1</b>	<b>6,9</b>	<b>7,5</b>
Zinserträge	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1
Zinsaufwendungen	0,3	0,4	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7
Finanzergebnis	-0,3	-0,3	-0,5	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7
<b>Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>1,8</b>	<b>1,8</b>	<b>2,6</b>	<b>4,0</b>	<b>5,4</b>	<b>6,2</b>	<b>6,8</b>
AO-Beitrag	-0,2	0,0	-0,3	-0,7	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>1,6</b>	<b>1,8</b>	<b>2,3</b>	<b>3,3</b>	<b>5,4</b>	<b>6,2</b>	<b>6,8</b>
Steuern gesamt	0,2	0,2	0,1	0,0	0,6	0,7	0,7
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>1,3</b>	<b>1,6</b>	<b>2,1</b>	<b>3,3</b>	<b>4,8</b>	<b>5,5</b>	<b>6,1</b>
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>1,3</b>	<b>1,6</b>	<b>2,1</b>	<b>3,3</b>	<b>4,8</b>	<b>5,5</b>	<b>6,1</b>
Minority interest	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>1,3</b>	<b>1,6</b>	<b>2,1</b>	<b>3,3</b>	<b>4,8</b>	<b>5,5</b>	<b>6,1</b>

Quellen: Mox Telecom (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

**Gewinn- und Verlustrechnung Mox Telecom**

in % vom Umsatz

	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
<b>Umsatz</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>
Bestandsveränderungen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Aktivierete Eigenleistungen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Gesamtleistung</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>
Materialaufwand	57,4 %	56,5 %	55,3 %	56,0 %	56,1 %	56,2 %	56,2 %
<b>Rohertrag</b>	<b>42,6 %</b>	<b>43,5 %</b>	<b>44,7 %</b>	<b>44,0 %</b>	<b>43,9 %</b>	<b>43,9 %</b>	<b>43,8 %</b>
Personalaufwendungen	4,3 %	3,7 %	3,6 %	3,4 %	3,2 %	3,1 %	3,1 %
Sonstige betriebliche Erträge	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %
Sonstige betriebliche Aufwendungen	34,6 %	36,9 %	37,1 %	34,5 %	34,9 %	34,8 %	34,7 %
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>
<b>EBITDA</b>	<b>3,7 %</b>	<b>3,0 %</b>	<b>4,1 %</b>	<b>6,1 %</b>	<b>5,9 %</b>	<b>6,0 %</b>	<b>6,1 %</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,3 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %	0,3 %	0,3 %
<b>EBITA</b>	<b>3,4 %</b>	<b>2,8 %</b>	<b>3,9 %</b>	<b>6,0 %</b>	<b>5,7 %</b>	<b>5,7 %</b>	<b>5,8 %</b>
Abschreibungen auf iAV	0,0 %	0,0 %	0,3 %	1,4 %	0,4 %	0,3 %	0,2 %
Goodwill-Abschreibung	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>EBIT</b>	<b>3,4 %</b>	<b>2,8 %</b>	<b>3,6 %</b>	<b>4,6 %</b>	<b>5,3 %</b>	<b>5,4 %</b>	<b>5,6 %</b>
Zinserträge	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Zinsaufwendungen	0,5 %	0,5 %	0,7 %	0,7 %	0,6 %	0,6 %	0,5 %
Finanzergebnis	-0,5 %	-0,4 %	-0,6 %	-0,7 %	-0,6 %	-0,5 %	-0,5 %
<b>Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>2,9 %</b>	<b>2,3 %</b>	<b>3,0 %</b>	<b>4,0 %</b>	<b>4,7 %</b>	<b>4,9 %</b>	<b>5,1 %</b>
AO-Beitrag	-0,4 %	0,0 %	-0,4 %	-0,7 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>EBT</b>	<b>2,6 %</b>	<b>2,3 %</b>	<b>2,7 %</b>	<b>3,3 %</b>	<b>4,7 %</b>	<b>4,9 %</b>	<b>5,1 %</b>
Steuern gesamt	0,4 %	0,3 %	0,2 %	0,0 %	0,5 %	0,5 %	0,6 %
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>2,2 %</b>	<b>2,1 %</b>	<b>2,5 %</b>	<b>3,3 %</b>	<b>4,2 %</b>	<b>4,4 %</b>	<b>4,5 %</b>
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>2,2 %</b>	<b>2,1 %</b>	<b>2,5 %</b>	<b>3,3 %</b>	<b>4,2 %</b>	<b>4,4 %</b>	<b>4,5 %</b>
Minority interest	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>2,2 %</b>	<b>2,1 %</b>	<b>2,5 %</b>	<b>3,3 %</b>	<b>4,2 %</b>	<b>4,4 %</b>	<b>4,5 %</b>

Quellen: Mox Telecom (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

### Bilanz Mox Telecom

in EUR Mio.

	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,0	0,0	0,0	0,9	0,9	0,9	0,9
davon übrige imm. VG	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,0	0,0	0,0	0,9	0,9	0,9	0,9
Sachanlagen	0,4	0,3	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Anlagevermögen</b>	<b>0,4</b>	<b>0,3</b>	<b>0,4</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>
Vorräte	0,5	0,5	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	12,1	15,3	23,8	10,0	12,4	13,6	14,7
Sonstige Vermögensgegenstände	1,1	1,7	1,8	21,1	22,2	24,2	26,7
Liquide Mittel	2,7	2,4	1,8	2,0	3,2	4,7	5,7
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>16,4</b>	<b>19,8</b>	<b>27,5</b>	<b>33,2</b>	<b>38,0</b>	<b>42,7</b>	<b>47,3</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>16,8</b>	<b>20,1</b>	<b>27,9</b>	<b>34,4</b>	<b>39,3</b>	<b>43,9</b>	<b>48,5</b>
<b>Passiva</b>							
Gezeichnetes Kapital	2,4	2,6	2,6	3,5	3,9	3,9	3,9
Kapitalrücklage	1,2	2,6	2,6	6,7	6,7	6,7	6,7
Gewinnrücklagen	1,1	0,1	0,1	0,1	4,6	8,9	13,3
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	1,7	3,9	5,3	6,9	6,6	6,6	6,6
Buchwert	6,3	9,2	10,7	17,2	21,7	26,1	30,5
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Eigenkapital</b>	<b>6,3</b>	<b>9,2</b>	<b>10,7</b>	<b>17,2</b>	<b>21,7</b>	<b>26,1</b>	<b>30,5</b>
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rückstellungen gesamt	1,0	1,1	1,8	2,3	2,3	2,3	2,3
Zinstragende Verbindlichkeiten	6,8	7,4	11,2	11,6	11,6	11,6	11,6
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	2,6	2,1	3,9	2,8	3,2	3,5	3,7
Sonstige Verbindlichkeiten	0,2	0,3	0,3	0,5	0,5	0,5	0,5
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>10,5</b>	<b>10,9</b>	<b>17,2</b>	<b>17,2</b>	<b>17,6</b>	<b>17,9</b>	<b>18,1</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>16,8</b>	<b>20,1</b>	<b>27,9</b>	<b>34,4</b>	<b>39,3</b>	<b>43,9</b>	<b>48,5</b>

Quellen: Mox Telecom (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

### Bilanz Mox Telecom

in % der Bilanzsumme

	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,2 %	0,1 %	0,0 %	2,6 %	2,4 %	2,0 %	1,8 %
davon übrige imm. VG	0,2 %	0,1 %	0,0 %	0,0 %	0,1 %	-0,1 %	0,0 %
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,0 %	0,0 %	0,0 %	2,6 %	2,3 %	2,0 %	1,9 %
Sachanlagen	2,1 %	1,4 %	1,4 %	0,9 %	0,7 %	0,7 %	0,6 %
Finanzanlagen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Anlagevermögen</b>	<b>2,3 %</b>	<b>1,5 %</b>	<b>1,4 %</b>	<b>3,6 %</b>	<b>3,2 %</b>	<b>2,7 %</b>	<b>2,5 %</b>
Vorräte	2,8 %	2,4 %	0,2 %	0,4 %	0,5 %	0,5 %	0,4 %
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	72,1 %	76,0 %	85,5 %	29,0 %	31,6 %	31,0 %	30,3 %
Sonstige Vermögensgegenstände	6,3 %	8,3 %	6,4 %	61,4 %	56,5 %	55,1 %	55,1 %
Liquide Mittel	16,2 %	12,1 %	6,6 %	5,7 %	8,2 %	10,8 %	11,8 %
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>97,5 %</b>	<b>98,7 %</b>	<b>98,7 %</b>	<b>96,5 %</b>	<b>96,8 %</b>	<b>97,4 %</b>	<b>97,6 %</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>
<b>Passiva</b>							
Gezeichnetes Kapital	14,3 %	13,1 %	9,5 %	10,2 %	9,9 %	8,8 %	8,0 %
Kapitalrücklage	6,9 %	13,1 %	9,4 %	19,5 %	17,1 %	15,3 %	13,9 %
Gewinnrücklagen	6,3 %	0,4 %	0,3 %	0,3 %	11,6 %	20,3 %	27,4 %
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	9,8 %	19,2 %	19,2 %	20,0 %	16,7 %	15,0 %	13,6 %
Buchwert	37,3 %	45,9 %	38,4 %	50,0 %	55,3 %	59,4 %	62,8 %
Anteile Dritter	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Eigenkapital</b>	<b>37,3 %</b>	<b>45,9 %</b>	<b>38,4 %</b>	<b>50,0 %</b>	<b>55,3 %</b>	<b>59,4 %</b>	<b>62,8 %</b>
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Rückstellungen gesamt	5,9 %	5,6 %	6,6 %	6,6 %	5,8 %	5,2 %	4,7 %
Zinstragende Verbindlichkeiten	40,3 %	37,0 %	40,1 %	33,7 %	29,5 %	26,4 %	23,9 %
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	15,3 %	10,4 %	14,0 %	8,2 %	8,1 %	8,0 %	7,6 %
Sonstige Verbindlichkeiten	1,0 %	1,3 %	0,9 %	1,5 %	1,3 %	1,2 %	1,1 %
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>62,4 %</b>	<b>54,4 %</b>	<b>61,6 %</b>	<b>49,9 %</b>	<b>44,7 %</b>	<b>40,7 %</b>	<b>37,3 %</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>

Quellen: Mox Telecom (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

**Kapitalflussrechnung Mox Telecom**

in EUR Mio.

	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	1,3	1,6	2,1	3,1	4,8	5,5	6,1
Abschreibung Anlagevermögen	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,4	0,4
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,0	0,0	0,2	1,4	0,5	0,4	0,3
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,3	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	0,0	1,0	0,0	-1,4	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow</b>	<b>1,8</b>	<b>2,9</b>	<b>2,5</b>	<b>3,2</b>	<b>5,5</b>	<b>6,3</b>	<b>6,7</b>
Veränderung Vorräte	0,0	0,0	0,4	-0,1	-0,1	0,0	0,0
Veränderung Forderungen aus L+L	-3,0	-3,8	-8,6	13,9	-2,4	-1,2	-1,1
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	-0,2	-0,4	1,8	-1,1	0,4	0,3	0,2
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,0	0,0	2,5	-19,2	-1,1	-2,0	-2,5
Veränderung Working Capital	-3,2	-4,1	-3,9	-6,5	-3,2	-2,9	-3,4
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit</b>	<b>-1,4</b>	<b>-1,2</b>	<b>-1,3</b>	<b>-3,3</b>	<b>2,3</b>	<b>3,4</b>	<b>3,3</b>
CAPEX	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	-0,7	-0,7	-0,7
Zugänge aus Akquisitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	-1,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-1,2</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,7</b>
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	0,9	0,7	3,7	0,4	0,0	0,0	0,0
Dividende Vorjahr	-0,3	-0,4	-0,7	-0,8	-0,4	-1,2	-1,7
Erwerb eigener Aktien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	1,7	0,0	4,9	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	0,0	0,0	0,0	-1,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>0,6</b>	<b>2,0</b>	<b>3,0</b>	<b>3,5</b>	<b>-0,4</b>	<b>-1,2</b>	<b>-1,7</b>
Veränderung liquide Mittel	-2,0	0,7	1,5	-0,2	1,3	1,5	1,0
<b>Effekte aus Wechselkursänderungen</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Endbestand liquide Mittel</b>	<b>1,5</b>	<b>2,2</b>	<b>3,7</b>	<b>1,4</b>	<b>3,0</b>	<b>4,5</b>	<b>5,5</b>

Quellen: Mox Telecom (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

## Kennzahlen Mox Telecom

	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
<b>Operative Effizienz</b>							
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	96,3 %	97,0 %	95,9 %	93,9 %	94,1 %	94,0 %	93,9 %
Umsatz je Mitarbeiter	678.079	871.089	949.011	869.722	1.008.696	1.076.271	1.126.050
EBITDA je Mitarbeiter	25.303	26.156	38.889	51.635	59.210	64.792	68.351
EBIT-Marge	3,4 %	2,8 %	3,6 %	4,4 %	5,3 %	5,4 %	5,6 %
EBITDA / Operating Assets	21,7 %	16,9 %	17,2 %	77,9 %	70,3 %	72,1 %	70,7 %
ROA	343,6 %	544,1 %	548,3 %	249,2 %	389,8 %	472,5 %	503,7 %
<b>Kapitaleffizienz</b>							
Plant Turnover	171	277	218	319	411	422	448
Operating Assets Turnover	5,8	5,6	4,2	13,1	12,0	12,0	11,7
Capital Employed Turnover	4,3	4,4	3,6	3,2	3,3	3,2	3,0
<b>Kapitalverzinsung</b>							
ROCE	15,7 %	13,6 %	15,0 %	16,1 %	18,4 %	18,2 %	17,7 %
EBITDA / Avg. Capital Employed	17,4 %	14,8 %	16,9 %	21,7 %	20,4 %	20,3 %	19,3 %
ROE	21,0 %	17,7 %	20,0 %	17,8 %	22,2 %	21,3 %	19,9 %
Jahresüberschuss / Avg. EK	22,8 %	21,0 %	21,5 %	22,0 %	24,8 %	23,2 %	21,5 %
Fortgeführter Jahresüberschuss / Avg. EK	22,8 %	21,0 %	21,5 %	22,0 %	24,8 %	23,2 %	21,5 %
ROIC	9,4 %	9,2 %	9,0 %	9,9 %	13,5 %	13,9 %	13,7 %
<b>Solvanz</b>							
Nettoverschuldung	4,0	5,0	9,3	9,6	8,4	6,8	5,9
Net Gearing	64,5 %	54,5 %	87,2 %	56,0 %	38,4 %	26,2 %	19,3 %
Buchwert EK / Buchwert Finanzv.	92,6 %	123,8 %	95,7 %	148,4 %	187,4 %	225,0 %	262,9 %
Current ratio	3,7	4,1	3,9	2,9	3,2	3,5	3,8
Acid Test Ratio	2,9	3,3	3,1	2,4	2,7	2,9	3,2
EBITDA / Zinsaufwand	7,3	5,7	6,0	8,9	9,7	10,9	11,6
Netto Zinsdeckung	7,5	6,7	6,0	6,7	8,7	10,6	11,5
<b>Kapitalfluss</b>							
Free Cash Flow	-1,5	-1,3	-1,5	-3,4	1,6	2,7	2,6
Free Cash Flow / Umsatz	-2,6 %	-1,7 %	-1,8 %	-3,4 %	1,4 %	2,1 %	2,0 %
Adj. Free Cash Flow	1,0	1,3	2,2	4,3	5,8	6,6	7,1
Adj. Free Cash Flow / Umsatz	1,2 %	1,0 %	2,1 %	4,3 %	3,9 %	4,1 %	4,2 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	-116,9 %	-81,1 %	-72,2 %	-112,2 %	34,0 %	48,8 %	43,4 %
Zinserträge / Avg. Cash	1,2 %	3,5 %	2,8 %	0,4 %	0,0 %	1,3 %	1,0 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	4,9 %	5,8 %	6,2 %	5,9 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %
Ausschüttungsquote	25,5 %	30,8 %	36,9 %	11,5 %	24,9 %	30,0 %	30,0 %
<b>Mittelverwendung</b>							
Investitionsquote	2,0 %	0,1 %	0,2 %	0,1 %	0,6 %	0,6 %	0,5 %
Maint. Capex / Umsatz	1,7 %	1,3 %	1,2 %	1,0 %	0,9 %	0,8 %	0,7 %
CAPEX / Abschreibungen	555,3 %	58,4 %	51,5 %	7,5 %	100,6 %	91,9 %	104,5 %
Avg. Working Capital / Umsatz	14,0 %	15,1 %	19,7 %	13,7 %	7,2 %	7,8 %	8,0 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	471,8 %	732,6 %	612,3 %	354,9 %	387,5 %	388,6 %	397,3 %
Inventory processing period (Tage)	2,9	2,2	0,2	0,5	0,5	0,5	0,5
Receivables collection period (Tage)	73,3	71,1	102	36,4	39,0	39,0	40,0
Payables payment period (Tage)	15,5	9,7	16,6	10,3	10,0	10,0	10,0
Cash conversion cycle (Tage)	60,6	63,4	85,5	26,7	29,5	29,5	30,5
<b>Bewertung</b>							
Dividendenrendite	2,2 %	2,9 %	4,6 %	1,5 %	4,8 %	6,6 %	7,2 %
P/B	4,0	2,7	2,3	1,5	1,2	1,0	0,8
EV/sales	0,6	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,2
EV/EBITDA	15,4	14,8	9,9	5,7	4,9	4,2	3,8
EV/EBIT	17,1	16,1	11,2	7,5	5,5	4,6	4,2
EV/FCF	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	20,4	11,8	11,8
P/E	11,8	10,5	8,0	7,5	5,2	4,5	4,1
P/CF	13,9	8,5	9,9	7,9	4,6	4,0	3,7
Adj. Free Cash Flow Yield	5,2 %	8,5 %	7,3 %	9,2 %	16,5 %	19,7 %	21,7 %

Quellen: Mox Telecom (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

### Free Cash Flow Yield - Mox Telecom

Angaben in Mio. EUR	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Jahresüberschuss	1,3	1,6	2,1	3,1	4,8	5,5	6,1
+ Abschreibung + Amortisation	0,2	0,2	0,4	1,5	0,7	0,8	0,7
- Zinsergebnis (netto)	-0,3	-0,3	-0,5	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7
+ Steuern	0,2	0,2	0,1	0,0	0,6	0,7	0,7
- Erhaltungsinvestitionen	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>= Adjustierter Free Cash Flow</b>	<b>1,0</b>	<b>1,3</b>	<b>2,2</b>	<b>4,3</b>	<b>5,8</b>	<b>6,6</b>	<b>7,1</b>
Adjustierter Free Cash Flow Yield	3,0%	3,9%	6,3%	12,3%	17,4%	20,8%	23,0%
Fairer Free Cash Flow Yield	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
<b>= Enterprise Value</b>	<b>34,8</b>	<b>34,8</b>	<b>34,8</b>	<b>34,8</b>	<b>33,5</b>	<b>32,0</b>	<b>31,0</b>
<b>= Fairer Enterprise Value</b>	<b>10,4</b>	<b>13,4</b>	<b>21,9</b>	<b>42,7</b>	<b>58,1</b>	<b>66,5</b>	<b>71,3</b>
- Nettoverschuldung (Cash)	9,6	9,6	9,6	9,6	8,3	6,8	5,9
- Pensionsverbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Sonstige	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>= Faire Marktkapitalisierung</b>	<b>0,8</b>	<b>3,8</b>	<b>12,3</b>	<b>33,1</b>	<b>49,7</b>	<b>59,6</b>	<b>65,5</b>
Aktienanzahl (Mio.)	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9
<b>= Fairer Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>0,20</b>	<b>0,98</b>	<b>3,16</b>	<b>8,54</b>	<b>12,85</b>	<b>15,40</b>	<b>16,91</b>
Premium (-) / Discount (+) in %	-96,9%	-84,9%	-51,2%	31,5%	98,0%	137,2%	160,5%

### Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)

	13,0%	-	0,18	1,86	5,99	9,38	11,44	12,66
	12,0%	-	0,40	2,22	6,70	10,35	12,54	13,84
Fairer	11,0%	-	0,66	2,65	7,53	11,48	13,84	15,23
Free Cash Flow	<b>10,0%</b>	<b>0,20</b>	<b>0,98</b>	<b>3,16</b>	<b>8,54</b>	<b>12,85</b>	<b>15,40</b>	<b>16,91</b>
Yield	9,0%	0,50	1,36	3,79	9,76	14,51	17,30	18,96
	8,0%	0,88	1,85	4,58	11,29	16,60	19,69	21,51
	7,0%	1,36	2,46	5,59	13,26	19,28	22,75	24,80

Quellen: Mox Telecom (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen; Aktienzahl 2006 bis 2008 ist adjustiert)

### DCF Modell - Mox Telecom

Angaben in Mio. EUR	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Umsatz	116,0	127,0	134,0	140,7	146,3	152,2	158,3	164,6	171,2	176,3	179,8	181,6	183,5	185,3
Veränderung	16,0%	9,5%	5,5%	5,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	3,0%	2,0%	1,0%	1,0%	1,0%
EBIT	6,1	6,9	7,5	7,9	8,2	8,4	7,1	6,6	6,7	6,9	6,5	6,4	6,4	6,5
EBIT-Marge	5,3%	5,4%	5,6%	5,6%	5,6%	5,5%	4,5%	4,0%	3,9%	3,9%	3,6%	3,5%	3,5%	3,5%
Steuerquote	11,0%	11,0%	11,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	15,0%	15,0%	20,0%	20,0%	23,0%	23,0%	25,0%
NOPAT	5,4	6,1	6,6	6,9	7,1	7,3	6,2	5,6	5,7	5,5	5,2	4,9	4,9	4,9
Abschreibungen in % vom Umsatz	0,7	0,8	0,7	1,1	1,5	2,3	2,4	2,5	2,6	2,6	2,7	2,7	2,8	2,8
	0,6%	0,6%	0,5%	0,8%	1,0%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	-3,1	-3,9	-2,9	-0,4	-1,5	-1,5	-1,6	-1,6	-1,7	-1,3	-0,9	-0,5	-0,5	-0,5
- Investitionen	-0,7	-0,7	-0,7	-1,2	-1,9	-2,1	-2,4	-2,5	-2,6	-2,6	-2,7	-2,7	-2,8	-2,8
Investitionsquote	0,6%	0,6%	0,5%	0,9%	1,3%	1,4%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Übriges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Free Cash Flow (WACC-Modell)	2,3	2,3	3,7	6,4	5,2	5,9	4,6	4,0	4,0	4,2	4,3	4,4	4,5	4,4

### Modellparameter

Fremdkapitalquote	25,00%	Beta	1,40
Fremdkapitalzins	6,8%	WACC	9,85%
Marktrendite	9,00%		
Risikofreie Rendite	3,50%	Ewiges Wachstum	1,00%

### Wertermittlung (Mio. EUR)

Barwerte bis 2023	32,9		
Terminal Value	14,2		
Verbindlichkeiten	-11,6		
Liquide Mittel	0,0	Aktienzahl (Mio.)	3,87
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>35,5</b>	<b>Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>9,16</b>

### Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

#### Ewiges Wachstum

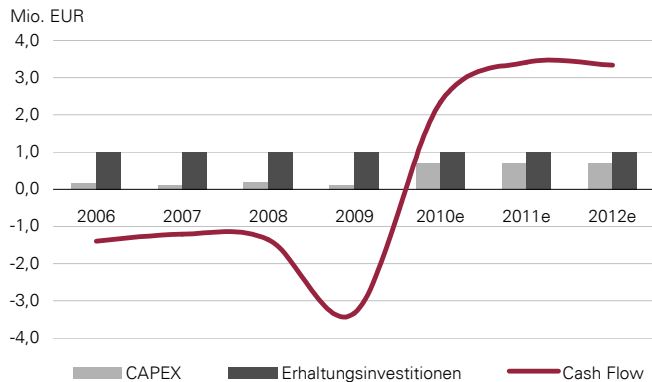
WACC	0,25%	0,50%	0,75%	1,00%	1,25%	1,50%	1,75%
10,85%	7,78	7,85	7,92	7,99	8,06	8,14	8,23
10,35%	8,30	8,38	8,46	8,55	8,64	8,73	8,83
10,10%	8,58	8,67	8,75	8,85	8,94	9,05	9,16
<b>9,85%</b>	<b>8,88</b>	<b>8,97</b>	<b>9,06</b>	<b>9,16</b>	<b>9,27</b>	<b>9,38</b>	<b>9,50</b>
9,60%	9,19	9,29	9,39	9,50	9,62	9,74	9,87
9,35%	9,52	9,62	9,74	9,86	9,98	10,12	10,26
8,85%	10,23	10,35	10,49	10,63	10,79	10,95	11,13

#### Delta EBIT-Marge

WACC	-1,5 PP	-1,0 PP	-0,5 PP	0,0	+0,5 PP	+1,0 PP	+1,5 PP
10,85%	2,89	4,59	6,29	7,99	9,69	11,39	13,09
10,35%	3,19	4,97	6,76	8,55	10,33	12,12	13,90
10,10%	3,35	5,18	7,01	8,85	10,68	12,51	14,34
<b>9,85%</b>	<b>3,52</b>	<b>5,40</b>	<b>7,28</b>	<b>9,16</b>	<b>11,05</b>	<b>12,93</b>	<b>14,81</b>
9,60%	3,70	5,63	7,57	9,50	11,43	13,37	15,30
9,35%	3,88	5,87	7,87	9,86	11,85	13,84	15,83
8,85%	4,30	6,41	8,52	10,63	12,74	14,86	16,97

Quelle: SES Research

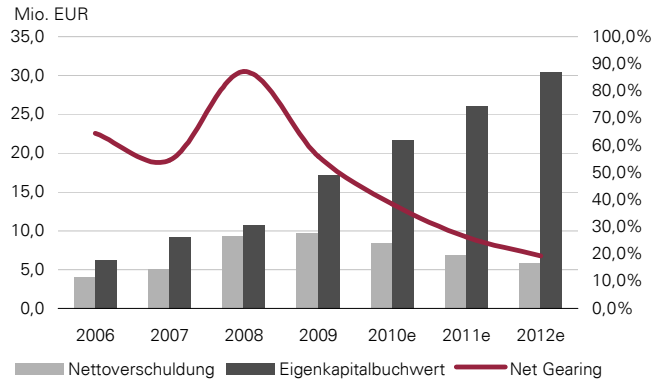
### Investitionen und Cash Flow - Mox Telecom



Quellen: Mox Telecom (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- Anstieg des Cash Flow durch Margenverbesserung bedingt durch Produktion der Telefonminuten in den USA

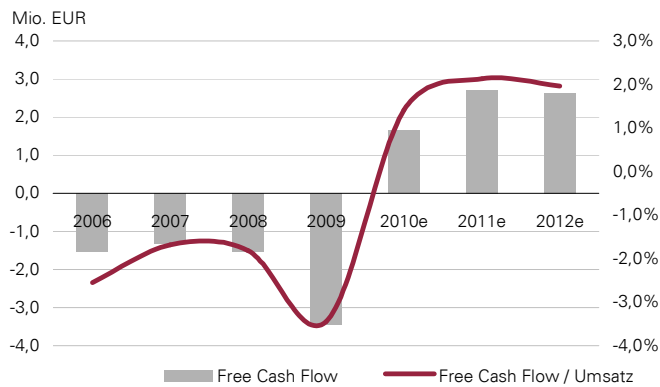
### Bilanzqualität - Mox Telecom



Quellen: Mox Telecom (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- Solide Bilanz: Net debt/EBITDA ~ 1,6 per Ende Q4/08

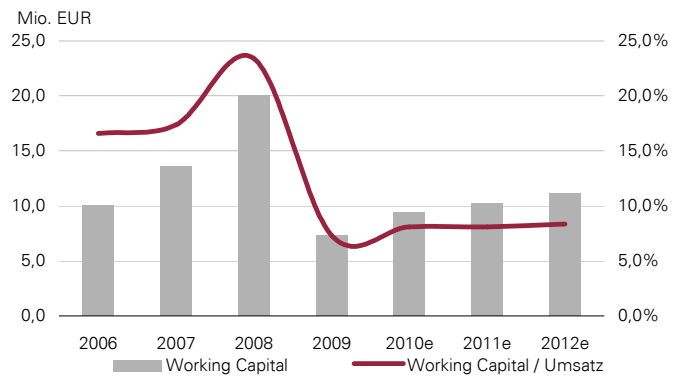
### Free Cash Flow Generation - Mox Telecom



Quellen: Mox Telecom (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- Anstieg des Cash Flow durch Margenverbesserung bedingt durch Produktion der Telefonminuten in den USA

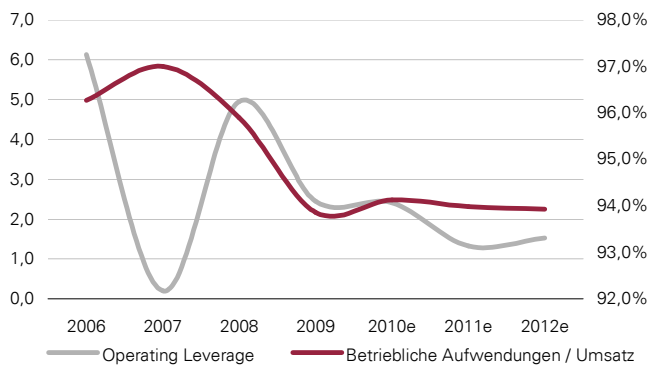
### Working Capital - Mox Telecom



Quellen: Mox Telecom (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- Anstieg der Working Capital Quote geht einher mit der Expansion in ausländische Märkte

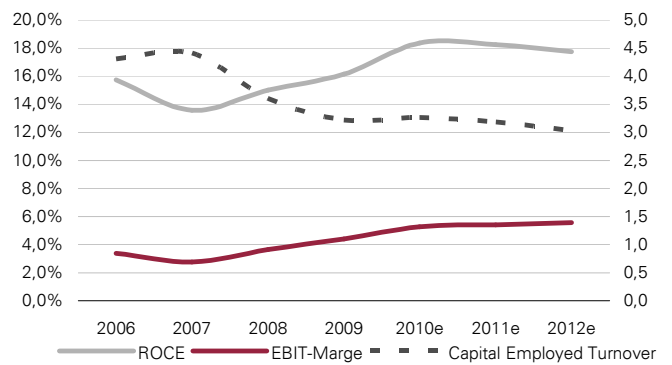
### Operating Leverage - Mox Telecom



Quellen: Mox Telecom (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- Mit Start der Produktion der Telefonminuten in den USA konnten die betrieblichen Aufwendungen deutlich gesenkt werden

### ROCE Entwicklung - Mox Telecom



Quellen: Mox Telecom (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- Stabilisierung des ROCE durch Ausweitung der Geschäftsaktivitäten in den Nahen Osten und den USA

## Rechtshinweis / Disclaimer

Dieser Research Report wurde von der SES Research GmbH, einer Tochter der M.M.Warburg & CO KGaA, erstellt; er enthält ausgewählte Informationen und erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit. Die Analyse stützt sich auf allgemein zugängliche Informationen und Daten ("die Information"), die als zuverlässig gelten. Die SES Research GmbH hat die Information jedoch nicht auf ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit geprüft und übernimmt für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Information keine Haftung. Etwaige unvollständige oder unrichtige Informationen begründen keine Haftung der M.M.Warburg & CO KGaA oder der SES Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, und M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH haften nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernehmen M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH keine Haftung für in diesen Analysen enthaltene Aussagen, Planungen oder sonstige Einzelheiten bezüglich der untersuchten Unternehmen, deren verbundener Unternehmen, Strategien, konjunkturelle, Markt- und/oder Wettbewerbslage, gesetzliche Rahmenbedingungen usw. Obwohl die Analyse mit aller Sorgfalt zusammengestellt wurde, können Fehler oder Unvollständigkeiten nicht ausgeschlossen werden. M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH, deren Anteilseigner und Angestellte übernehmen keine Haftung für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen oder Schlüsse, die aus in dieser Analyse enthaltenen Informationen abgeleitet werden. Soweit eine Analyse im Rahmen einer bestehenden vertraglichen Beziehung, z.B. einer Finanzberatung oder einer ähnlichen Dienstleistung, ausgehändigt wird, ist die Haftung der M.M.Warburg & CO KGaA und der SES Research GmbH auf grobe Fahrlässigkeit und Vorsatz begrenzt. Sollten wesentliche Angaben unterlassen worden sein, haften M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH für einfache Fahrlässigkeit. Der Höhe nach ist die Haftung von M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH auf Ersatz von typischen und vorhersehbaren Schäden begrenzt. Die Analyse stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers dar. Es ist möglich, dass Gesellschafter, Geschäftsleitung oder Angestellte der M.M.Warburg & CO KGaA oder der SES Research GmbH in verantwortlicher Stellung, z.B. als Mitglied des Aufsichtsrats, in den in der Analyse genannten Gesellschaften tätig sind. Die in dieser Analyse enthaltenen Meinungen können ohne Ankündigung geändert werden. Alle Rechte vorbehalten.

## Urheberrechte

Das Werk einschließlich aller Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Speicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

## Erklärung gemäß § 34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

Gemäß § 34 b WpHG und FinAnV besteht u.a. die Verpflichtung bei einer Finanzanalyse auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf das analysierte Unternehmen hinzuweisen. In diesem Zusammenhang weisen wir auf folgendes hin:

- M.M.Warburg & CO KGaA oder SES Research GmbH hat mit diesem Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung einer Finanzanalyse getroffen.

Die Bewertung, die der Anlageempfehlung für das hier analysierte Unternehmen zugrunde liegt, stützt sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie das DCF-Modell, Peer-Gruppen-Vergleich und – wo möglich – ein Sum-of-the-parts-Modell.

M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH haben interne organisatorische und regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenkonflikten vorzubeugen und diese, sofern vorhanden, offen zulegen.

Die von M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH hergeleiteten Bewertungen, Empfehlungen und Kursziele für die analysierten Unternehmen werden ständig überprüft und können sich daher ändern, sollte sich einer der diesen zugrunde liegenden fundamentalen Faktoren ändern.

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Finanzanalyse angegeben werden, sind Schlusskurse des in der Analyse angegebenen Datums, soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird.

Weder die Analysten der M.M.Warburg & CO KGaA noch die Analysten der SES Research GmbH beziehen eine Vergütung - weder direkt noch indirekt - aus Investmentbankinggeschäften der M.M.Warburg Bank oder eines mit ihr verbundenen Unternehmens.

M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH unterliegen der Aufsicht durch die BaFin – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.

**Anlageempfehlung:** Erwartete Entwicklung des Preises des Finanzinstruments bis zum angegebenen Kursziel, nach Meinung des dieses Finanzinstrument betreuenden Analysten.

- K **Kaufen:** Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten steigt.
- H **Halten:** Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten weitestgehend stabil bleibt.
- V **Verkaufen:** Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten fällt.
- “-“ **Empfehlung ausgesetzt:** Die Informationslage lässt eine Beurteilung des Unternehmens momentan nicht zu.

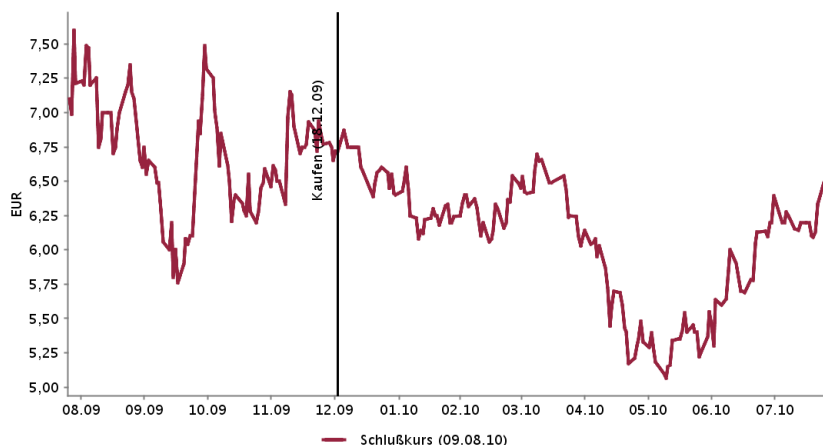
M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	121	62%
Halten	51	26%
Verkaufen	6	3%
Empf. ausgesetzt	16	8%
<b>Gesamt</b>	<b>194</b>	

M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung, unter Berücksichtigung nur der Unternehmen, für die veröffentlichungspflichtige Informationen gemäß § 34b WpHG und FinAnV vorliegen:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	94	70%
Halten	32	24%
Verkaufen	1	1%
Empf. ausgesetzt	7	5%
<b>Gesamt</b>	<b>134</b>	

**Kurs- und Empfehlungs-Historie  
Mox Telecom AG am 10.08.10**



Im Chart werden Markierungen angezeigt, wenn die SES Research GmbH in den vergangenen 12 Monaten das Rating geändert hat. Jede Markierung repräsentiert das Datum und den Schlusskurs am Tag der Ratinganpassung.

## SES Research GmbH

SES Research GmbH | Hermannstraße 9 | 20095 Hamburg

Tel.: +49 40 309537 - 0 | Fax: +49 40 309537 - 110 | info@ses.de | www.ses.de

**SES | RESEARCH**  
Ein Unternehmen der Warburg Gruppe

### Analyse

<b>Felix Ellmann</b>	+49 (0)40-309537 - 120 ellmann@ses.de	<b>Tim Kruse</b>	+49 (0)40-309537 – 180 kruse@ses.de
<b>Henner Rüschemeyer</b>	+49 (0)40-309537 - 270 rueschmeier@ses.de	<b>Frank Laser</b>	+49 (0)40-309537 – 235 laser@ses.de
<b>Dr. Karsten von Blumenthal</b>	+49 (0)40-309537 - 150 blumenthal@ses.de	<b>Jochen Reichert</b>	+49 (0)40-309537 – 130 reichert@ses.de
<b>Björn Blunck</b>	+49 (0)40-309537 – 160 blunck@ses.de	<b>Malte Schaumann</b>	+49 (0)40-309537 – 170 schaumann@ses.de
<b>Daniel Bonn</b>	+49 (0)40-309537 – 250 bonn@ses.de	<b>Franziska Schmidt-Petersen</b>	+49 (0)40-309537 – 100 schmidt-petersen@ses.de
<b>Annika Boysen</b>	+49 (0)40-309537 – 220 boysen@ses.de	<b>Claudia Vedder</b>	+49 (0)40-309537 – 105 vedder@ses.de
<b>Finn Henning Breiter</b>	+49 (0)40-309537 – 230 breiter@ses.de	<b>Katrin Wauker</b>	+49 (0)40-309537 – 200 wauker@ses.de
<b>Torsten Klingner</b>	+49 (0)40-309537 – 260 klingner@ses.de	<b>Andreas Wolf</b>	+49 (0)40-309537 – 140 wolf@ses.de

## M.M. Warburg & CO KGaA

M.M. Warburg & CO KGaA | Ferdinandstraße 75 | 20095 Hamburg

Tel.: +49 40 3282 - 0 | Fax: +49 40 3618 - 1000 | info@mmwarburg.com | www.mmwarburg.com



**M. M. WARBURG & CO**  
1798

### Institutional Sales

<b>Barbara C. Effler</b> Head of Equities	+49 (0)40-3282 - 2686 beffler@mmwarburg.com	<b>Holger Nass</b> Head of Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2669 hnass@mmwarburg.com
<b>Oliver Merckel</b> Head of Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2634 omerckel@mmwarburg.com	<b>Christian Alisch</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2667 calisch@mmwarburg.com
<b>Thekla Struve</b> Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2668 tstruve @mmwarburg.com	<b>Matthias Fritsch</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 – 2696 mfritsch@mmwarburg.com
<b>Gudrun Bolsen</b> Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2679 gbolsen@mmwarburg.com	<b>Benjamin Kassen</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2630 bkassen@mmwarburg.com
<b>Bastian Quast</b> Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2701 bquast@mmwarburg.com	<b>Michael Kriszun</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2695 mkriszun@mmwarburg.com
<b>Patrick Schepelmann</b> Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2700 pschepelmann@mmwarburg.com	<b>Dirk Rosenfelder</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2692 drosenfelder@mmwarburg.com
<b>Jörg Treptow</b> Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2658 jtreptow@mmwarburg.com	<b>Felix Schulte</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2666 fschulte@mmwarburg.com
<b>Andrea Carstensen</b> Sales Assistance	+49 (0)40-3282 - 2632 acarstensen@mmwarburg.com	<b>Marco Schumann</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2665 mschumann@mmwarburg.com
<b>Wibke Möller</b> Sales Assistance	+49 (0)40-3282 - 2703 wmoeller@mmwarburg.com	<b>Philipp Stumpfegger</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2635 pstumpfegger@mmwarburg.com
<b>Katharina Bruns</b> Roadshow / Marketing	+49 (0)40-3282 - 2694 kbruns@mmwarburg.com	<b>Andreas Wessel</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2663 awessel@mmwarburg.com