



Research Studie (Anno)



Stand 13.05.2008

KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:
Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG auf Seite 17

KAUFEN

Kursziel: 4,63 €

Kurs zum 09.05.2008,
14:26 Uhr, XETRA:
2,28 €

Letztes Rating:
(Kursziel)
KAUFEN (5,58 €)

Marktsegmente:
Freiverkehr München
(M:access) und Frank-
furt (Open Market)

Rechnungslegung:
HGB

Analysten:

Felix Gode
gode@gbc-ag.de

Manuel Hoelzle
hoelzle@gbc-ag.de

IR-Kontakt:

F24 AG
Ralf Meister
Hackenstraße 7b
D-80331 München

Tel.:+49(0)89 2323 638-72
Fax:+49(0)89 2323 638-6

ir@f24.com
www.f24.com

13.05.08

F24 AG

Unternehmensprofil:

Branche: Sicherheit
Fokus: Störfall- und Krisen-
management

Mitarbeiter: 18 (31.12.2007, inklu-
sive Vorstand)

Firmensitz: München, D

Gründung: 2000

Vorstandssprecher: Ralf Meister

WKN: A0F5WM

ISIN: DE000A0F5WM7

Börsenkürzel: F2Y

Anzahl Aktien: 2,403 Mio.

Marktkap.: 5,48 Mio. €

Streubesitz: 21 %

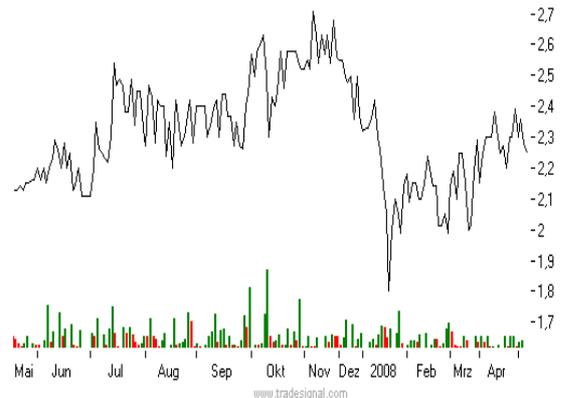
52 W Hoch: 2,71 €

52 W Tief: 1,80 €

Durchs. Tagesvolumen : 4.920 €

A0F5WM F2Y, Tageschart (Close) - 15.05.2007 - 13.05.2008 - 2.25

EUR



In 1000 €	GJ 2006	GJ 2007	GJ 2008e	GJ 2009e
Umsatz	1.646,00	1.713,00	2.456,00	4.324,00
EBITDA	-157,00	-360,00	-444,00	574,00
EBIT	-372,00	-575,00	-709,00	304,00
Konzernjahresüberschuss	-372,00	-704,00	-859,00	34,00
In Euro				
Gewinn je Aktie	-0,15	-0,29	-0,36	0,01
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00
In %				
EBITDA-Marge	-9,54 %	-21,02 %	-18,08 %	13,27 %
EBIT-Marge	-22,60 %	-33,57 %	-28,87 %	7,03 %
Dividendenrendite	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Kennzahlen				
EV/Sales	2,53	2,80	2,24	1,27
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	9,58
KGV	neg.	neg.	neg.	161,14
KBV (zum 31.12.2007)		2,46		

Highlights:

- FACT24-Umsatz um 34 % gesteigert
- Ergebnisse im Rahmen der Erwartungen
- Internationalisierung birgt zusätzliche Wachstumschancen
- TEVIA GmbH mit neuem Produkt und Umsatzpotenzial
- Aktie weiterhin deutlich unterbewertet

Inhaltsangabe

Unternehmen

Profil	4
Aktionärsstruktur	4
Geschäftstätigkeit.....	5

Markt und Strategie

Marktumfeld.....	6
Wachstumsstrategie	6
SWOT Analyse F24 AG.....	8

Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick	9
Umsatz- und Ergebnisentwicklung GJ 2007	10

Bewertung/ Fazit

DCF Bewertung	12
Bestimmung der Kapitalkosten	12
Prognose- und Modellannahmen.....	13
Discounted Cashflow-Modell.....	15
Fazit	16

Anhang

Disclaimer und Haftungsausschluss	17
Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34 b WpHG.....	18

Unternehmen

Profil

Die F24 AG mit Sitz in München hat sich auf Alarmierungs- und Kommunikationslösungen im Störfall- und Krisenmanagement spezialisiert. Die Gesellschaft nimmt dabei mit dem Alarmierungs- und Konferenzdienst FACT24 im deutschsprachigen Raum nach eigenen Angaben eine führende Stellung ein. F24 beschäftigte zum 31.12.2007 inklusive Vorstand 18 Mitarbeiter.

Derzeit zählen rund 200 Unternehmen und öffentliche Organisationen zum Kundenstamm der F24 AG. Dabei deckt die Gesellschaft eine Vielzahl von Branchen wie z.B. Energie & Industrie, Gesundheit & Pharma, Verkehr & Logistik, Handel, Banken & Versicherungen oder IT & Telekommunikation ab. Namhafte internationale Unternehmen wie beispielsweise BMW, BP, DaimlerChrysler, EADS, E.ON, Exxon Mobil, IBM, Linde, Lufthansa, Merck, RWE, SAP oder Shell zählen bereits zu den Kunden von F24.

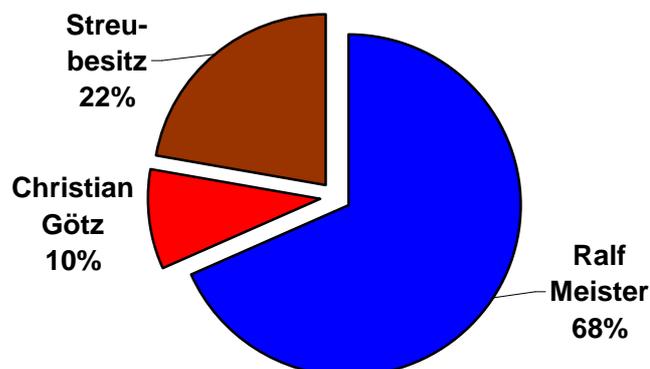
Die Tochtergesellschaft TEVIA GmbH, an der die F24 AG 83,5 % der Anteile hält, hat jüngst einen hochwertigen Online-Meeting-Service entwickelt, bei dem verschiedene Kommunikationsmedien gleichzeitig verwendet werden können. Damit können Teilnehmer an Präsentationen, Meetings usw. in Echtzeit teilnehmen, egal wo diese sich gerade befinden. Eine Zuschaltung kann via Telefon, Mobiltelefon, Internet-Telefon, Video und Web geschehen.

In 2007 gründete die F24 AG drei neue Tochtergesellschaften in Frankreich, Spanien und Tschechien. Zudem unterhält die Gesellschaft eine Tochter in Großbritannien.

Aktionärsstruktur

Aktionär	%
Ralf Meister, München *	68 %
Christian Götz, Ingolstadt *	10 %
Streubesitz	22 %
Aktienzahl gesamt	100 %

*Vorstandsmitglieder der F24 AG
Quelle: F24 AG



Quelle: F24 AG

Spezialist für Alarmierungs- dienstleistungen im Krisenfall

Breite Kundenbasis

Knapp 80 % der Aktien in Besitz des Managements

F24 ist Application Service Provider

Hauptprodukt
FACT24 dient zur Alarmierung in Stör- und Krisenfällen

Schnelle Information der relevanten Personen möglich

Geschäftstätigkeit

Die F24 AG entwickelt und betreibt als Application Service Provider (kurz ASP) Telekommunikationsdienste zur Alarmierung und Kommunikation im Stör- und Krisenfall für Unternehmen und öffentliche Organisationen. Bei einem ASP wird eine Anwendung durch den Dienstleister betrieben und dem Kunden über öffentliche und private Netze (z.B. Internet) angeboten. Zusatzinvestitionen in Hardware oder Infrastruktur durch den Kunden sind nicht notwendig.

Zentrales Produkt der F24 AG ist der Alarmierungs- und Konferenzdienst FACT24. Mittels des Dienstes kann der Kunde von F24 im Falle des Auftretens von Stör- oder Krisenfällen Benachrichtigungen, Alarmierungen und Telefonkonferenzen über öffentliche und private Netze in kürzester Zeit und parallel selbstständig auslösen. F24 analysiert dabei im Vorfeld spezifische Kommunikationsbedürfnisse von Unternehmen oder Organisationen in möglichen Krisenfallszenarien, wie beispielsweise Großbrände, Stromausfälle, Virenattacken/Hackerangriffe oder Terroranschläge und unterstützt aktiv bei der Implementierung von FACT24.

Bei einem vorab definierten Krisen- oder Alarmierungsfall können mittels FACT24 innerhalb kürzester Zeit per Knopfdruck Führungs-, Fach- und Einsatzkräfte auf nationaler und internationaler Ebene benachrichtigt und alarmiert werden. Nahezu alle Systeme wie Mobil- und Festnetztelefon, Fax, SMS, E-Mail, Pager stehen zur Verfügung. Dabei können bis zu 480 parallele ISDN-Kanäle gleichzeitig zur synchronen Alarmierung genutzt werden. Im Vergleich zur herkömmlichen manuellen Alarmierung wird mit FACT24 ein deutlicher Zeitvorteil erreicht, der sowohl finanzielle als auch Image-Schäden stark einschränken oder gar verhindern kann.

Immer wenn auf unvorhersehbare und kritische Situationen schnell reagiert werden muss, ist der Einsatz von FACT24 angebracht. Zu denken ist dabei zum Beispiel an die Kommunikation mit dem Krisen- oder Führungsstab, die Alarmierung von Einsatz- und Bereitschaftskräften, die Information weiterer Standorte, der Konzernleitung oder der Belegschaft, die Benachrichtigung von Behörden und Medien, Mitarbeitern, Kunden und Bürgern oder die Entwarnung und Information über die Wiederaufnahme von Geschäftsprozessen.

FACT24 initiiert spontane Telefonkonferenzen unter den jeweiligen zu alarmierenden Personen. Diese werden automatisch über Festnetz oder Mobiltelefon zusammengeführt, ohne sich separat einwählen zu müssen. Damit wird die kurzfristige Kommunikation gewährleistet, um schnellstmöglich die entsprechenden Entscheidungen treffen und Maßnahmen ergreifen zu können.

Zudem vertreibt F24 über die Tochtergesellschaft TEVIA GmbH zusätzliche Services. Bisher war TEVIA auf Geschäftsfeldern wie der virtuellen Anrufverteilung und Sprachdialogsystemen aktiv. Seit August 2007 wurde die Gesellschaft neu ausgerichtet. Dafür wurde ein hochwertiger Online-Meeting-Service entwickelt, bei dem verschiedene Kommunikationsmedien gleichzeitig verwendet werden können. Damit können Teilnehmer an Präsentationen, Meetings usw. in Echtzeit teilnehmen, egal wo diese sich gerade befinden. Eine Zuschaltung kann via Telefon, Mobiltelefon, Internet-Telefon, Video und Web geschehen, ohne dass zusätzliche Hardware bzw. Software benötigt wird. Weitere Angaben zu TEVIA finden Sie unter dem Abschnitt Wachstumsstrategie auf Seite 7.

Markt und Strategie

Marktumfeld

Das Marktumfeld, in dem sich die F24 bewegt, ist noch weitgehend ungesättigt. Nach eigenen Erhebungen der F24 besteht allein im deutschsprachigen Raum ein Marktpotenzial von rund 6.500 Unternehmen, für die ein Einsatz von ASP-Lösungen in Frage kommt. Diese potenziellen Kunden lassen sich in sechs große Gruppen aufteilen. Dabei stellt der Gesundheits- und Pharmamarkt den größten Anteil dar, gefolgt von Energie- und Industriegesellschaften sowie öffentlichen Auftraggebern. Aber auch in den Bereichen Verkehr und Logistik, IT und Telekommunikation sowie Handel und Finanzdienstleister sind potenzielle Kunden der F24 zu finden. Insgesamt entsprechen sämtliche potenzielle Kunden einem möglichen Marktpotenzial von circa 44 Mio. € Umsatz pro Jahr.

Auf Grund des noch sehr geringen Sättigungsgrades ist davon auszugehen, dass noch große Wachstumspotenziale vorhanden sind. Das prognostizierte jährliche Marktwachstum beträgt dabei rund 20 %. Seit 2004 hat F24 eine durchschnittliche jährliche Wachstumsrate bei den Auftragszahlen von knapp 30 % erzielt und konnte damit deutlich über dem Marktwachstum zulegen. Aktuell liegt der geschätzte Marktanteil der F24 damit bei rund 25 %. Durch das überproportionale Wachstum gegenüber dem Markt sollte sich der Marktanteil in den kommenden Jahren weiter erhöhen. Bis 2010 soll der Marktanteil in Deutschland bis auf 30 % erhöht werden.

Entsprechend größer ist das Marktpotenzial, wenn man die europäischen Auslandsmärkte Spanien, Frankreich, Tschechien und Großbritannien hinzuzieht, auf denen F24 neben Deutschland aktiv ist. Auch dort ist noch keine weitreichende Marktdurchdringung festzustellen.

Wachstumsstrategie

Im Jahr 2007 hat die F24 ihr regionales Tätigkeitsfeld deutlich ausgedehnt. Dafür wurden drei neue Tochtergesellschaften in Spanien, Frankreich und Tschechien gegründet, um die dortigen Potenziale zu heben. Die bereits seit 2004 bestehende Tochtergesellschaft in England wurde ausgebaut, mit lokalem Management besetzt und ebenfalls auf den Vertrieb eingestellt. Inzwischen konnten für alle Tochtergesellschaften bereits qualifizierte Geschäftsführer gefunden werden, die ihre Arbeit aufgenommen haben. Das Hauptprodukt FACT24 wurde für den Einsatz in anderen Sprachräumen erweitert und in die jeweiligen Landessprachen übersetzt. Sogar erste Vertriebsfolge konnten in 2007 schon erzielt werden. Entsprechend der neu geschaffenen Vertriebsstärke sollte sich auch das Auftragswachstum auswirken.

Wenn man berücksichtigt, dass in der deutschen Muttergesellschaft F24 AG seit 2003 durchschnittlich 30 Aufträge pro Jahr gewonnen werden konnten, ist absehbar, welche Aussichten sich bei einem erfolgreichen Geschäftsverlauf für den Gesamtkonzern, inklusive der vier Tochtergesellschaften, ergeben. Zudem ist zu berücksichtigen, dass die Vertriebsfolge der deutschen Gesellschaft über die Jahre hinweg stetig gestiegen sind. In 2006 konnten bereits 49 neue Mandate gewonnen werden, nach 32 in 2005. In 2007 ist insofern ein Abstrich zu machen, da hier bestehende Kapazitäten genutzt wurden, um die Tochtergesellschaften aufzubauen. 31 Aufträge wurden in 2007 neu gewonnen. Ein Anstieg der Vertriebsfolge verläuft über die Jahre hinweg nicht linear, sondern nimmt im Zeitverlauf tendenziell zu.

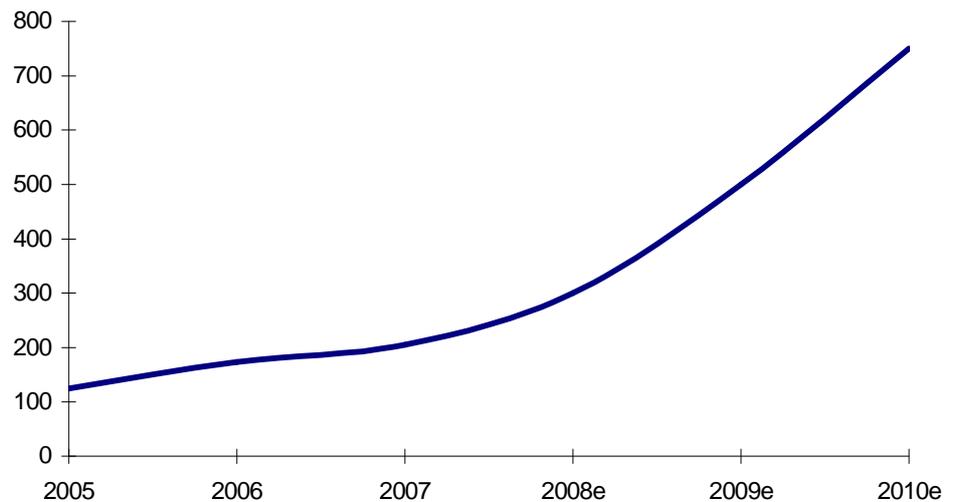
Markt bislang von geringem Sättigungsgrad geprägt

Marktwachstum von 20 % pro Jahr prognostiziert

Stark steigende Auftragszahl im Zeitverlauf

Vertrieb bei den Töchtern erfolgreich angelaufen

erwartetes Auftragswachstum



Quelle: F24, GBC

Korrespondierend zu den verstärkten Vertriebsaktivitäten auf den europäischen Auslandsmärkten sollte sich auch das Auftragswachstum in den kommenden Jahren auswirken. Wir erwarten, dass bereits in 2008 ein deutlicher Beitrag der Tochtergesellschaften geleistet werden kann. Da sich ein Vertriebszyklus für einen Auftrag über mehrere Monate hinziehen kann, sind nun bereits die ersten Erfolgsmeldungen zu verzeichnen. So konnten die ausländischen Töchter in 2008 schon 19 neue Aufträge gewinnen. Auch die deutsche Muttergesellschaft konnte in den ersten Monaten 2008 wieder die vollen Vertriebskapazitäten einsetzen und bis Mitte April bereits 17 neue Aufträge generieren. Insgesamt sind damit bereits 36 Aufträge in 2008 gewonnen worden, was bereits über 100 % der Anzahl aus 2007 abdeckt.

Dabei ist zu beachten, dass die Anzahl der Aufträge mit der Anzahl der Kunden nicht deckungsgleich ist. In einigen Fällen vergeben einzelne Kunden mehrere Aufträge, für beispielsweise eine Reihe von Standorten, die aber jeweils einzeln zu Umsatzerlösen führen.

TEVIA GmbH

Neben den Auslandsgesellschaften wurde in 2007 ein weiteres Wachstumsfeld erschlossen. Die TEVIA GmbH, an der F24 mit 83,5 % beteiligt ist, wurde in 2007 neu ausgerichtet. Das bisherige Geschäftsmodell hatte nicht mehr die gewünschten Umsatzbeiträge beigesteuert. Dazu ist eine neue und bisher am Markt einzigartige Technologie für vollständig integrierte Telefon-/Web-Konferenz-Dienste entwickelt worden (*siehe auch Seite 5*). Bei der Technologie werden auch Synergien mit dem bestehenden Produkt FACT24 genutzt. Die Fertigstellung des ASP-Services, bei dem die Kunden weder zusätzliche Software noch Hardware benötigen, ist erst in 2008 erfolgt, womit auch der Vertrieb erst vor wenigen Wochen gestartet ist.

Mit TEVIA kann zum einen bestehenden Kunden eine erweiterte Dienstleistung angeboten werden und zum anderen können neue Kundenkreise erschlossen werden, die bisher nicht angesprochen wurden. Bei möglichen Einsatzmöglichkeiten ist neben Managementbesprechungen oder internen Meetings auch an überregionale Mitarbeiterschulungen oder Kundenpräsentationen zu denken.

SWOT - ANALYSE F24 AG

Stärken

- hohe Kundentreue
- wiederkehrende und steigende Umsätze über ASP-Modell
- hohe Skalierbarkeit der Dienstleistung
- bereits in der Vergangenheit hohe Rentabilität erreicht

Schwächen

- noch kleine Unternehmensgröße
- noch hohe Abhängigkeit von Gründern/ Führungspersonen
- Ausdehnung der Vertriebsausgaben zur Expansion belastet zunächst die Ergebnisse über die nächsten Jahre
- Produkt FACT24 hat bislang international noch keinen hohen Bekanntheitsgrad

Chancen

- steigendes Risikobewusstsein und Sicherheitsbedürfnis in Unternehmen
- starker Trend hin zu ASP-Lösungen und weg von Hardwareinstallationen
- erwartete gute Wachstumsmöglichkeiten, da bislang erst geringe Sättigung im Markt
- Ausweitung der Geschäftstätigkeit über die TEVIA GmbH
- Vervielfachung der Wachstumschancen durch Internationalisierung

Risiken

- hohe Wachstumsraten können zum Markteintritt von weiteren Wettbewerbern führen
- mögliche Wettbewerbsintensivierung (z.B. Siemens als direkter Konkurrent)
- Know-How des Unternehmens nur schwer durch gewerbliche Schutzrechte schützbar; außerdem u.U. Gefährdung durch potenzielle Mitarbeiterfluktuation

Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick

GuV (in 1000 Euro) F24 Konzern	GJ 2006		GJ 2007		GJ 2008e		GJ 2009e	
Umsatzerlöse	1.646,00	100,00 %	1.713,00	100,00 %	2.456,00	100,00 %	4.324,00	100,00 %
Sonstige betriebliche Erträge	12,00	0,73 %	115,00	6,71 %	0,00	0,00 %	0,00	0,00 %
Materialaufwand	-167,00	-10,15 %	-122,00	-7,12 %	-200,00	-200,00	-250,00	-5,78 %
Rohertrag	1.490,50	90,55 %	1.706,00	99,59 %	2.256,00	91,86 %	4074,00	94,22 %
Personalaufwand	-799,00	-48,54 %	-1.230,00	-71,80 %	-1.700,00	-69,22 %	-2.000,00	-46,25 %
Abschreibungen	-215,00	-13,06 %	-215,00	-12,55 %	-265,00	-10,79 %	-270,00	-6,24 %
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-849,00	-51,58 %	-836,00	-48,80 %	-1.000,00	-40,72 %	-1.500,00	-34,69 %
Zinsergebnis	7,00	0,43 %	17,00	0,99 %	0,00	0,00 %	-20,00	-0,46 %
Abschreibungen aus Wertpapieren	0,00	0,00 %	-41,00	-2,39 %	0,00	0,00 %	0,00	0,00 %
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	-365,00	-22,17 %	-599,00	-34,97 %	-709,00	-28,87 %	284,00	6,57 %
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	-4,00	1,10 %	-109,00	18,20 %	-200,00	28,21 %	-300,00	-105,63 %
Jahresüberschuss/-fehlbetrag	-369,00	-22,42 %	-708,00	-41,33 %	-909,00	-37,01 %	-16,00	-0,37 %
Minderheitenanteile	-3,00	-0,18 %	4,00	0,23 %	50,00	2,04 %	50,00	1,16 %
Konzernjahresüberschuss	-372,00	-22,60 %	-704,00	-41,10 %	-859,00	-34,98 %	34,00	0,79 %

Ergebniszahlen (in 1000 Euro)

EBITDA	-157,00	-360,00	-444,00	574,00
in %	-9,54 %	-21,02 %	-18,08 %	13,27 %
EBIT	-372,00	-575,00	-709,00	304,00
in %	-22,60 %	-33,57 %	28,87 %	7,03 %
Ergebnis je Aktie in Euro	-0,15	-0,29	-0,36	0,01

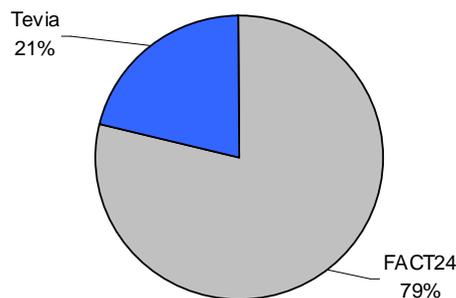
Ausgewählte Bilanzkennzahlen (in 1000 Euro) (HGB)

	F24 AG 31.12.2006	F24 AG 31.12.2007
Operatives Anlagevermögen	93,00	83,00
Working Capital	90,00	109,00
Nettoverschuldung	-1.331,00	-700,00
Zinsbare Verbindlichkeiten	0,00	0,00
Finanzvermögen	1.331,00	700,00
Eigenkapitalquote in %	94,30	87,40
Gezeichnetes Kapital	2.403,00	2.403,00
Bilanzsumme	3.207,00	2.558,00

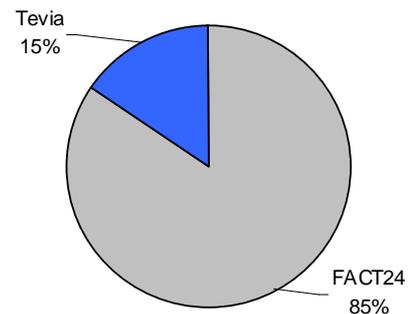
Umsatz- und Ergebnisentwicklung GJ 2007

Beim Kernprodukt FACT24 konnte die F24 AG im Geschäftsjahr 2007 ihre Umsatzerlöse um 34,07 % von 1,08 auf 1,45 Mio. € steigern. Der Anteil der FACT24-Umsätze an den gesamten Umsatzerlösen erhöhte sich gleichzeitig auf 85 %. Dieser Anstieg ist auch auf den stark rückläufigen Umsatz bei der TEVIA GmbH zurückzuführen, deren Umsatzbeitrag in 2007 nur noch bei 15 % und damit 6 % unter dem Vorjahresniveau lag. Die schwache Entwicklung der TEVIA GmbH führte dazu, dass die F24 AG insgesamt nur eine Steigerung der Umsatzerlöse um 4,07 % von 1,65 Mio. € auf 1,71 Mio. € erreichte.

Umsatzverteilung 2006



Umsatzverteilung 2007



Quelle: F24, GBC

Dabei wurde der Auftragsbestand von 174 Ende des Geschäftsjahres 2006 auf nunmehr 205 ausgebaut, was einem Wachstum von 17,82 % entspricht. Die überproportionale Umsatzsteigerung beim Kernprodukt FACT24 zur Neuauftragsgewinnung kann durch positive Skaleneffekte durch wiederkehrende, konstante Umsätze bei bestehenden Mandaten erklärt werden sowie Upselling-Erfolge mit Hinsicht auf die verfügbare Premiumversion von FACT24, die zusätzliche Funktionen für die Kunden bereitstellt.

Unsere Umsatzprognose von 2,18 Mio. € für das Geschäftsjahr 2007 wurde damit aber nicht erfüllt und um rund 20 % untertroffen. In 2007 wurde die TEVIA auf Grund der rückläufigen Umsatzentwicklung restrukturiert und ein neues, aussichtsreiches Produkt eingeführt. Damit ist die TEVIA wieder in die Lage versetzt worden, in den kommenden Jahren wieder zu wachsen und deutlich höhere Umsatzbeiträge zu leisten.

Ergebnisseitig war das Geschäftsjahr 2007 bei der F24 AG ebenfalls geprägt durch einen Ausbau der regionalen Präsenz, um die angebotenen Dienstleistungen nun neben Deutschland auch auf weiteren europäischen Märkten anbieten zu können. Hierfür wurden in 2007 Auslandstöchter in Tschechien, Frankreich und Spanien gegründet. Auch über die bereits vormals gegründete Tochtergesellschaft in England wird FACT24 vertrieben. Die Gründung der Gesellschaften, sowie die Anlaufkosten, inklusive Personalkosten, beliefen sich bis zum Ende des Jahres auf rund 0,72 Mio. €. Vor allem die erhöhten Personalkosten, die in 2007 um 0,43 Mio. € höher ausfielen als noch im Vorjahr, machten sich dabei bemerkbar. Hier waren die Gehälter der Geschäftsführer der neuen Auslandstöchter maßgeblich. Diesen standen noch keinen nennenswerten Umsatzerlöse gegenüber, woraus eine rückläufige Ergebnisentwicklung resultierte.

Auftragsbestand
um 18 % erweitert

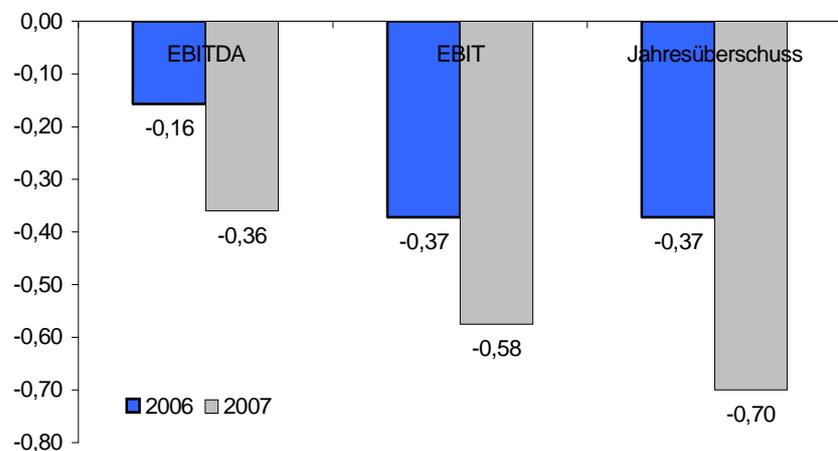
Anlaufkosten be-
lasten das Ergebnis

Das EBITDA belief sich damit auf –0,36 Mio. € nach –0,16 Mio. € im Vorjahr. Da die Abschreibungen wie im Vorjahr bei 0,22 Mio. € lagen, veränderte sich das EBIT proportional zum EBITDA und lag zum Ende des Geschäftsjahres 2007 bei –0,58 Mio. €, nach –0,37 Mio. € in 2006.

Das Finanzergebnis lag auf Grund einer Abschreibung auf Wertpapiere des Umlaufvermögens in Höhe von 0,04 Mio. € leicht unter dem Niveau des Vorjahres. Die hohen liquiden Mittel, die aus dem Börsengang noch verfügbar sind, wurden in 2007 zu einem Teil in börsennotierte Wertpapiere angelegt. Die Turbulenzen an den Kapitalmärkten in der zweiten Jahreshälfte 2007 führten dann zu dem Abschreibungsbedarf.

Der Steueraufwand in Höhe von 0,11 Mio. € resultiert im Wesentlichen aus den Gewinnen der Muttergesellschaft F24 AG. Der Jahresüberschuss fiel mit –0,70 Mio. € unter dem 2006er Niveau von –0,37 Mio. € aus. Pro Aktie entspricht dies einem Verlust von –0,30 €, nach –0,15 € im Vorjahr.

Ergebnisentwicklung in Mio. €



Quelle; F24, GBC

Die Ergebnisentwicklung lag über unseren Erwartungen. Wir waren von deutlich höheren Anlaufkosten für die neuen Tochtergesellschaften ausgegangen. Entsprechend hatten wir ein EBITDA von –0,81 Mio. € und ein EBIT von –1,00 Mio. € erwartet. Diese Erwartungen konnten übertroffen werden.

Entwicklung der Muttergesellschaft F24 AG

Ebenfalls ein Indiz für die gute Geschäftsentwicklung gibt ein Blick auf den Geschäftsverlauf der Muttergesellschaft F24 AG. Diese konnte eine Umsatzsteigerung um 8,22 % auf 1,53 Mio. € erreichen und arbeitet profitabel. Dabei erwirtschaftet die Gesellschaft eine EBITDA-Marge von 27,90 %. Unterm Strich konnte die F24 AG einen Jahresüberschuss in Höhe von 0,14 Mio. € bzw. 0,06 € pro Aktie erwirtschaften. Zudem erzielte die Muttergesellschaft einen beachtlichen Cash-Flow aus der laufenden Geschäftstätigkeit in Höhe von 0,27 Mio. €.

Ergebnisse über-
treffen Erwartungen

Muttergesellschaft
bereits sehr profita-
bel

Bewertung

DCF Bewertung

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der F24 werden aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten kalkuliert. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten sind die faire Marktprämie, das gesellschaftsspezifische Beta sowie der risikolose Zinssatz zu ermitteln.

Als risikoloser Zinssatz wird der Zinssatz für 10-jährige Bundesanleihen verwendet. Dieser beträgt derzeit ca. 4,0 %.

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,5 % an. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt. Die Marktprämie gibt wieder, um wie viel Prozent der Aktienmarkt erwartungsgemäß besser rentiert, als die risikoarmen Staatsanleihen.

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,52 (bisher: 1,40).

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 12,30 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 12,30 % (bisher: 11,70).

Kapitalkosten von
12,30 % ermittelt

Kapitalkosten	
Eigenkapitalkosten	12,30 %
Gewicht in %	100,00 %
Fremdkapitalkosten	6,00 %
Gewicht in %	0,00 %
Taxshield in %	22,50 %
WACC	12,30 %

Prognose- und Modellannahmen

In 2007 wurde der Schwerpunkt auf den Ausbau der Auslandsgesellschaften gelegt, deren Aufbau länger gedauert hat, als zunächst geplant war. Zudem war das Geschäft bei der TEVIA GmbH rückläufig. Entgegen unserer Annahme wurde daher in 2007 nicht die 2 Mio. € Umsatzschwelle durchbrochen. Allerdings gehen wir davon aus, dass sich in 2008 bereits die ersten Vertriebsserfolge bei den Tochtergesellschaften bemerkbar machen werden. Allein in den ersten vier Monaten des laufenden Geschäftsjahres 2008 konnten bei den Töchtern 19 Neuaufträge gewonnen werden. Zudem kann sich in der Muttergesellschaft nun auch wieder voll auf den Vertrieb konzentriert werden, was in diesem Jahr zu bereits 17 neuen Aufträgen geführt hat. Insgesamt rechnen wir in diesem Jahr mit circa 100 neuen Aufträgen, die gewonnen werden können. Damit sollte sich der Bestand auf rund 300 erhöhen.

In 2009 erwarten wir dann einen deutlichen Anstieg der Vertriebsserfolge bei den Tochtergesellschaften und rechnen mit etwas mehr als 130 neuen Aufträgen sowie über 60 neuen Aufträgen bei der Muttergesellschaft. Insgesamt erwarten wir, dass sich der Auftragsbestand bis zum Ende des Jahres 2009 auf knapp 500 belaufen wird. Zudem wird 2009 die neu aufgestellte TEVIA erste nennenswerte Umsätze besteuern. Mit 0,30 Mio. € erwarten wir diese jedoch vergleichsweise auf einem noch geringen Niveau. Konzernweit schätzen wir für 2009 Umsatzerlöse in Höhe von 4,32 Mio. €.

Jeder neu gewonnene Auftrag wirkt sich bei der F24 stark Margen erhöhend aus, da mit einem Auftrag bereits ab dem zweiten Jahr nach Akquisition ein Deckungsbeitrag in Höhe von 93 % erwirtschaftet wird. Da die Kundenzahlungen durch jährliche Beiträge regelmäßig anfallen und zudem die Kundenfluktuation mit 2 % überaus gering ist, ist die Fixkostenüberdeckung stark steigend, was sich positiv auf die Margenentwicklung auswirkt.

Während die Muttergesellschaft F24 AG bereits deutlich profitabel arbeitet, steht das Erreichen der Gewinnschwelle im Konzern noch bevor. Gemäß unseren bisherigen Schätzungen sind wir davon ausgegangen, dass die operative Gewinnschwelle bereits in 2008 überschritten wird. Dabei war die strategische Neuausrichtung der TEVIA, mit den damit verbundenen Anlaufinvestitionen, noch nicht berücksichtigt. Diesen haben wir nun Rechnung getragen und unsere Einschätzung insofern verändert. Die bisherige Annahme, dass in 2008 konzernweit ein EBITDA von 0,22 Mio. € erwirtschaftet wird, korrigieren wir auf -0,44 Mio. €. Auch das EBIT wird daher in 2008 noch nicht im positiven Bereich liegen und sich auf -0,71 Mio. € belaufen.

Das Erreichen der Gewinnschwelle erwarten wir für 2009. Bis dahin werden die ausländischen Tochtergesellschaften ihre Auftragszahl deutlich ausgebaut haben und TEVIA ebenfalls bereits wesentliche Umsatzerlöse generieren. Daher gehen wir in 2009 von einem wesentlichen Gewinnsprung aus. Das EBITDA erwarten wir dann auf 0,57 Mio. € und das EBIT bei 0,30 Mio. €. Auch das Konzernjahresergebnis sollte in 2009 erstmals im positiven Bereich liegen. Bereits im ersten Jahr der Profitabilität sollten sich die Margen auf einem vergleichsweise hohen Niveau bewegen. Die EBITDA-Marge erwarten wir bei 13,27 %.

Insgesamt haben wir unsere Schätzungen gegenüber der letzten Studie vom 11. September 2007 leicht nach unten korrigiert, was mit dem etwas längeren Aufbau der ausländischen Tochtergesellschaften und den erwarteten Anlaufkosten bei der TEVIA zusammenhängt. Nichtsdestotrotz sehen wir ei-

Rasante Steigerung Auftragszahl erwartet

Turnaround für 2009 erwartet

Hohes Umsatzpotenzial bei TEVIA

Langfristige EBITDA-Marge bei über 30 %

ne gute Positionierung der Gesellschaft und eine deutlich aufwärtsgerichtete Entwicklungstendenz.

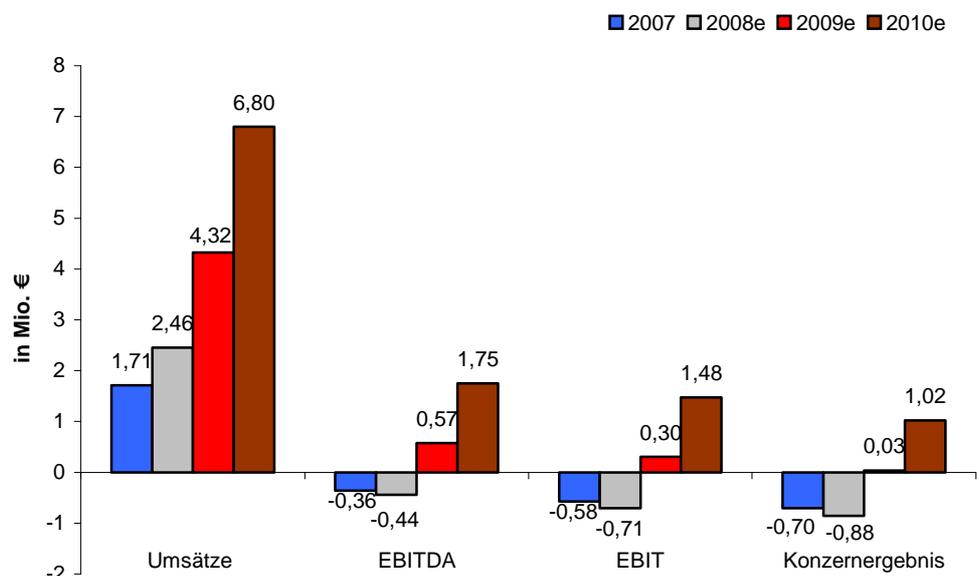
Diese Tendenz sollte sich auch in 2010 weiter bemerkbar machen, wo wir bereits 7,20 Mio. € Umsatzerlöse erwarten, bei einer EBITDA-Marge von nahe zu 35 %. Gemäß unseren Prognosen sollte sich die Zahl der Aufträge in 2010 auf 750 ausweiten lassen. Auch durch die TEVIA erwarten wir weiteres Umsatzwachstum um 60 % auf 0,80 Mio. €. Dabei ist zu berücksichtigen, dass wir die Potenziale der TEVIA sehr konservativ in die Schätzungen einfließen lassen haben. Der Conferencing-Markt befindet sich in einem stabilen und starken Wachstumstrend und es gibt eine Vielzahl von Einsatzmöglichkeiten, was eine große potenzielle Kundengruppe eröffnet. Daher sind bei einem erfolgreichen Verlauf der Vertriebsaktivitäten in den kommenden Jahren auch deutlich höhere Umsatzbeiträge der TEVIA denkbar.

Für unsere Schätzungen nach 2010 sind wir ebenfalls sehr konservativ vorgegangen. Demnach rechnen wir ab 2010 zunächst mit fallenden Wachstumsraten und stagnierenden Margen. So gehen wir davon aus, dass sich die langfristige EBITDA-Marge auf 30 % belaufen wird, also leicht unter dem erwarteten Niveau von 2008. Auch hier sind bei einem weiter erfolgreichen Geschäftsverlauf wesentlich höhere Margen möglich. Wir halten eine EBITDA-Marge auf Sicht der nächsten drei bis vier Jahre von über 40 % ebenfalls für realistisch.

Insgesamt sollte sich der F24-Konzern in den kommenden drei Jahren sehr gut entwickeln können und sowohl bei den Umsatzerlösen, als auch den Ergebniskennzahlen deutliche Steigerungen erreichen können. Durch die länger als erwartete Anlaufphase der ausländischen Tochtergesellschaften und der damit verbundenen zeitlichen Verzögerung der Vertriebsfolge sowie der strategischen Entscheidung, die TEVIA GmbH neu auszurichten, haben wir die bisherigen Prognosen leicht nach unten korrigiert.

Vor allem die hohe Kundentreue und der hohe Deckungsbeitrag werden den Erfolg der F24 langfristig sichern können. Zudem wird mit FACT24 ein Produkt angeboten, das es vergleichbar nicht auf dem Markt gibt und für den Kunden einen hohen Mehrwert schafft.

Umsatz- und Ergebnisprognosen



Quelle: GBC

Werttreiber - DCF Bewertung ab 2011 - Phase 2	
Umsatzwachstum	2 % - 20 %
EBITDA-Marge	30 %
Steuerquote	30 %
Working Capital in % vom Umsatz	3 %
Umsatz zu OAV	48,04
Abschreibungen vom OAV	305,0 %
Werttreiber - DCF Bewertung Endwert - Phase 3	
Umsatzwachstum	2 %
Kapitalrendite	334,1 %

Discounted Cashflow-Modell

Die F24 wurde von uns anhand eines dreistufigen DCF- Modells bewertet. Angefangen mit konkreten Schätzungen für die Geschäftsjahre 2008 bis 2010 in Phase Eins (siehe auch Seite 13/14), erfolgt in den Jahren 2011 bis 2014 eine Verstetigung der Annahmen.

In der dritten Phase wird schließlich nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt.

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 12,3 % (siehe Seite 12) errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2008 entspricht als **Kursziel 4,63 €**.

DISCOUNTED CASHFLOW Modellszenario F24 AG								
in Mio. EUR	GJ 2008e	GJ 2009e	GJ 2010e	GJ 2011e	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	Endwert
Umsatz	2456,000	4324,000	6799,922	8159,907	8567,902	8739,260	8914,045	
Umsatzveränderung	43,4%	76,1%	57,3%	20,0%	5,0%	2,0%	2,0%	2,0%
EBITDA-Marge	-18,1%	13,3%	25,7%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	
Abschreibungen (auf IK)	-265,000	-270,000	-274,500	-431,683	-518,019	-543,920	-554,799	
Abschreibungen vom OAV	319,3%	300,0%	305,0%	305,0%	305,0%	305,0%	305,0%	
EBITA	-709,000	304,000	1475,800	2016,289	2052,351	2077,858	2119,415	
EBITA-Marge	-28,9%	7,0%	21,7%	24,7%	24,0%	23,8%	23,8%	
Steuerquote (effektive auf Gewinne)	-28,2%	105,6%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	
EBI (NOPLAT)	-909,000	-17,127	1033,060	1411,403	1436,646	1454,501	1483,591	1513,341
Working Capital	120,000	130,000	203,998	244,797	257,037	262,178	267,421	
Working Capital zu Umsatz	4,9%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	
Operatives Anlagevermögen	83,000	90,000	141,535	169,842	178,334	181,901	185,539	
Umsatz zu operativen Anlagevermögen	29,590	48,044	48,044	48,044	48,044	48,044	48,044	
Investiertes Kapital (IK)	203,000	220,000	345,533	414,640	435,372	444,079	452,961	
Kapitalrendite	-473,4%	-8,4%	469,6%	408,5%	346,5%	334,1%	334,1%	334,1%
Free Cashflows:								
EBITDA	-444,000	574,000	1750,300	2447,972	2570,371	2621,778	2674,214	
Steuern auf EBITA	-200,000	-321,127	-442,740	-604,887	-615,705	-623,357	-635,825	
Investitionen in OAV	-265,000	-277,000	-326,035	-459,990	-526,511	-547,487	-558,437	
Veränderung des Working Capital	-1100,0%	-1000,0%	-7399,8%	-4080,0%	-1224,0%	-514,1%	-524,4%	
Investitionen in Goodwill	-	-	-	-	-	-	-	
Freier Cashflow	-920,00	-34,13	907,53	1342,30	1415,91	1445,79	1474,71	14536,63

VALUATION in Mio. EUR				
	GJ 2007	GJ 2008e	GJ 2009e	GJ 2010e
Barwert expliziter FCFs	2799,344	4065,013	4601,096	4261,723
Barwert des Continuing Value	6434,290	7228,810	8121,439	9124,292
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	9233,634	11293,823	12722,535	13386,014
Nettoschulden (Net debt)	-700,000	220,000	274,127	-628,400
Barwert aller Optionsrechte	-	-	-	-
Wert des Eigenkapitals	9933,634	11073,823	12448,409	14014,415
Fremde Gewinnanteile	4,000	50,000	50,000	-6,000
Wert des Aktienkapitals	9937,634	11123,823	12498,409	14008,415
Ausstehende Aktien in Mio.	2403,000	2403,000	2403,000	2403,000
Fairer Wert der Aktie in EUR	4,14	4,63	5,20	5,83

FINANZCASHFLOW in Mio. EUR				
	GJ 2007e	GJ 2008e	GJ 2009e	GJ 2010e
Dividendenzahlung	-	-	-	-
Aktienrückkäufe	-	-	-	-
Zinsaufwand/ertrag	-	-20,000	-5,000	10,000

Sensitivitätsanalyse Fairer Wert je Aktie in Euro

		WACC				
		11,3%	11,8%	12,3%	12,8%	13,3%
Kapitalrendite	330,1%	5,09	4,83	4,59	4,38	4,19
	332,1%	5,11	4,85	4,61	4,40	4,21
	334,1%	5,13	4,87	4,63	4,42	4,22
	336,1%	5,16	4,89	4,65	4,43	4,24
	338,1%	5,18	4,91	4,67	4,45	4,25

Fairer Wert je Aktie
4,63 Euro. (Basis
2008)

Fazit

Das vergangene Geschäftsjahr hat die F24 AG dazu genutzt, um seine Position auszubauen. Dazu wurden drei weitere Tochtergesellschaften in Spanien, Frankreich und Tschechien gegründet. Die bereits bestehende Tochter in Großbritannien wurde ausgebaut. Bis heute konnten in allen Gesellschaften bereits neue Aufträge für das Produkt FACT24 gewonnen werden. Der Ausbau der regionalen Präsenz verursachte Anlaufkosten, die dazu führten, dass die Ergebnisse im abgelaufenen Geschäftsjahr auf Konzernbasis negativ waren. Jedoch fielen die Anlaufkosten deutlich niedriger aus als erwartet, so dass unsere Erwartungen beim Ergebnis übertroffen werden können.

Darüber hinaus wurde die deutsche Tochtergesellschaft TEVIA GmbH in 2007 neu aufgestellt. Dafür wurde ein hochwertiger Online-Meeting-Service entwickelt, bei dem verschiedene Kommunikationsmedien gleichzeitig verwendet werden können. Der Vertriebsstart für das Produkt war erst vor wenigen Wochen, so dass erste nennenswerte Umsatzbeiträge erst im kommenden Jahr erwartet werden können.

Durch die erwarteten Anlaufkosten bei der TEVIA wird das Konzernergebnis für 2008 aller Voraussicht nach ebenfalls negativ ausfallen und entgegen unseren ursprünglichen Erwartungen wird F24 in 2008 nicht die Gewinnschwelle erreichen können. Jedoch sollten sich diese Investitionen bereits im Geschäftsjahr 2009 positiv auswirken und zu einer deutlichen Umsatz- und Ergebnissteigerung beitragen. In 2009 ist dann auch das Überschreiten der Gewinnschwelle avisiert.

Für die folgenden Geschäftsjahre erwarten wir dann konstant hohe EBITDA-Margen von mindestens 30 %. Diese Schätzung ist jedoch konservativ getroffen. Deutlich höhere Margenbeiträge von über 40 % sind nicht ausgeschlossen. Ebenfalls höher als von uns angenommen, könnten die Umsatzbeiträge der TEVIA ausfallen. Da die Dienstleistung erst vor wenigen Wochen in den Vertrieb gegangen ist und der zukünftige Erfolg des Produktes nur schwer abschätzbar ist, haben wir ebenfalls eine konservative Umsatzzuschätzung getroffen.

Auf Grund der Verschiebung des Erreichens der Profitabilitätsschwelle in das Geschäftsjahr 2009 senkt sich das bisherige Kursziel von 5,58 € auf 4,63 € leicht ab. Dennoch ist das Potenzial des Unternehmens ungebrochen. Der hohe Deckungsbeitrag pro Kunde, in Kombination mit der starken Kundentreue machen das Unternehmen mittelfristig hochinteressant. Die Visibilität der wiederkehrenden Umsätze ist sehr hoch und die Cash-Flows sollten sich stetig durch Neukunden erhöhen.

Auf dem aktuellen Kursniveau von 2,28 € besteht für die Aktie der F24 AG ein hohes Kurspotenzial von 103 %. Wir bekräftigen damit unser bisheriges Rating KAUFEN.

Anhang

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen aus dieser Studie stammen aus Quellen, welche GBC für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt verwendet, sicherzustellen, dass die verwendeten Fakten und dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind. Trotz allem kann keine Gewähr oder Haftung für deren Richtigkeit übernommen werden – und zwar weder ausdrücklich noch stillschweigend. Darüber hinaus können alle Informationen unvollständig oder zusammengefasst sein. Weder GBC noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieses Dokuments oder seines Inhalts oder auf andere Weise in diesem Zusammenhang entstehen.

Weiter weisen wir darauf hin, dass dieses Dokument weder eine Einladung zur Zeichnung noch zum Kauf irgendeines Wertpapiers darstellt und nicht in diesem Sinne auszulegen ist. Auch darf es oder ein Teil davon nicht als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in diesem Zusammenhang als verlässliche Quelle herangezogen werden. Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem voraussichtlichen Verkaufsangebot für Wertpapiere, des oder der in dieser Publikation besprochenen Unternehmen sollte ausschließlich auf der Grundlage von Informationen in Prospekten oder Angebotschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

GBC übernimmt keine Garantie dafür, dass die angedeutete Rendite oder die genannten Kursziele erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieses Dokument beruht, können einen materiellen Einfluss auf die angestrebten Renditen haben. Das Einkommen aus Investitionen unterliegt Schwankungen. Anlageentscheidungen bedürfen stets der Beratung durch einen Anlageberater. Somit kann das vorliegende Dokument keine Beratungsfunktion übernehmen.

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

Diese Publikation darf, sofern sie im UK vertrieben wird, nur solchen Personen zugänglich gemacht werden, die im Sinne des Financial Services Act 1986 als ermächtigt oder befreit gelten, oder Personen gemäß Definition § 9 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Erlass 1988 (in geänderter Fassung), und darf an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder andere Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen.

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

<http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/47/>

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98/>

§ 2 (I) Aktualisierung:

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse(n) zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. GBC AG behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings sind mit folgenden Erwartungen verbunden:

KAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\geq + 10 \%$.
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt dabei $> - 10 \%$ und $< + 10 \%$.
VERKAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\leq - 10 \%$.

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen Wert je Aktie, welcher auf Grundlage allgemein anerkannter und weit verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse, wie etwa dem DCF-Verfahren, dem Peer-Group-Vergleich und/ oder dem Sum-of-the-Parts Verfahren, ermittelt wird, festgestellt. Dies erfolgt unter Einbezug fundamentaler Faktoren wie z.B. Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufen, etc.

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

Die historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar:

<http://www.gbc-ag.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98/>

§ 2 (IV) Informationsbasis:

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) wurden öffentlich zugängliche Informationen über den/die Emittenten, (soweit vorhanden, die drei zuletzt veröffentlichten Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekt, Unternehmenspräsentationen, etc.) verwendet, die GBC als zuverlässig einschätzt. Des Weiteren wurden zur Erstellung der vorliegenden Analyse(n) Gespräche mit dem Management des/der betreffenden Unternehmen geführt, um sich die Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV:

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des §34b WpHG nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5)**§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:**

- (1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3 % der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- (5) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (7) Der zuständige Analyst hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen, vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikte vorzubeugen bzw. diese sofern vorhanden, offen zu legen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige **Compliance Officer, Markus Lindermayr, Email: lindermayr@gbc-ag.de.**

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

Die GBC AG wird derzeit vertreten durch Ihre Vorstände Manuel Hölzle (Vorsitz), Jörg Grunwald und Christoph Schnabel.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Felix Gode, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), Finanzanalyst

Manuel Hölzle, Dipl. Kaufmann, Chef-Analyst

§ 3 Urheberrechte

Dieses Dokument ist urheberrechtlich geschützt. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt und darf nicht reproduziert oder an irgendeine andere Person verteilt werden. Eine Verwendung dieses Dokuments außerhalb den Grenzen des Urhebergesetzes erfordert grundsätzlich die Zustimmung der GBC, bzw. des entsprechenden Unternehmens, sofern es zu einer Übertragung von Nutzungs- und Veröffentlichungsrechten gekommen ist.

GBC AG
Halderstraße 27
D 86150 Augsburg

Tel.: 0821/24 11 33-0
Fax.: 0821/24 11 33-30

Internet: <http://www.gbc-ag.de>

E-Mail: compliance@gbc-ag.de



GBC AG[®]
- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

GBC AG
Halderstraße 27
86150 Augsburg
Internet: <http://www.gbc-ag.de>
Fax: ++49 (0)821/241133-30
Tel.: ++49 (0)821/241133-0
Email: office@gbc-ag.de