

KAUFEN

Kursziel: 4,70 €

Kurs zum 02.09.2008,
09:21 Uhr, XETRA:
2,15 €

Letztes Rating:
(Kursziel)
KAUFEN (4,63 €)

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

* Katalog möglicher Inter-
essenskonflikte auf S. 9

02.09.08

F24 AG^{*5}

Unternehmensprofil:

Branche: Sicherheit
Fokus: Störfall- und Krisen-
management

Mitarbeiter: 23 (30.06.2008, inklu-
sive Vorstand)

Firmensitz: München, D

Gründung: 2000

Vorstandssprecher: Ralf Meister

WKN: A0F5WM

ISIN: DE000A0F5WM7

Börsenkürzel: F2Y

Anzahl Aktien: 2,403 Mio.

Marktkap.: 5,17 Mio. €

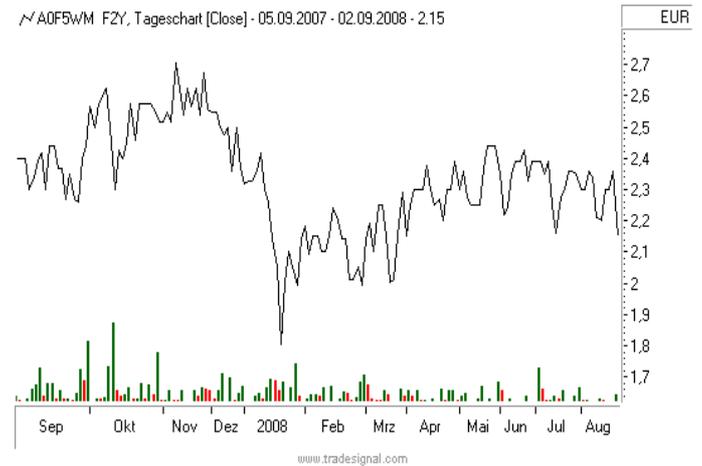
Streubesitz: 22 %

52 W Hoch: 2,71 €

52 W Tief: 1,80 €

Durchs. Tagesvolumen :
3.874,5 €

~/A0F5WM F2Y, Tageschart [Close] - 05.09.2007 - 02.09.2008 - 2.15



| In TEUR | GJ 2006 | GJ 2007 | GJ 2008e | GJ 2009e |
|-------------------------|----------|----------|----------|----------|
| Umsatz | 1.646,00 | 1.713,00 | 2.300,00 | 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 % | -19,30 % | 13,27 % |
| EBIT-Marge | -22,60 % | -33,57 % | -30,83 % | 7,03 % |
| Dividendenrendite | 0,00 % | 0,00 % | 0,00 % | 0,00 % |
| Kennzahlen | | | | |
| EV/Sales | 2,34 | 2,61 | 1,95 | 1,04 |
| EV/EBITDA | neg. | neg. | neg. | 7,80 |
| KGV | neg. | neg. | neg. | 151,95 |
| KBV (zum 31.12.2007) | | 2,32 | | |

Highlights:

- Erneut starkes Wachstum im Kerngeschäft
- Ausländische Tochtergesellschaften mit guter Entwicklung
- 300 Aufträge zum Jahresende weiterhin im Visier
- Übertreffen unserer Ergebnisprognosen nicht ausgeschlossen
- Weiterhin hohes Kurspotenzial

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 30.06.2008 inklusive Vorstand 23 Mitarbeiter.

Derzeit umfasst der Bestand der F24 rund 240 Aufträge von Unternehmen und öffentlichen Organisationen. Dabei deckt die Gesellschaft eine Vielzahl von Branchen wie z.B. Energie & Industrie, Gesundheit & Pharma, Verkehr & Logistik, Handel, Banken & Versicherungen und 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.

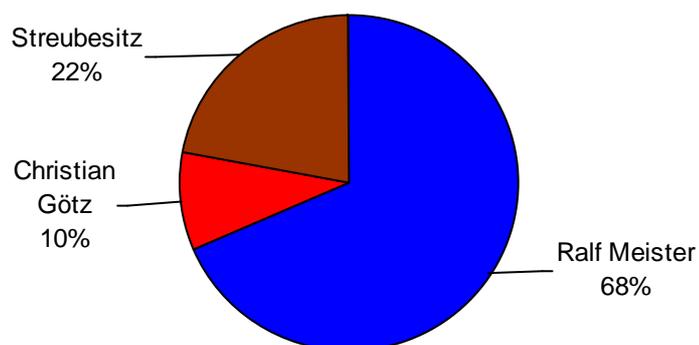
Die Tochtergesellschaft TEVIA GmbH, an der die F24 AG 83,5 % der Anteile hält, hat jüngst einen hochwertigen Online-Meeting-Service entwickelt, bei dem verschiedene Kommunikationsmedien gleichzeitig verwendet werden können. Damit können Teilnehmer an Präsentationen, Meetings usw. in Echtzeit teilnehmen, 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

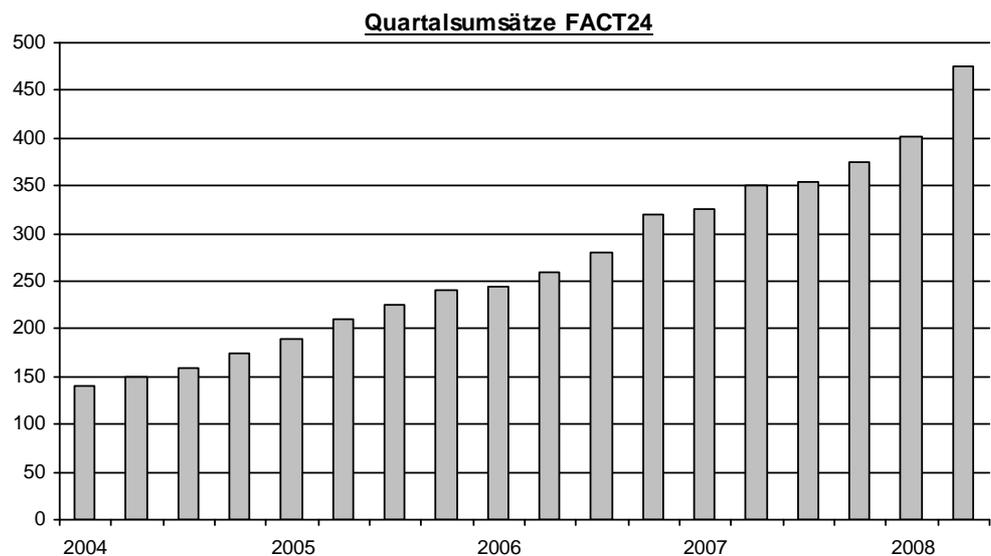
Umsatz- und Ergebnisentwicklung GJ 2007

Umsatzentwicklung

Die gute Umsatzentwicklung des vergangenen Jahres konnte in den ersten sechs Monaten des laufenden Geschäftsjahres 2008 fortgesetzt werden. Gegenüber dem Vorjahr wurden die Umsatzerlöse im Konzern um 18,9 % auf 0,99 Mio. € gesteigert.

Damit zog die Dynamik gegenüber dem Vorjahr wieder an. In 2007 konnten die Umsätze bedingt durch den Aufbau der ausländischen Tochtergesellschaften und der damit einhergegangenen Bindung von Vertriebskapazitäten lediglich um 4,1 % zulegen. Mit dem abgeschlossenen Aufbau der Tochtergesellschaften findet F24 in diesem Jahr wieder zum gewohnt starken Umsatzwachstum der vergangenen Jahre zurück.

Der wesentliche Umsatzträger im Konzern war mit einem Anteil von rund 90 % erneut das Kernprodukt FACT24. Mit den beiden erfolgreichen ersten Quartalen des ersten Halbjahres 2008 schaffte F24 zum 30. Mal in Folge die Quartalsumsätze mit diesem Produkt zu steigern. Die Entwicklung der FACT24-Umsätze innerhalb der letzten 4,5 Jahre sind der unten stehenden Grafik zu entnehmen.



Quelle: F24, GBC

Dabei ist deutlich zu erkennen, dass die Dynamik, mit der die Umsatzerlöse in 2008 und insbesondere im zweiten Quartal zulegen, deutlich steigt. Dies ist auf den steigenden Umsatzanteil der ausländischen Tochtergesellschaften zurückzuführen, die inzwischen eingerichtet sind und Kunden akquirieren. Bereits 50 % der Neuaufträge werden durch die Töchter generiert. Die dynamische Entwicklung wird auch deutlich, wenn man den Umsatzbeitrag der Töchter betrachtet. Im ersten Halbjahr 2008 steuerten diese bereits einen Umsatzanteil von rund 15 % zu den gesamten FACT24-Umsätzen bei. Insgesamt lag die Anzahl der Aufträge zum Ende des Halbjahres bei 250.

Neben den Ländern Deutschland, Frankreich, Spanien, Tschechien und Großbritannien kann F24 zunehmend auch Aufträge in weiteren Ländern gewinnen. Da einzelne Kunden mehrere Aufträge, etwa für verschiedene Werke oder Standorte vergeben, wurden in den letzten Monaten, auch über die Landesgrenzen der einzelnen Konzerngesellschaften hinaus, Aufträge in

Dubai, Zypern, China oder Holland generiert. Weitere Aufträge in der Schweiz und im Mittleren Osten wurden über externe Vertriebspartner gewonnen.

Die Umsatzbeiträge der Tochtergesellschaft TEVIA sind auch in diesem Jahr noch verschwindend gering. Nachdem die Gesellschaft Anfang des Jahres neu ausgerichtet wurde, ist diese nun im Bereich Conferencing aktiv und bietet ein hochwertiges ASP-Tool (ASP = Application Service Provider) für Audio-, Video- und Web-Konferenzen an. Auf Grund der erst kurzen Zeit, in der das Unternehmen das Produkt aktiv vertreibt, werden derzeit noch kaum Umsatzbeiträge geliefert. Erste Kunden konnten allerdings bereits gewonnen werden. Jedoch ist erkennbar, dass das Produkt von den Kunden gut angenommen und entsprechend positives Feedback gegeben wird.

Ergebnisentwicklung

Nichtsdestotrotz fallen bei der TEVIA erst einmal Anlaufverluste an, da vor allem entsprechende Mitarbeiter bereits jetzt bezahlt werden müssen und auch Verwaltungskosten bereits jetzt schon anfallen. Auch bei den ausländischen Tochtergesellschaften sind im ersten Halbjahr noch Vorlaufkosten angefallen, die das Ergebnis noch belasten. Die Auftragszahl ist bei den Töchtern noch nicht so groß, dass die Kosten eigenständig gedeckt werden können. Insgesamt haben die TEVIA und die ausländischen Tochtergesellschaften im ersten Halbjahr noch einen Verlustbeitrag von 0,51 Mio. € zum Konzernergebnis beigesteuert.

Dagegen arbeitet die deutsche Muttergesellschaft nach wie vor profitabel und konnte in den ersten sechs Monaten ein EBITDA von 0,24 Mio. € erzielen. Dieses lag zwar um 0,03 Mio. € unter dem Vorjahresniveau, was jedoch mit verminderten sonstigen betrieblichen Erträgen zu begründen ist. Erforderliche Leistungen, an die im Vorjahr noch in der Aufbauphase befindlichen Töchter, waren in 2008 nicht mehr in dem Maße notwendig. Auf Konzernebene wirken sich diese zwischengesellschaftlichen Erträge jedoch nicht aus.

Insgesamt belief sich das konzernweite EBITDA durch den noch negativen Ergebnisbeitrag der Tochtergesellschaften auf –0,26 Mio. €. Entsprechend lag auch das Konzernperiodenergebnis unterhalb des Vorjahresniveaus. Während im gleichen Zeitraum 2007 ein Verlust von –0,25 Mio. € anfiel, waren es in 2008 –0,43 Mio. €. Der größere Abschlag zum Vorjahr zwischen EBITDA und Konzernjahresüberschuss ist auf eine höhere Steuerbelastung der Muttergesellschaft zurückzuführen. Zum Halbjahr lag die Steuerbelastung der F24 AG bei rund 0,08 Mio. €.

Bilanzieller Natur gab es eine maßgebliche Änderung. Im zweiten Quartal wurde ein Darlehen durch die Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) in Höhe von 0,48 Mio. € gewährt. Diese Mittel sollen dazu verwendet werden, die Expansion der TEVIA zu forcieren. Die Profitabilitätsschwelle soll die TEVIA im Jahr 2010 überschreiten.

Prognose- und Modellannahmen

Das Geschäftsmodell zeigt kaum Abhängigkeit von der konjunkturellen Entwicklung. Zum Beispiel in Spanien, wo die konjunkturelle Entwicklung seit Jahresbeginn rezessiv ist, konnten seit Jahresbeginn von allen Töchtern bislang die meisten Neuaufträge generiert werden.

Zudem ermöglicht das Geschäftsmodell der F24 eine hohe Skalierbarkeit. Durch die stetig wiederkehrenden Umsätze (88 % der Umsätze bestehen aus fixen Grundgebühren), ist davon auszugehen, dass die erzielten Umsätze in einem Quartal auch im darauffolgenden erreicht werden, zuzüglich neu akquirierten Aufträgen. Dadurch ist mit einer deutlich überproportionalen Steigerung zu rechnen.

Daher behalten wir unsere Prognosen für das Gesamtjahr von 300 Aufträgen bei, was einem Zuwachs zu 2007 von rund 50 % entspricht. Von dieser Erwartung geht auch F24 aus. Das Umsatzwachstum wird vom Unternehmen bei 25-30% gesehen, was einer Range von 2,14 - 2,23 Mio. € entsprechen würde. Unsere Umsatzprognose für 2008 liegt derzeit bei 2,46 Mio. € und damit über den Erwartungen des Unternehmens. Daher nehmen wir unsere Erwartungen leicht auf 2,30 Mio. € zurück, glauben aber, dass F24 die eigenen Erwartungen übererfüllen kann. Für das Folgejahr 2009 halten wir unsere Umsatzprognose unverändert bei.

Dagegen gehen wir davon aus, dass unsere Ergebniserwartung für das Geschäftsjahr 2008 leicht zu konservativ ist und halten ein Übertreffen angesichts der guten Entwicklung im ersten Halbjahr, für wahrscheinlich. Die Dynamik der Ertragsentwicklung sollte kongruent zu der Umsatzentwicklung im zweiten Halbjahr an Fahrt gewinnen. Dennoch halten wir unsere Prognosen konservativ bei, solange die beschriebene Tendenz nicht hinreichend gesichert erscheint und sich tatsächlich abzeichnet. Das Kursziel bleibt auf Basis der zuvor beschriebenen Annahmen mit 4,70 € (zuvor: 4,63 €) nahezu unverändert. Dabei ist zu beachten, dass wir beim Kursziel den Roll-over vollzogen haben und das Kursziel auf Sicht von Ende 2009 zu sehen ist (zuvor: Ende 2008). Zudem wurde der WACC von zuvor 12,3 % auf nunmehr 12,6 % nach oben adjustiert. Dies ist im Zusammenhang mit den am Markt inzwischen gestiegenen Zinssätzen für risikolose Anlagen zu sehen. Daher haben wir diesen von zuvor 4,0 % auf nunmehr 4,25 % angehoben.

Fazit

Die F24 AG schreibt im ersten Halbjahr 2008 die positive Umsatzentwicklung der Vorjahre fort. Dabei haben sich die neu gegründeten ausländischen Tochtergesellschaften gut etabliert und generieren inzwischen 50 % der neuen Aufträge. Ergebnisseitig belasten noch die Vorlaufkosten der Tochtergesellschaften. Jedoch rückt der Break-even bei den Töchtern mit jedem weiteren gewonnenen Kunden näher. Die deutsche Muttergesellschaft arbeitet bereits heute profitabel.

Auf Grund der guten Entwicklung im ersten Halbjahr 2008 behalten wir unsere bisherigen Ergebnisschätzungen bei. Dabei sehen wir aber die Möglichkeit, dass diese übertroffen werden können. Umsatzseitig haben wir unsere Prognose für 2008 leicht zurückgenommen. Insgesamt ändert sich an unserer Einschätzung zur F24 AG nichts. Das Unternehmen befindet sich in einem stabilen Wachstum und strebt 2009 den operativen Turnaround an. Das Kursziel nehmen wir leicht nach oben auf 4,70 € (vorher: 4,63 €) und bestätigen das Rating KAUFEN.

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. 4,25 % (bisher: 4,00 %).

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.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 12,60 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 12,60 % (bisher: 12,30 %).

Kapitalkosten von
12,60 % ermittelt

| | |
|----------------------|----------------|
| Kapitalkosten | |
| Eigenkapitalkosten | 12,60 % |
| Gewicht in % | 100,00 % |
| Fremdkapitalkosten | 6,00 % |
| Gewicht in % | 0,00 % |
| Taxshield in % | 22,50 % |
| WACC | 12,60 % |

| | |
|---|------------|
| 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, 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 12,6 % (*bisher: 12,3 %*) errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2008 entspricht als **Kursziel 4,70 €**.

| DISCOUNTED CASHFLOW Modellszenario F24 AG | | | | | | | | |
|---|----------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|
| in TEUR | GJ 2008e | GJ 2009e | GJ 2010e | GJ 2011e | GJ 2012e | GJ 2013e | GJ 2014e | Endwert |
| Umsatz | 2300,000 | 4324,000 | 6425,032 | 7710,038 | 8095,540 | 8257,451 | 8422,600 | |
| Umsatzveränderung | 34,3% | 88,0% | 48,6% | 20,0% | 5,0% | 2,0% | 2,0% | 2,0% |
| EBITDA-Marge | -19,3% | 13,3% | 21,4% | 30,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% | |
| Abschreibungen (auf IK) | -265,000 | -270,000 | -274,500 | -407,883 | -489,460 | -513,933 | -524,212 | |
| Abschreibungen vom OAV | 311,8% | 300,0% | 305,0% | 305,0% | 305,0% | 305,0% | 305,0% | |
| EBITA | -709,000 | 304,000 | 1100,457 | 1905,128 | 1939,202 | 1963,302 | 2002,568 | |
| EBITA-Marge | -30,8% | 7,0% | 17,1% | 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 | 770,320 | 1333,590 | 1357,441 | 1374,312 | 1401,798 | 1429,908 |
| Working Capital | 120,000 | 130,000 | 192,751 | 231,301 | 242,866 | 247,724 | 252,678 | |
| Working Capital zu Umsatz | 5,2% | 3,0% | 3,0% | 3,0% | 3,0% | 3,0% | 3,0% | |
| Operatives Anlagevermögen | 85,000 | 90,000 | 133,732 | 160,479 | 168,503 | 171,873 | 175,310 | |
| Umsatz zu operativen Anlagevermögen | 27,059 | 48,044 | 48,044 | 48,044 | 48,044 | 48,044 | 48,044 | |
| Investiertes Kapital (IK) | 205,000 | 220,000 | 326,483 | 391,780 | 411,369 | 419,596 | 427,988 | |
| Kapitalrendite | -473,4% | -8,4% | 350,1% | 408,5% | 346,5% | 334,1% | 334,1% | 334,1% |
| Free Cashflows: | | | | | | | | |
| EBITDA | -444,000 | 574,000 | 1374,957 | 2313,011 | 2428,662 | 2477,235 | 2526,780 | |
| Steuern auf EBITA | -200,000 | -321,127 | -330,137 | -571,538 | -581,761 | -588,991 | -600,770 | |
| Investitionen in OAV | -267,000 | -275,000 | -318,232 | -434,630 | -497,484 | -517,303 | -527,649 | |
| Veränderung des Working Capital | -1100,0% | -1000,0% | -6275,1% | -3855,0% | -1156,5% | -485,7% | -495,4% | |
| Investitionen in Goodwill | - | - | - | - | - | - | - | |
| Freier Cashflow | -922,00 | -32,13 | 663,84 | 1268,29 | 1337,85 | 1366,08 | 1393,41 | 13411,21 |

| VALUATION in TEUR | GJ 2007 | GJ 2008e | GJ 2009e | GJ 2010e |
|-------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Barwert expliziter FCFs | 2426,610 | 3654,320 | 4146,825 | 4005,415 |
| Barwert des Continuing Value | 5844,500 | 6580,803 | 7409,866 | 8343,377 |
| Wert operatives Geschäft (Stichtag) | 8271,110 | 10235,122 | 11556,692 | 12348,792 |
| Nettoschulden (Net debt) | -700,000 | 222,000 | 274,127 | -384,710 |
| Barwert aller Optionsrechte | - | - | - | - |
| Wert des Eigenkapitals | 8971,110 | 10013,122 | 11282,565 | 12733,502 |
| Fremde Gewinnanteile | 10,000 | 11,162 | 12,577 | 14,194 |
| Wert des Aktienkapitals | 8981,110 | 10024,284 | 11295,142 | 12747,696 |
| Ausstehende Aktien in Mio. | 2403,000 | 2403,000 | 2403,000 | 2403,000 |
| Fairer Wert der Aktie in EUR | 3,74 | 4,17 | 4,70 | 5,30 |

| FINANZCASHFLOW in TEUR | 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 | | | | |
|----------------|--------|-------|-------|-------------|-------|-------|
| | | 11,6% | 12,1% | 12,6% | 13,1% | 13,6% |
| Kapitalrendite | 330,1% | 5,13 | 4,89 | 4,66 | 4,46 | 4,28 |
| | 332,1% | 5,16 | 4,91 | 4,68 | 4,48 | 4,30 |
| | 334,1% | 5,18 | 4,93 | 4,70 | 4,50 | 4,31 |
| | 336,1% | 5,20 | 4,95 | 4,72 | 4,51 | 4,33 |
| | 338,1% | 5,22 | 4,97 | 4,74 | 4,53 | 4,35 |

Fairer Wert je Aktie
4,70 Euro. (Basis
2009)

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