

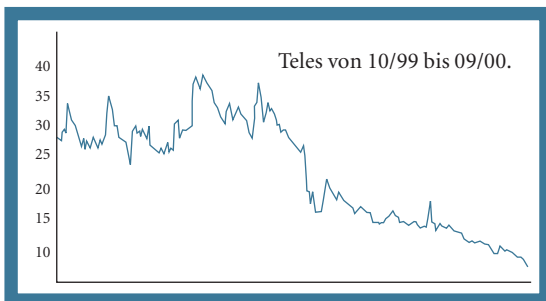
TELEKOMMUNIKATION

Analyse

Teles

Gelingt Schindler der
Turnaround?

Eigentlich gehört Teles zur Elite des Neuen Marktes. Was aber seit Ende letzten Jahres mit der Teles-Aktie passiert ist, grenzt schon an Geldvernichtung. Anfang November noch mit zweistelligen Kurssteigerungszielen innerhalb eines Monats von allen Analysten und Anlegern hochbejubelt, ging es nahezu ebenso schnell in die andere Richtung wieder bergab. Anteilseigner bekamen den Begriff Volatilität im Selbstversuch erklärt: Innerhalb eines halben Jahres von 10 auf 90 Euro und wieder zurück. Dabei haben sich die Mannen um Gründer und Vorstandsvorsitzender Sigram Schindler so viel vorgenommen. Nun liegt es an Ihnen, Teles wieder auf die Erfolgspur zurückzuführen.



Mit einem Verlust von über 80% seit dem Jahreshoch erwies sich die Teles-Aktie bisher in diesem Jahr als Flop.

Von der Uni an die Börse

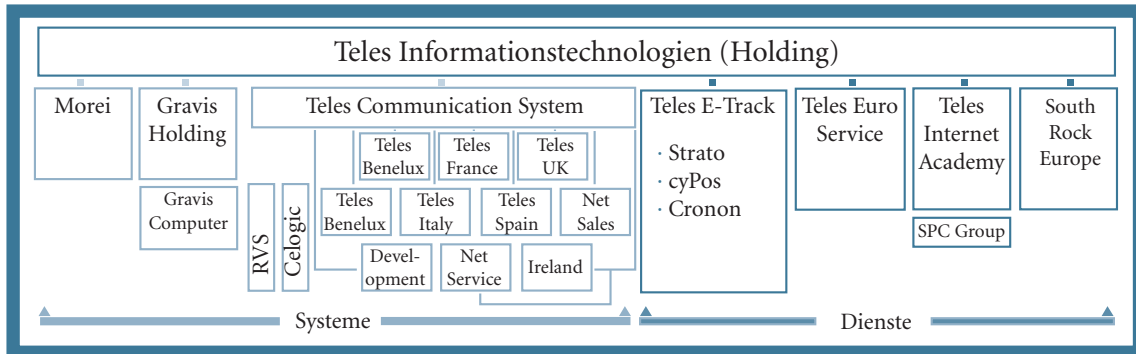
Was macht ein Professor für Betriebs- und Kommunikationssysteme, wenn er mit seinen Forschungsergebnissen Geld verdienen möchte? Er gründet eine Firma! So geschehen 1983, als Prof. Dr.-Ing. Sigram Schindler in Berlin die Teles GmbH als High-Tech-Unternehmen für Betriebssystem-/Kommunikations-/Text- und Sicherheitstechnologien gründete. Durch die enge Zusammenarbeit mit der Technischen Universität Berlin in der Forschung und Entwicklung entwickelte sich Teles in kürzester Zeit zu einem herausragenden Partner für bedeutende Unternehmungen, vor allem bei dem Mitwirken für Tele-

kommunikationsstandardisierungen. Zur gleichen Zeit gründeten etliche Studenten aus Prof. Schindlers Fachgebiet Wettbewerbsunternehmen der Teles. Zu Beginn der 90er Jahre begann Teles, Eigenentwicklungen für den Telekommunikationsmarkt zu vermarkten. In nur wenigen Jahren wurde aus dem Unternehmen einer der weltweit führenden Hersteller von ISDN-Endgeräten für den PC-Massenmarkt. Logische Konsequenz dieses rasanten Wachstums war 1996 die Umwandlung in eine Aktiengesellschaft. Im selben Jahr gehörte Teles zu den fünfzig erfolgreichsten Unternehmen in Deutschland. Prof. Schindler wurde vom Manager-Magazin zum High-Tech-Manager des Jahres 1997 gewählt. 1998 schließlich gelang ein fulminanter Börsengang am Neuen Markt in Frankfurt.

Die Wandlung

1998 trat in der Europäischen Union die Liberalisierung der Telekommunikationsmärkte in Kraft. Allerdings entwickelten sich die ausländischen Märkte weitaus langsamer als erwartet. So konnte Teles zwar große Projekte mit den entwickelten iSWITCH-Systemen (große Vermittlungssysteme für Telefon- und Datennetze) beginnen, der Vertrieb und die daraus resultierenden Umsätze blieben aber deutlich hinter den Erwartungen zurück, da die Investitionsbereitschaft der Telekommunikationsunternehmen aufgrund der starken Preisreduzierungen für Telefongesprächseinheiten sehr zurückhaltend war. Auch der Markt für Telekommunikationsendgeräte, einer der Hauptzweige von Teles, war nicht mehr sehr gewinnträchtig, da der Preisverfall bei diesen Geräten zu äußerst geringen Margen führte. Demgegenüber hat der Markt für Internet-Dienste eine stürmische Entwicklung erfahren. Teles reagierte darauf 1998 mit der Übernahme der Strato Medien und der





Die Konzernstruktur von Teles.

Eröffnung des Tochterunternehmens Teles Euro Service, das die Vermarktung des von Teles entwickelten Internet-Breitbanddienstes skyDSL abwickeln soll. Ausgehend von diesen Gegebenheiten wurde in der 2. Jahreshälfte 1999 mit einer strategischen Neuausrichtung von Teles begonnen. Teles setzt sich nunmehr aus sieben operativen Unternehmensbereichen zusammen, die alle als eigenständige und eigenverantwortliche Aktiengesellschaften geführt werden. Teles übernimmt die Aufgaben einer Konzern-Holding und damit die strategische Führung und Entwicklung der Bereiche. Der ursprüngliche Kernbereich von Teles wird nun unter dem Namen Teles Communication Systeme (TCS) geführt und betreibt Entwicklung und Vertrieb innovativer Telekommunikationssysteme wie z.B. integrierte Vermittlungssysteme für Telefon- und Datennetze. Die Teles E-Track (TET) beinhaltet die erworbene Strato (Domain-Hosting), Cypos und Cronon (E-Commerce-Infrastruktur-Services). Dieser Bereich bietet somit E-Commerce-Dienstleistungen für die mittelständische Wirtschaft. Für den erfolversprechenden Internet-Mehrwertdienst skyDSL ist Teles Euro Service (TES) zuständig. skyDSL ist ein satellitengestützter breitbandiger Internet-Zugangsdienst, der 120mal schneller als der normale ISDN-Zugang ist. Als neues Dienstleistungsunternehmen für praxisbezogene Berufsqualifikationen im Internetbereich wurde die Teles Internet Academy (TIA) gegründet. Durch die Übernahme der Gravis Holding wurde der Marktführer im deut-

schen Apple Markt dazugewonnen. In diesem Jahr wurde der Distributor More! und der Softwarehersteller Southrock übernommen. Teles deckt damit die drei wichtigsten Wachstumspotentiale der Telekommunikation ab: Systeme, Dienstleistungen und Ausbildung. Die Firma wird sich nach einer erfolgreichen Umwandlung von einem Forschungs- und Entwicklungsunternehmen zu einem Vertrieb und Marketing-gesteuerten Unternehmensverbund verändert haben.

Wie vergleicht man Äpfel mit Birnen?

Bei den derzeitigen neuen Strukturen und Märkten des Konzerns ist ein Vergleich mit der Konkurrenz schwierig. Der

Dr.-Ing. Sigrum Schindler, High-Tech-Manager 1997 und Vorstandsvorsitzender von Teles.



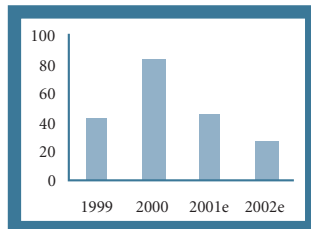
Teles-Konzern besteht aus 26 Firmen, die alle unterschiedliche Produkte auf den Markt bringen: Im Bereich des Teles-iSwitch sind die Konkurrenten Siemens, Alcatel, Lucent und Nortel, bei skyDSL die Deutsche Telekom, bei den ISDN-Karten AVM und viele weitere kleinere Unternehmen, beim Web-Hosting Puretec und Schlund, im Bereich Teles Internet Akademie die Universitäten und Online-Internet-Akademien und schließlich



im Bereich Gravis Media Markt sowie Vobis. Analysten vergleichen Teles gerne mit United Internet, aber auch dieser Vergleich hinkt. Das Domain-Hosting durch Strato, das in Zukunft zweistellige Umsatzzahlen abwerfen soll, glänzte in der Vergangenheit mehr durch Totalausfälle als durch einen zuverlässigen Dauerbetrieb. Das erfolgversprechendste Ziel ist die Internet-Akademie (TIA), die wohl in der Form einzigartig in Deutschland sein wird. Für 2001 erwartet Teles mehr als 10.000 Studenten an der Akademie, durch die ein Umsatz im zweistelligen Millionen-DM-Bereich erzielt werden soll. Start sollte das 3. Quartal sein. Nun ist der Beginn auf unbestimmte Zeit verschoben worden. Es bleibt abzuwarten, ob die Konkurrenz ähnliche Projekte starten wird.

Dichtung und Wahrheit

Teles erzielte im 1. Halbjahr 2000 ein Umsatzwachstum gegenüber dem Vorjahr von 52% auf rund 77 Mio. Euro (1999: 50 Mio. Euro). Dabei



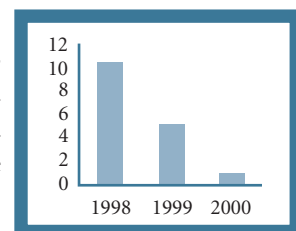
Die Entwicklung des KGV von Teles. Angaben in Euro.

Verlust von 655.000 Euro erzielt. Insgesamt geht der Vorstand von einem Jahresumsatz in 2000 von rund 180 Mio. Euro und einem Gewinn von ca. 2,5 Mio. Euro aus. Die Firma hat damit nach zwei Quartalen mit Verlusten mit einem leicht positiven Ergebnis die Gewinnschwelle überschritten. Ob dies allerdings der erhoffte Turnaround ist, mag bezweifelt werden. Die übernommenen Firmen werden im Jahr 2000 noch keine wesentlichen Gewinne zur Bilanz beisteuern. Vorteilhaft war sicherlich die am 28. Juli 2000 abgeschlossene Übernahme des Distributors More!, um die Erschließung und Sicherung der Vertriebswege für die margenstarken Internetdienste, allen voran skyDSL, zu sichern. Des Weiteren wurden 16% der australischen Southrock übernom-

men und die Southrock Europe als 100prozentige Teles-Tochter gegründet. Southrock entwickelt und vermarktet die Weblearning-Plattform SouthrockGEM. Das von Teles für seine derzeit mehr als 700 Mitarbeiter angekündigte Mitarbeiterprogramm, bei dem auch steuerliche Erleichterungen für Betriebsangehörige geplant waren, wurde vor kurzem von Bundeskanzler Gerhard Schröder als politisch inkorrekt abgelehnt. Unter der Leitung von Sigram Schindler hatten 40 Telekommunikationsunternehmen des Neuen Marktes gefordert, Wertsteigerungen von Mitarbeiteroptionen steuerfrei zu stellen.

Wo bleibt die Rentabilität?

Bei unseren Bewertungen legen wir den Halbjahresbericht von Teles zugrunde. Obwohl die Firma im 1. Halbjahr 2000 mehr als eine halbe Million Euro Verlust machte, wird dennoch ein Gesamtjahresgewinn von über 2,5 Mio. Euro angestrebt. Dies soll vorrangig durch Senkung der Betriebskosten und durch die Neuausrichtung der Geschäftsbereiche erreicht werden; insbesondere durch den neuen Bereich der Internet-Mehrwertdienste. Teles erwartet somit weiterhin das schon beim Börsengang vor drei Jahren angestrebte Gewinnwachstum in 2000/01/02 von 60/50/35% an. Im Jahr 2000 soll die Umsatzmarke von 500 Mio. Euro, 2001 von 750 Mio. Euro und schließlich in 2002 von rund 1 Mrd. Euro erreicht werden. Dabei wird nach Angaben von Teles in 2002 mindestens eine 17prozentige Umsatzrendite erzielt werden. Wir halten dieses Umsatzziel aufgrund der schlechten Ertragslage und der zur Zeit mit hohen Kosten verbundenen Umstrukturierung des Konzerns für zu hoch gesteckt und nicht erreichbar. Die neuen Geschäftsbereiche müssen sich ebenfalls erst bewähren und Gewinn-



Die Entwicklung der EBIT-Marge von Teles. Angaben in Prozent.

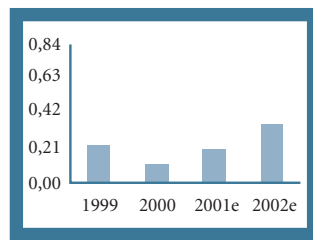


	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Ewige Rente
Umsatz (in Mio.)	179,83	269,74	364,15	436,97	524,37	629,24	723,63	832,17	
Rendite	1,4%	2%	3%	5%	7%	10%	10%	10%	
EpS	0,11	0,24	0,48	0,97	1,63	2,79	3,21	3,69	33,57
Fairer Wert bei Abzinsung der Gewinne mit 15%: 17,17 Euro									

Der Ertragswert von Teles, Angaben in Euro.

ne erwirtschaften. Da auch in der Vergangenheit nahezu mit jedem vorgelegten Bericht die Ertragszahlen nach unten korrigiert werden mußten, gehen wir davon aus, daß frühestens in 2008 mit einem Umsatz von mehr als 1 Mrd. Euro gerechnet werden kann.

Zur weiteren Bewertung muß man auch noch andere Kennzahlen heranziehen. Während der Deckungsgrad mit 114% für 2000



(1999: 112%, 1998: 107%), die Anlagequote (2000: 84%, 1999: 89%, 1998: 94%) und die Eigenkapitalquote mit 70% für 2000 (1999: 66%, 1998: 73%) gute Werte besitzen, sieht es mit der Rentabilität nicht sehr vielversprechend

aus. In den vergangenen Jahren nahmen die Ebit-Marge (2000: 1%, 1999: 5,1%, 1998: 10,4%) und die Eigenkapitalrentabilität (2000: 2,4%, 1999: 12,2%, 1998: 20,2%) rapide ab. Dies läßt für die Zukunft auf wirtschaftliche Probleme der Firma schließen. Trotz des geringen Kurses besitzt das KGV noch hohe Werte: 2000: 82,4, 2001: 38,9 und 2002: 19,2. Nur ein schneller und vor allen Dingen erfolgreicher Umbruch der Geschäftsstruktur kann dies in der Zukunft ändern.

Fazit

Unser errechneter Ertragswert liegt deutlich über dem aktuellen Kurs der Teles-Aktie, obwohl wir von pessimistischeren Vorgaben als den von der Firma prognostizierten Zahlen ausgehen. Derzeit ist die öffentliche Stimmung sehr negativ. Die Aktie kam am 24. Juni 1998 mit 15,34 Euro (splitbereinigt) an die

Teles auf einen Blick

Wertpapierkennnummer 745490

Stärken

- Neue Unternehmensstruktur
- Hohe Anlagequote
- Bekannter Markenname
- Hoher frei verfügbarer Cash-Flow

Schwächen

- Niedrige Eigenkapitalrendite
- Mangelndes Aktionärsvertrauen
- Geringe Gewinnmargen (Umsatzrendite)

Liquidester Börsenplatz	Neuer Markt	
Letzter Kurs	7,100 Euro	
Internet	www.teles.de	
KGV 00	64,5	CAGR 02-04
KGV 01	29,6	PEG-Ratio 01
KUV 00	0,9	Fairer Wert nach PEG
KUV 01	0,6	Fairer Wert nach Ertragswert
		90,89%
		0,32
		22,18 Euro
		17,17 Euro

Unser Urteil



spekulativ kaufen

Börse, die Performance liegt bis heute bei minus 60%. Vergleicht man die Konzernsubstanz seit dem Börsengang, ist ein kontinuierliches Wachstum festzustellen. Trotz dieses Wachstums sank die Aktien-Performance um mehr als die Hälfte. Die Gründe hierfür liegen hauptsächlich im Management von Teles, seinen vielen Ankündigungen und Fehleinschätzungen sowie der schlechten Quartale 4/99 und 1/00, die auch dem treuesten Aktionär die Zornesröte ins Gesicht getrieben haben. Kritik der Aktionäre am Vorstand auf der letzten Hauptversammlung wies Teles entschieden zurück. Kursziele von 2 Euro kursieren in den Diskussionsboards im Internet. Nach dem Kursverlauf der vergangenen Monate scheint auch wirklich noch keine echte Bodenbildung gefunden worden zu sein. Teles wurde zwar zu Recht mit dem Kursverfall bestraft, wir gehen jedoch davon aus, daß der faire Wert höher als der aktuelle Kurs liegt. SkyDSL kann ein Renner werden, ist allerdings schon länger am Markt und

wird es schwer haben, sich gegen neuere Entwicklungen wie z.B. UMTS durchzusetzen. Wie lange die derzeit ausschließlich psychologiegesteuerte Talfahrt weiter anhält, ist nicht abzuschätzen. Aller Voraussicht nach werden die nächsten Quartale weitere Zuwächse in Umsatz und Gewinn aufweisen, so daß einer Trendwende nichts entgegenstehen dürfte. Vor einem Investment in die Teles-Aktie sollte abgewartet werden, bis die Umstrukturierung abgeschlossen ist und erste Erfolge verzeichnet werden. Auf jeden Fall muß Teles in den nächsten Wochen und Monaten genau beobachtet werden.

Dieter Treytnar

Hier können Sie Ihre Anfragen und Anregungen an uns senden:

-  <http://www.performaxx.de/feedback>
-  Weitere Analysen zu Unternehmen dieser Branche finden Sie unter:
<http://www.performaxx.de/analyse>

Anzeige

Wir suchen Verstärkung!

Aktienanalysten(innen)

Für den Bereich IT/Software/Internet

Gewünschte Qualifikationen:

- wirtschafts- oder naturwissenschaftlicher Hochschulabschluß oder gleichwertige praktische Erfahrung
- Interesse am Erstellen von Unternehmensanalysen und Finanzberichten
- Erfahrung mit Aktien junger Wachstumsunternehmen

Ihre aussagekräftigen Bewerbungsunterlagen senden Sie bitte an:

Performaxx AG, z.H. Rupert Stöger
Thomas-Wimmer-Ring 17, 80539 München
Tel.: 089 - 44 77 16-0,
e-mail: rs@performaxx.de