



## **Research Studie (Anno)**



**Stand 15.05.2009**

**KAUFEN**

---

**WICHTIGER HINWEIS:**  
Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis  
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG auf Seite 16

---

# KAUFEN

**Kursziel: 4,70 €**

Kurs zum 14.05.2009,  
09:00 Uhr, Frankfurt:  
2,10 €

**Letztes Rating:  
(Kursziel)**  
KAUFEN (4,70 €)

**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 638-0  
**Fax:**+49(0)89 2323 638-6

ir@f24.com  
www.f24.com

\* Katalog möglicher Inter-  
essenskonflikte aus S. 16

# 15.05.2009

# F24 AG\*5

**Unternehmensprofil:**

**Branche:** Sicherheit  
**Fokus:** Störfall- und Krisen-  
management

**Mitarbeiter:** 24 (31.12.2008, inklu-  
sive Vorstand)

**Firmensitz:** München, D

**Gründung:** 2000

**Vorstandssprecher:** Ralf Meister

WKN: A0F5WM

ISIN: DE000A0F5WM7

Börsenkürzel: F2Y

Anzahl Aktien: 2,403 Mio.

Marktkap.: 5,05 Mio. €

Streubesitz: 21 %

52 W Hoch: 2,40 €

52 W Tief: 1,28 €

Durchs. Tagesvolumen : 4.013 €



In 1000 €	GJ 2007	GJ 2008	GJ 2009e	GJ 2010e
Umsatz	1.713,00	2.177,00	3.038,00	4.557,00
EBITDA	-360,00	-542,00	138,00	1.157,00
EBIT	-575,00	-754,00	-37,00	1.007,00
Konzernjahresüberschuss	-704,00	-860,00	-182,00	797,00
<b>In Euro</b>				
Gewinn je Aktie	-0,29	-0,36	-0,08	0,33
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,08	0,12
<b>In %</b>				
EBITDA-Marge	-21,02 %	-24,90 %	4,54 %	25,39 %
EBIT-Marge	-33,57 %	-34,63 %	-1,22 %	22,10 %
Dividendenrendite	0,00 %	0,00 %	3,81 %	5,71 %
<b>Kennzahlen</b>				
EV/Sales	2,54	2,28	1,63	1,09
EV/EBITDA	neg.	neg.	35,92	4,28
KGV	neg.	neg.	neg.	6,33
KBV (zum 31.12.2008)		3,74		

**Highlights:**

- FACT24-Umsatz im Jahr 2008 um 37 % gesteigert
- Ergebnisse im Rahmen unserer Erwartungen
- Internationalisierung birgt zusätzliche Wachstumschancen
- tevia GmbH mit neuem Produkt und Umsatzpotenzial
- Aktie weiterhin deutlich unterbewertet

## Inhaltsangabe

### Unternehmen

Profil .....	4
Aktionärsstruktur .....	4
Umsatz- und Ergebnisentwicklung GJ 2008 .....	5

### Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick .....	7
SWOT Analyse F24 AG.....	8
Prognose- und Modellannahmen.....	9

### Bewertung/ Fazit

DCF Bewertung .....	11
Bestimmung der Kapitalkosten .....	11
Discounted Cashflow-Modell.....	12
Fazit .....	13

### Anhang

Disclaimer und Haftungsausschluss .....	14
Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34 b WpHG.....	15

## 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 europäischen Raum nach eigenen Angaben eine führende Stellung ein. F24 beschäftigte zum 31.12.2008 inklusive Vorstand 21 Mitarbeiter.

Derzeit zählen rund 300 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.

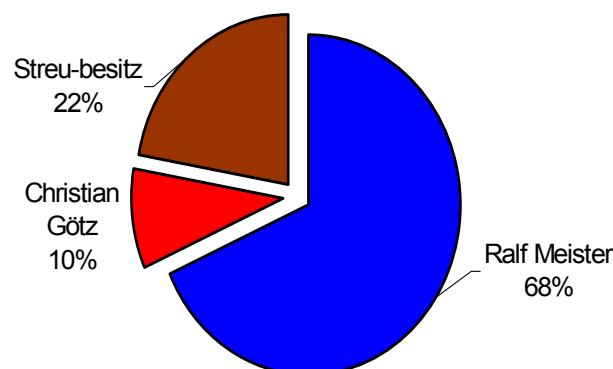
Die Tochtergesellschaft tevia GmbH, an der die F24 AG 83,5 % der Anteile hält, hat jüngst einen hochwertigen Online-Meeting-Service entwickelt, bei dem verschiedene Kommunikationsmedien gleichzeitig verwendet werden können. Damit können Teilnehmer an Präsentationen, Meetings usw. in Echtzeit teilnehmen,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

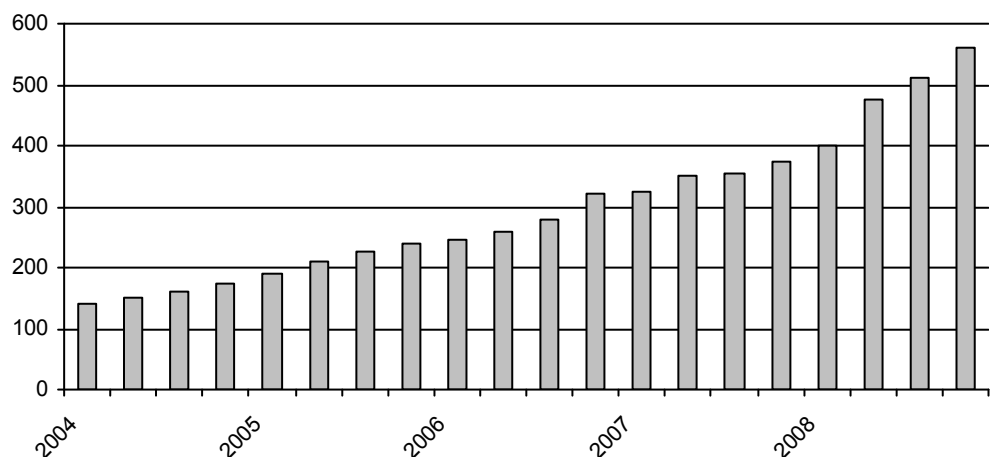
## Umsatz- und Ergebnisentwicklung GJ 2008

### **Umsatzentwicklung**

Die selbst gesetzte Zielvorgabe der F24 AG lautete, ein Umsatzwachstum von 25 – 30 % zu erreichen. Mit der Steigerung der Umsätze von 1,71 Mio. € auf 2,18 Mio. € bzw. einer Umsatzsteigerung von 27 % wurde dieses Ziel gut erfüllt. Nicht ganz erreicht wurde dagegen das Ziel der 100 Neuaufträge. Im Zuge der Finanz- und Konjunkturkrise verlief die Gewinnung von Neuaufträgen etwas schleppender als geplant, so dass mit 75 Neuaufträgen schließlich etwas weniger erreicht wurde.

Dies tut jedoch der Tatsache keinen Abbruch, dass das Geschäftsjahr 2008 erfolgreich verlaufen ist. Bei einer Betrachtung der Quartalsumsätze lässt sich feststellen, dass die dynamische Entwicklung der Vorjahre auch in 2008 fortgesetzt wurde. Im vierten Quartal wurden mit dem Kernprodukt FACT24 bereits 0,56 Mio. € Umsatzerlöse generiert. Über die letzten 5 Jahre wurde damit eine durchschnittliche quartalsweise Wachstumsrate von 7,6 % erzielt. Zu der überproportionalen Wachstumssteigerung in den letzten Quartalen trugen vor allem die in 2007 neu gegründeten ausländischen Tochtergesellschaften in Spanien, Frankreich und Tschechien sowie die schon vorher bestehende Tochter in England bei. Bereits rund die Hälfte der Neuaufträge wurde von den ausländischen Töchtern generiert.

**Quartalsumsätze FACT24**



Quelle: F24, GBC

Dabei verlief die Entwicklung in den einzelnen Tochtergesellschaften nicht kongruent. In Frankreich beispielsweise füllte sich die Auftragspipeline nach anfänglichen Startschwierigkeiten zuletzt merklich, während die Entwicklung in Spanien, wie bereits schon im Vorjahr, von allen Töchtern am besten verlief. So erzielte die spanische Tochter im ersten Quartal 2009 bereits ein positives Ergebnis. Währenddessen geht die Entwicklung in England und Tschechien, auch der Konjunkturkrise geschuldet, noch etwas langsamer.

Konzernweit machte das Kernprodukt FACT24 91 % bzw. 1,98 Mio. € der Umsatzerlöse aus. Gegenüber dem Vorjahr entspricht das einer Steigerung von 36,9 %. Entsprechend konnten die FACT24-Umsätze überproportional zum gesamten Auftragszuwachs gesteigert werden. Dies ist im Zusammenhang mit den inzwischen höheren durchschnittlichen Umsätzen pro Kunde zu sehen. Kunden buchen mehr und mehr nicht nur ausschließlich die Basisversion der angebotenen Dienstleistungen, sondern wählen Premium-

Pakete oder sogar speziell zugeschnittene Customized-Versionen. Dabei ist auch die stetige Weiterentwicklung von FACT24 ein ausschlaggebender Faktor, der von den Kunden sehr begrüßt wird.

Die Entwicklung der tevia blieb im Geschäftsjahr 2008 noch hinter den Erwartungen zurück. Die Umsatzerlöse betragen im Jahr 2008 0,23 Mio. €, nachdem 0,34 Mio. € geplant waren. Als Konsequenz wurde auf den noch schleppenden Anlauf der Vertriebsfolge für das neu entwickelte Conferencing-Produkt derart reagiert, dass die Fixkostenbasis im Zuge von Personalanpassungen gesenkt wurde. Dass die tevia mit ihrem Produkt auf dem richtigen Weg ist, belegt der jüngst gewonnene erste Platz beim Innovationspreis IT 2009 in der Produktkategorie „Unified Communications“.

### **Ergebnisentwicklung**

Ergebnisseitig machte sich auch im Geschäftsjahr 2008 noch der Aufbau der ausländischen Tochtergesellschaften sowie der tevia bemerkbar. Vor allem im Vertriebsbereich wurde der Personalbestand weiter aufgestockt, um die zukünftige Entwicklung der Töchter voranzutreiben.

So wurde der Personalbestand in 2008 konzernweit von im Jahr durchschnittlich 16 auf 21 aufgestockt. Entsprechend kletterten auch die Personalaufwendungen von 1,23 Mio. € um 36,3 % auf nunmehr 1,68 Mio. € an. Dabei entfielen 0,68 Mio. € der Personalkosten auf die Tochtergesellschaften. Damit liegt das Umsatzniveau der Tochtergesellschaften noch nicht hoch genug, um die Kostenniveaus vollständig zu decken.

Auch bei den sonstigen betrieblichen Aufwendungen war ein starker Anstieg von 0,84 Mio. € auf 0,98 Mio. € festzustellen. Dabei fielen vor allem zwei Effekte ins Gewicht. Zum Einen wirkte sich der Verlust in Höhe von 0,09 Mio. € aus dem Verkauf von Wertpapieren negativ aus, zum Anderen fielen Wechselkursverluste aus der Umrechnung Euro/Britisches Pfund in Höhe von rund 0,04 Mio. € an. Bereinigt um diese beiden Effekte lägen die sonstigen betrieblichen Aufwendungen nur leicht über dem Vorjahr.

Entsprechend fiel das EBITDA mit –0,54 Mio. € um rund 0,18 Mio. € niedriger aus als im Vorjahr. Während die Abschreibungen mit 0,21 Mio. € nahezu auf dem Vorjahresniveau verharrten, lag das Zinsergebnis mit einem Minus von 9 Tsd. € unter dem Vorjahreswert, als 17 Tsd. € erzielt wurden. Der Grund hierfür ist in der Aufnahme eines KfW-Darlehens über 0,50 Mio. € für den Aufbau des Geschäftsbereichs Konferenzen der tevia zu sehen. Die Verzinsung des Darlehens liegt bei 4,5 % und führt zu Zinszahlungen in Höhe von 23 Tsd. € pro Jahr.

Der effektive Steuersatz von nur 18,7 % ist damit zu begründen, dass die Tochtergesellschaften noch nicht profitabel arbeiten und noch kein Steueraufwand anfällt. Damit ist das komplette Steueraufkommen der Muttergesellschaft zuzurechnen. Das hohe Steueraufkommen bei der Muttergesellschaft ist darauf zurückzuführen, dass ein Großteil der Verluste aus dem Verkauf von Wertpapieren nicht steuerlich abzugsfähig sind. Das Gleiche gilt für die Abschreibungen auf den Kundenstamm. Unterm Strich verblieb im Konzern ein Konzernergebnis von –0,86 Mio. €, nach –0,70 Mio. € im Vorjahr.

Die Münchner Muttergesellschaft F24 AG hat auch das Geschäftsjahr 2008 deutlich profitabel abgeschlossen. Nach einem Jahresüberschuss von 0,14 Mio. € im Vorjahr, fielen in diesem Jahr 0,09 Mio. € an. Auch in der Muttergesellschaft ist der Rückgang des Gewinns mit dem Aufbau der Personalkapazitäten sowie den oben genannten Sondereffekten zu begründen.

# Unternehmensentwicklung & Prognose

## Zahlen im Überblick

GuV (in 1.000 Euro) F24 Konzern	GJ 2007		GJ 2008		GJ 2009e		GJ 2010e	
Umsatzerlöse	1.713,00	100,00 %	2.177,00	100,00 %	3.038,00	100,00 %	4.557,00	100,00 %
Sonstige betriebliche Erträge	115,00	6,71 %	64,00	2,94 %	0,00	0,00 %	0,00	0,00 %
Materialaufwand	-122,00	-7,12 %	-129,00	-5,93 %	-150,00	-4,94 %	-200,00	-4,39 %
Rohertrag	1.706,00	99,59 %	2.112,00	97,01 %	2.888,00	95,06 %	4.357,00	95,61 %
Personalaufwand	-1.230,00	-71,80 %	-1.676,00	-76,99 %	-1.850,00	-60,90 %	-2.000,00	-43,89 %
Abschreibungen	-215,00	-12,55 %	-212,00	-9,74 %	-175,00	-5,76 %	-150,00	-3,29 %
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-836,00	-48,80 %	-978,00	-44,92 %	-900,00	-29,62 %	-1.200,00	-26,33 %
Zinsergebnis	17,00	0,99 %	-9,00	-0,41 %	-20,00	-0,66 %	-20,00	-0,44 %
Abschreibungen aus Wertpapieren	-41,00	-2,39 %	0,00	0,00 %	0,00	0,00 %	0,00	0,00 %
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	-599,00	-34,97 %	-763,00	-35,05 %	-57,00	-1,88 %	987,00	21,66 %
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	-109,00	18,20 %	-143,00	-6,57 %	-150,00	-4,94 %	-200,00	-4,39 %
Jahresüberschuss/-fehlbetrag	-708,00	-41,33 %	-906,00	-41,62 %	-207,00	-6,81 %	787,00	17,27 %
Minderheitenanteile	4,00	0,23 %	46,00	2,11 %	25,00	0,82 %	10,00	0,22 %
Konzernjahresüberschuss	-704,00	-41,10 %	-860,00	-39,50 %	-182,00	-5,99 %	797,00	17,49 %

### Ergebniszahlen (in 1000 Euro)

EBITDA	-360,00		-542,00		138,00		1.157,00
in %	-21,02 %		-24,90 %		4,54 %		25,39 %
EBIT	-575,00		-754,00		-37,00		1.007,00
in %	-33,57 %		-34,63 %		-1,22 %		22,10 %
Ergebnis je Aktie in Euro	-0,29		-0,36		-0,08		0,33

### Ausgewählte Bilanzkennzahlen (in 1.000 Euro) (HGB)

	F24 AG 31.12.2006	F24 AG 31.12.2007	F24 AG 31.12.2008
Operatives Anlagevermögen	93,00	83,00	156,00
Working Capital	90,00	109,00	-40,00
Nettoverschuldung	-1.331,00	-700,00	-69,00
Zinsbare Verbindlichkeiten	0,00	0,00	500,00
Finanzvermögen	1.331,00	700,00	569,00
Eigenkapitalquote in %	94,30	87,40	56,60
Gezeichnetes Kapital	2.403,00	2.403,00	2.403,00
Bilanzsumme	3.207,00	2.558,00	2.346,00

## **SWOT - ANALYSE F24 AG**

### **Stärken**

- hohe Kundentreue
- hohe Skalierbarkeit der Dienstleistung
- Bereits 2009 werden alle Tochtergesellschaften zusammen mit einem positiven Ergebnisbeitrag erwartet
- Ende 2010 werden alle einzelnen Tochtergesellschaften mit einem positiven Ergebnisbeitrag erwartet
- Dividende für das Geschäftsjahr 2009 in Aussicht

### **Schwächen**

- noch kleine Unternehmensgröße
- noch hohe Abhängigkeit von Gründern/ Führungspersonen
- Ausdehnung der Vertriebsausgaben zur Expansion belasten derzeit noch die Ergebnisse
- Vertrieb des Conferencing-Produkts der tevia verläuft noch schleppend

### **Chancen**

- steigendes Risikobewusstsein und Sicherheitsbedürfnis in Unternehmen
- erwartete gute Wachstumsmöglichkeiten, da bislang erst geringe Sättigung im Markt
- Aufbau eines zweiten Geschäftszweiges über die tevia GmbH
- Vervielfachung der Wachstumschancen durch Internationalisierung
- Internationalisierung wird durch Konzernkunden beschleunigt

### **Risiken**

- hohe Wachstumsraten können zum Markteintritt von weiteren Wettbewerbern führen (Wettbewerbsintensivierung)
- Ausbleibender Vertriebs Erfolg bei den Tochtergesellschaften könnte zu einer ergebniswirksamen Abwertung des Beteiligungsansatzes in der AG führen
- Know-How des Unternehmens nur schwer durch gewerbliche Schutzrechte schützbar; außerdem u.U. Gefährdung durch potenzielle Mitarbeiterfluktuation



## Prognose- und Modellannahmen

Unsere Prognosen für das abgelaufene Geschäftsjahr konnte die F24 AG nahezu erfüllen. Bei Umsatz, EBITDA lagen die erreichten Zahlen nur geringfügig unter unseren Erwartungen, das EBIT sowie der Konzernjahresüberschuss wurde hingegen sogar jeweils leicht übertroffen.

Trotz Finanz- und Konjunkturkrise hat die F24 AG im Geschäftsjahr 2008 bewiesen, dass dennoch ein starkes Umsatzwachstum von 27 % möglich ist. Auch in 2009 gehen wir davon aus, dass sich ein ähnlich starkes Wachstum realisieren lassen wird. Allein schon geschäftsmodellbedingt ist von einem weiteren Wachstum auszugehen. Fast 90 % der Umsatzerlöse sind nutzungsunabhängige Grundgebühren, mit wiederkehrendem Charakter. Alle im Jahresverlauf 2008 neu hinzugewonnenen Kunden entrichten daher in 2009 erstmalig die volle Jahresgebühr, so dass die Basis der Grundgebühr in 2009 höher liegen wird als im Vorjahr. Abzulesen ist diese Tendenz auch an den stetig steigenden Quartalsumsätzen (siehe Seite 5).

Darüber hinaus sorgen die inzwischen vollständig eingerichteten und vertriebslich aktiven Tochtergesellschaften für zusätzliche Umsätze auf den Auslandsmärkten. Eine Investitionszurückhaltung seitens der Kunden auf Grund der konjunkturellen Schwächephase ist dabei nur bedingt spürbar. Immerhin betragen die Kosten für die Inanspruchnahme der Dienstleistungen der F24 AG nur zwischen 8.000 € und 10.000 € pro Jahr, was Investitionsentscheidungen erleichtert. Auch die starke Konzentration der Kundengruppe Banken und Versicherungen macht sich nicht wesentlich negativ bemerkbar. Vielmehr sollte F24 von einem zukünftig höheren Stellenwert des Risikomanagements profitieren. So konnte beispielsweise bereits in 2009 eine große Landesbank als Neukunde gewonnen werden.

Insgesamt machen sich diese Tendenzen bereits im ersten Quartal 2009 bemerkbar. So lagen die neu gewonnenen wiederkehrenden Umsatzerlöse in den ersten drei Monaten 2009 um 45 % über dem Vorjahreswert. Es ist demnach davon auszugehen, dass die Konjunkturkrise keine maßgeblichen Auswirkungen auf das Geschäft der F24 AG hat. Entsprechend geht auch das Unternehmen von einer weiterhin sehr positiven Entwicklung der Umsatzerlöse im Geschäftsjahr 2009 aus. Auch wir glauben an ein weiteres starkes Wachstum im laufenden Geschäftsjahr und rechnen mit einer Umsatzsteigerung um 40 % auf 3,04 Mio. €.

Auch in 2010 sollte die hohe Dynamik beibehalten werden können bzw. sich im Zuge der erwartet wieder aufhellenden Konjunktur noch weiter verstärken. Wir gehen von einer erneuten Steigerung der Umsätze um dann 50 % auf 4,56 Mio. € aus. Hierbei sollte unter anderem auch eine steigende Konzernverbreitung beitragen. Konzernkunden, welche die Lösungen der F24 AG nutzen, übertragen FACT24 zunehmend auch auf weitere Konzerntöchter und damit auch in Länder, in denen die F24 bisher nicht aktiv war. So wird die Internationalisierung auch indirekt weiter vorangetrieben.

Die Ergebniskennzahlen für das Geschäftsjahr 2009 und 2010 hatten wir bereits im Februar im Rahmen des Managementinterviews angepasst (siehe Research Note vom 03.02.2009). Nach dem Erscheinen des Geschäftsberichtes 2008 haben wir lediglich noch Feinadjustierungen vorgenommen. Die getroffenen Änderungen sind in umseitiger Tabelle zusammengefasst.

Quelle: GBC

In Mio. €	2008e (erwartet)	2008 (erreicht)	2009e (alt)	2009e (neu)	2010e (alt)	2010e (neu)
Umsatzerlöse	2,25	2,18	3,04	3,04	4,56	4,56
EBITDA	-0,49	-0,54	0,24	0,14	1,21	1,16
EBIT	-0,76	-0,75	-0,03	-0,04	0,93	1,01
Jahresüberschuss	-0,91	-0,86	-0,10	-0,18	0,62	0,80
Gewinn pro Aktie	-0,38	-0,36	-0,04	-0,08	0,26	0,33

Nachdem der Aufbau der ausländischen Tochtergesellschaften im Jahr 2008 erfolgreich abgeschlossen und das Vertriebsteam vervollständigt wurde, erwartet das Management im Geschäftsjahr 2009 ein erstmalig positives EBITDA. Wir gehen davon aus, dass sich das EBITDA gegenüber 2008 signifikant verbessern und bei 0,14 Mio. € liegen wird. Dabei wird unter anderem unterstützend beitragen, dass die ausländischen Tochtergesellschaften erwartungsgemäß schon in 2009 zusammen einen positiven Ergebnisbeitrag erwirtschaften werden. Bis Ende 2010 soll dann jede einzelne Tochter profitabel arbeiten, so dass sich entsprechend ein merklich positiver Ergebniseffekt einstellen wird. Wir erwarten für 2010 ein EBITDA von 1,16 Mio. €.

Auch bei der tevia gehen wir davon aus, dass in 2010 der Break-even erreicht werden kann. Auf den momentan noch schleppend verlaufenden Vertrieb wurde mit Fixkostenanpassungen reagiert. Zudem soll der Vertrieb nun auch über externe Partner erfolgen.

Kostenseitig sollte sich auch der Wegfall der Sonderbelastungen aus den Wertpapier- und Wechselkursverlusten bemerkbar machen. Daher gehen wir davon aus, dass die sonstigen betrieblichen Aufwendungen trotz des starken Wachstums der Umsatzerlöse mit 0,90 Mio. € deutlich unter dem 2008er Niveau liegen werden.

Auf der Ebene des Jahresüberschusses gehen wir im laufenden Geschäftsjahr noch nicht von einem positiven Resultat aus. Jedoch sollte der Verlust nach unseren Prognosen mit 0,18 Mio. € nur noch gering ausfallen. Für 2010 erwarten wir dann auch auf Konzernebene einen positiven Jahresüberschuss, der mit 0,80 Mio. € signifikant im positiven Bereich liegen sollte. Der gegenüber unseren bisherigen Schätzungen höher liegende Jahresüberschuss ist auf eine Adjustierung der erwarteten Steuerquote zurückzuführen.

Die Münchner Muttergesellschaft ist im Gegensatz zum Gesamtkonzern bereits deutlich profitabel. Daher ist es theoretisch möglich, eine Dividende auszuschütten. Sollte sich die Geschäftsentwicklung auch in 2009 weiterhin so positiv gestalten, ist es denkbar, dass für das Geschäftsjahr 2009 eine kleine Dividende in Höhe von 0,08 bis 0,12 € ausgeschüttet wird.

## 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. 3,0 % (bisher: 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 1,37 (bisher: 1,52).

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 10,54 % (bisher: 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 10,54 % (bisher: 12,60%).

Kapitalkosten von 10,54 % ermittelt

<b>Kapitalkosten</b>	
Eigenkapitalkosten	10,54 %
Gewicht in %	100,00 %
Fremdkapitalkosten	4,50 %
Gewicht in %	0,00 %
Taxshield in %	22,50 %
<b>WACC</b>	<b>10,54 %</b>

### 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 09/10*), 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 10,54 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2009 entspricht als **Kursziel 4,70 €**.

## F24 AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

### Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	10,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	25,4%	ewige EBITA - Marge	22,3%
AFA zu operativen Anlagevermögen	166,7%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	6,0%		

### dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 2009e	GJ 2010e	GJ 2011e	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	
Umsatz (US)	3038,00	4557,00	5012,70	5513,97	6065,37	6671,90	7339,09	8073,00	
US Veränderung	39,5%	50,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	22,18	36,46	38,56	40,84	43,32	46,01	48,93	52,08	
EBITDA	138,00	1157,00	1272,72	1400,00	1540,00	1694,00	1863,40	2049,74	
EBITDA-Marge	4,5%	25,4%	25,4%	25,4%	25,4%	25,4%	25,4%	25,4%	
EBITA	-37,00	1007,00	1064,39	1183,33	1314,99	1460,66	1621,72	1799,73	
EBITA-Marge	-1,2%	22,1%	21,2%	21,5%	21,7%	21,9%	22,1%	22,3%	22,3%
Steuern auf EBITA	-97,37	-204,05	-319,32	-355,00	-394,50	-438,20	-486,52	-539,92	
zu EBITA	-263,2%	20,3%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	-134,37	802,95	745,07	828,33	920,49	1022,46	1135,21	1259,81	
Kapitalrendite	-115,8%	204,8%	186,3%	191,6%	196,9%	202,2%	207,4%	212,6%	199,8%
Working Capital (WC)	255,00	275,00	302,27	332,49	365,74	402,32	442,55	486,80	
WC zu Umsatz	8,4%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	
Investitionen in WC	-295,00	-20,00	-27,27	-30,23	-33,25	-36,57	-40,23	-44,25	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	137,00	125,00	130,00	135,00	140,00	145,00	150,00	155,00	
AFA auf OAV	-175,00	-150,00	-208,34	-216,67	-225,00	-233,34	-241,67	-250,01	
AFA zu OAV	127,7%	120,0%	166,7%	166,7%	166,7%	166,7%	166,7%	166,7%	
Investitionen in OAV	-156,00	-138,00	-213,34	-221,67	-230,00	-238,34	-246,67	-255,01	
Investitionen in WC	-295,00	-20,00	-27,27	-30,23	-33,25	-36,57	-40,23	-44,25	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-410,37	794,95	712,81	793,10	882,25	980,89	1089,98	1210,56	14862,49
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	11640,65	12072,96							
Barwert expliziter FCFs	4272,19	3927,65							
Barwert des Continuing Value	7368,46	8145,31							
Nettoschulden (Net debt)	361,37	-221,34							
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00							
Wert des Eigenkapitals	11279,28	12294,30							
Fremde Gewinnanteile	23,16	25,24							
Wert des Aktienkapitals	11302,44	12319,54							
Ausstehende Aktien in Mio.	2403,000	2403,000							
Fairer Wert der Aktie in EUR	<b>4,70</b>	5,13							

### Kapitalkostenermittlung :

risikolose Rendite	3,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,37
Eigenkapitalkosten	10,5%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	4,5%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	35,4%
<b>WACC</b>	<b>10,5%</b>

### Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR

Kapitalrendite	WACC				
	9,5%	10,0%	10,5%	11,0%	11,5%
179,8%	4,96	4,66	4,39	4,16	3,95
189,8%	5,15	4,83	4,55	4,30	4,08
199,8%	5,34	5,00	<b>4,70</b>	4,44	4,21
209,8%	5,53	5,17	4,86	4,59	4,34
219,8%	5,71	5,34	5,01	4,73	4,48

## **Fazit**

Die vom Vorstand ausgesprochene Umsatzprognose für das Geschäftsjahr 2008 mit einem Wachstum von 25 % - 30 % konnte mit 27 % vollumfänglich erreicht werden. Die Ergebnisse waren erwartungsgemäß noch durch die im Jahr 2007 neu gegründeten Tochtergesellschaften belastet. Durch die noch junge Historie der Töchter decken die derzeit erwirtschafteten Umsätze noch nicht die Kosten. Daher fiel das EBITDA im Geschäftsjahr 2008 auf Konzernebene noch mit -0,54 Mio. € im negativen Bereich aus. Der Jahresüberschuss lag mit -0,86 Mio. € ebenfalls noch im roten Bereich. Die Münchner Muttergesellschaft arbeitet dagegen schon seit mehreren Jahren sehr profitabel und konnte dies auch im Geschäftsjahr 2008 unterstreichen.

Die Zeichen für ein weiteres erfolgreiches Geschäftsjahr 2009 stehen indes gut. Der Start in das neue Geschäftsjahr verlief gut, so dass zum jetzigen Zeitpunkt davon ausgegangen werden kann, dass das Wachstum auch in diesem Jahr deutlich zweistellig ausfallen wird. Die aktuell schwierige konjunkturelle Lage bremst die F24 AG zumindest nur sehr eingeschränkt. Zudem erhöht die stetig wachsende Basis an Grundgebühren die wiederkehrenden Quartalsumsätze kontinuierlich, woraus sich schon ein natürliches Wachstum ergibt.

Bereits zum Ende des Jahres 2009 sollen alle Tochtergesellschaften zusammengekommen ein ausgeglichenes Ergebnis erzielen. Für 2010 wird darüber hinaus erwartet, dass jede einzelne Tochtergesellschaft eigenständig positiv arbeitet. Im Zuge dieser Aussichten erwarten wir bereits für das laufende Geschäftsjahr 2009 ein positives EBITDA in Höhe von 0,14 Mio. €. Nochmals deutlich überproportional wird das EBITDA dann in 2010 zulegen, wenn alle Tochtergesellschaften profitabel arbeiten. Wir gehen von einer starken Steigerung auf dann 1,16 Mio. € aus.

Während der Jahresüberschuss in 2009 noch mit -0,18 Mio. € leicht negativ ausfallen sollte, erwarten wir dann im Geschäftsjahr 2010 den nachhaltigen Turnaround, der entsprechend dem EBITDA einen kräftigen Sprung auf 0,80 Mio. € vollziehen sollte.

Unsere Schätzungen für 2009 und 2010 haben wir gegenüber der Einschätzung im Rahmen des Management-Interviews vom 03.02.2009 kaum verändert und lediglich Feinadjustierungen vorgenommen. Weiterhin bleiben wir bei der Einschätzung, dass die F24 AG sehr interessante Perspektiven aufweist. Wir bestätigen das Kursziel von 4,70 € sowie das 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](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](mailto:compliance@gbc-ag.de)



GBC AG<sup>®</sup>  
**- 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](mailto:office@gbc-ag.de)