

**F24 AG <sup>\*5</sup>**

**Rating: Kaufen**  
**Kursziel: 5,04 €**

aktueller Kurs: 3,42  
27.11.2009 / Frankfurt

Währung: EUR

**Stammdaten:**

ISIN: DE000A0F5WM7

WKN: A0F5WM

Börsenkürzel: F2Y

Aktienanzahl<sup>3</sup>: 2,403

Marketcap<sup>3</sup>: 8,22  
EnterpriseValue<sup>3</sup>: 8,15  
<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 22,0 %

Transparenzlevel:  
M:access

Marktsegment:  
Freiverkehr

Rechnungslegung:  
HGB

Geschäftsjahr: 31.12

**Analysten:**

Felix Gode  
[gode@gbc-ag.de](mailto:gode@gbc-ag.de)

Manuel Hölzle  
[hoelzle@gbc-ag.de](mailto:hoelzle@gbc-ag.de)

\* Katalog möglicher  
Interessenskonflikte auf  
Seite 10

**Unternehmensprofil**

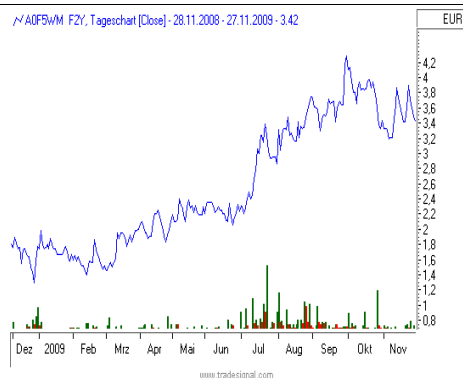
Branche: Software  
Fokus: Störfall- und Krisenmanagement

Mitarbeiter: 21 Stand: 30.6.2009

Gründung: 2000

Firmensitz: München

Vorstand: Ralf Meister, Christian Götz



Quelle: BIS

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 30.06.2009 inklusive Vorstand 21 Mitarbeiter. Derzeit umfasst der Bestand der F24 rund 350 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. Darüber hinaus hält die F24 AG 83,5 % an der TEVIA GmbH und gründete 2007 drei neue Tochtergesellschaften in Frankreich, Spanien und Tschechien. Zudem unterhält die Gesellschaft eine Tochter in Großbritannien.

**Daten & Prognosen**

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009e	31.12.2010e
Umsatz	1,71	2,18	2,95	3,84
EBITDA	-0,36	-0,54	0,40	0,99
EBIT	-0,58	-0,75	0,23	0,84
Jahresüberschuss	-0,70	-0,86	0,04	0,58

Kennzahlen in EUR	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009e	31.12.2010e
Gewinn je Aktie	-0,29	-0,36	0,02	0,24
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,08	0,10

Kennzahlen	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009e	31.12.2010e
EV/Umsatz	4,39	3,74	2,76	2,12
EV/EBITDA	-20,88	-15,04	20,37	8,27
EV/EBIT	-13,08	-10,81	36,22	9,76
KGV	neg.	neg.	205,46	14,29
KBV		6,18		

**Finanztermine:**

Datum: Ereignis

-

**\*\*letztes Research von GBC:**

Datum: Veröffent. / Kursziel in EUR / Rating

6.11.2009: RG / KAUFEN

21.9.2009: RS / KAUFEN

9.9.2009: RG / KAUFEN

15.5.2009: RS / 4,70 / KAUFEN

3.3.2009: RS / KAUFEN

RS = Research Studie; RG = Research Guide;

\*\* oben aufgeführte Researchstudie kann unter [www.gbc-ag.de](http://www.gbc-ag.de) eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D 86150 Augsburg angefordert werden.

**Break-even erreicht - weiterhin hohes Wachstum - Kursziel von 5,04 € und Rating „Kaufen“ wird bestätigt**

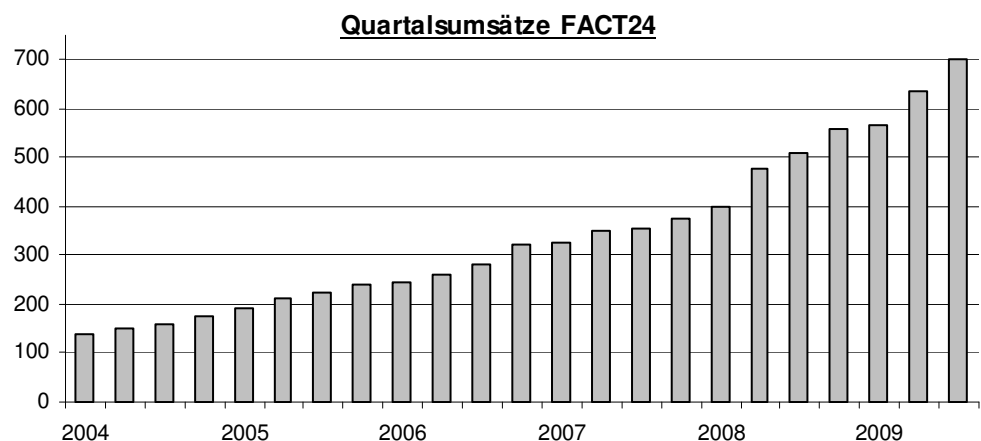
**Umsatz- und Ergebnisentwicklung 2009**

**Umsatzentwicklung**

Während die Mehrheit von Unternehmen in Deutschland innerhalb des 1. HJ 2009 die Auswirkungen der Konjunkturkrise stark zu spüren bekommen hat, gestaltet sich die Geschäftsentwicklung der F24 AG weitgehend unabhängig von der allgemeinen konjunkturellen Lage, wenngleich auch bei den Kunden der F24 AG eine konjunkturbedingte Investitionszurückhaltung zu spüren ist. So konnten die Umsatzerlöse in den ersten sechs Monaten gegenüber dem Vorjahreszeitraum um 35 % auf 1,34 Mio. € gesteigert werden. Gleichzeitig verstärkte das Unternehmen sogar noch die Wachstumsdynamik aus dem GJ 2008, als eine Umsatzsteigerung von 27 % erreicht wurde. Dabei konnten Neuaufträge mit namhaften Großkonzernen wie der LBBW oder IBM gewonnen werden. Insgesamt erhöhte sich die Zahl der Kundenverträge im 1. HJ von 275 zum Ende des GJ 2008 auf nunmehr 315. Damit wurden bereits zur Jahresmitte fast 60 % der Neukundenzahl aus dem vergangenen Jahr erreicht. Im Q3 erhöhte sich die Zahl der Aufträge weiter auf aktuell 350. So konnte beispielsweise ein umfangreicher Auftrag mit Airbus gewonnen werden, in dessen Rahmen sämtliche europäische Werke des Unternehmens mit FACT24 ausgestattet werden.

Die Gründe hierfür sind neben der stabilen Entwicklung der Münchner Muttergesellschaft vor allem in den sich erhöhenden Umsatzbeiträgen der ausländischen Tochtergesellschaften in Frankreich, Spanien, Tschechien und England zu sehen. Nachdem die Töchter im Jahr 2007 gegründet wurden, haben sie sich inzwischen gut entwickelt und tragen mittlerweile bereits über 50 % zu den gewonnenen Neuaufträgen bei. Vor allem die spanische Tochter ist dabei schon am weitesten fortgeschritten und erzielte im 1. HJ 2009 bereits ein positives Ergebnis.

Weiterhin ist das Kernprodukt FACT24 mit einem Umsatzanteil von 89,8 % bzw. 1,20 Mio. € der Hauptumsatzträger. Die Umsatzerlöse haben sich hier bei vor allem im Q2 merklich verbessert. Gegenüber dem Q1 wurde mit FACT24 im Q2 eine Umsatzsteigerung von rund 12 % erreicht. Auch im Q3 ließ die Wachstumsdynamik der Umsatzerlöse keinen Abbruch erkennen. Mit Quartalsumsätzen in Höhe von rund 0,70 Mio. € wurde auch im Q3 eine Steigerung gegenüber dem Vorquartal von knapp 10 % erreicht. Seit dem GJ 2004 konnte F24 damit ein durchschnittliches monatliches Umsatzwachstum von 7,6 % aufweisen. Die Konzerntöchter tragen indes bereits ca. 20 % zu den FACT24-Umsätzen bei.



Quelle: F24, GBC

Die Tochtergesellschaft tevia GmbH, die den Geschäftsbereich Online-Meeting abdeckt, lieferte im ersten Halbjahr 2009 mit 0,14 Mio. € noch immer einen sehr kleinen Umsatzbeitrag. Das Produkt steht erst in der Anfangsphase der Marktdurchdringung, weist aber gemäß Unternehmensausagen ein hohes Potenzial auf, wenngleich der Durchbruch auf Grund des schwierigen Marktumfeldes noch auf sich warten lässt. Das belegt auch die Auszeichnung mit dem ersten Platz beim Innovationspreis IT in der Produktkategorie „Unified Communications“ im März dieses Jahres.

### **Ergebnisentwicklung**

Auch ergebnisseitig ist die F24 im 1. HJ weiterhin auf dem besten Weg das angestrebte Ziel eines positiven operativen Ergebnisses zu erreichen. So wurde in den Monaten Januar bis Juni bereits ein EBITDA in Höhe von 91 Tsd. € erreicht. Auch nach Abschreibungen lag das Ergebnis (EBIT) mit 6 Tsd. € leicht im Plus. Beide Werte lagen im Vorjahreszeitraum noch deutlich mit -261 Tsd. €, respektive -332 Tsd. € im Minus. Damit ist der operative Break-even auf Halbjahresbasis bereits erreicht worden. Im letzten Monat des Berichtszeitraums konnte sogar schon Bottom-Line ein positives Ergebnis ausgewiesen werden.

Auf den gesamten Berichtszeitraum bezogen, konnte auf Periodenüberschussbasis noch nicht ganz der Break-even erreicht werden. Zwar steigerte die Muttergesellschaft das Periodenergebnis gegenüber dem Vorjahreszeitraum um 92,8 % auf 0,16 Mio. €, jedoch reichte dies noch nicht vollständig aus, um den durch die Vorlaufkosten der Tochtergesellschaften negativen Ergebnisbeitrag in Höhe von -0,26 Mio. € aufzufangen. Die Kosten für den Aufbau der Tochtergesellschaften übersteigen insgesamt derzeit noch die Umsatzerlöse. Allerdings arbeitet die spanische Tochter beispielsweise bereits heute schon profitabel, während die Entwicklung in Frankreich, England und Tschechien etwas langsamer voranschreitet. Dennoch ist der Trend klar positiv, was insbesondere dann deutlich wird, wenn man berücksichtigt, dass der Ergebnisbeitrag der Tochtergesellschaften im Vorjahreszeitraum insgesamt noch bei -0,51 Mio. € lag.

Der Grund für die starke Ergebnisverbesserung ist neben der stetig steigenden Zahl der Kundenaufträge in der deutlichen Reduktion der Anlaufbelastungen zu sehen. Vor allem Einmalkosten für die Einrichtung der Geschäftsbetriebe (Kosten der Personalakquise, Übersetzungskosten FACT24 etc.) entfallen in 2009.

### **Prognose- und Modellannahmen**

In Mio. €	2009e (alt)	2009e (neu)	2010e (alt)	2010e (neu)
Umsatzerlöse	2,95	2,95	4,43	3,84
EBITDA	0,20	0,40	1,16	0,99
EBITDA-Marge	6,8 %	13,6 %	26,2 %	25,7 %
EBIT	0,03	0,23	1,01	0,84
EBIT-Marge	1,0 %	7,6 %	22,8 %	18,3 %
Jahresüberschuss	-0,12	0,04	0,80	0,58
Gewinn pro Aktie	-0,05	0,02	0,33	0,24

Quelle: GBC

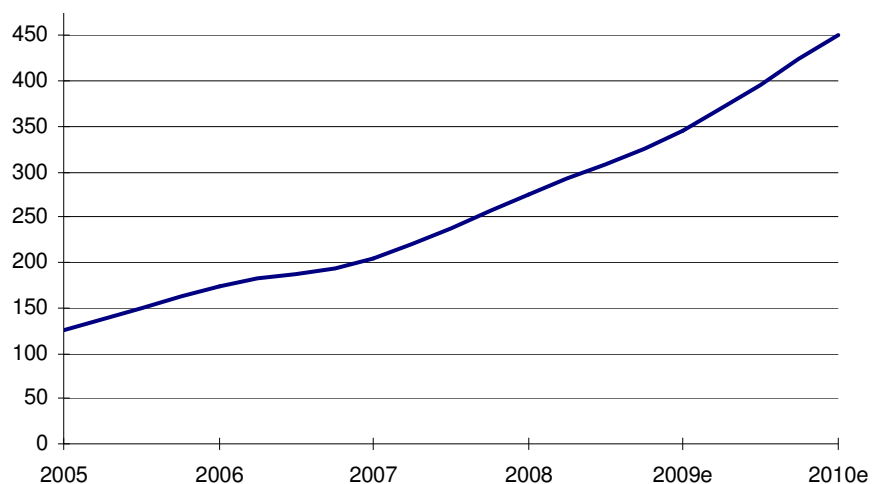
Das vom Unternehmen ausgesprochene Ziel für das Geschäftsjahr 2009 lautete bisher auf ein Umsatzwachstum von 25 % - 35 %, bei einem posi-

ven EBITDA. Nach den überzeugenden Halbjahreszahlen wurde diese Prognose nun nach oben angepasst. Fortan geht der Vorstand davon aus, ein Umsatzwachstum von 30 % - 35 % sowie ein positives EBIT für das Gesamtjahr zu erreichen. Bereits zum Halbjahr lag das Wachstum mit 35 % am oberen Ende der Spanne. Auch das EBIT lag bereits im positiven Bereich.

Vor allem die zunehmende Dynamik in den ausländischen Tochtergesellschaften ist dabei ein prägender Faktor. Die leichte Schwäche bei der Neukundengewinnung in 2008 ist inzwischen überwunden, da die Anlaufzeit weitestgehend beendet ist und inzwischen die volle Konzentration dem operativen Geschäft gewidmet werden kann. Damit nehmen die Lead-Zahlen stetig zu und beginnen in der Folge besser und besser zu fruchten. Daher erwarten wir, dass sich der positive Ergebnistrend auch im 2. HJ 2009 fortsetzen wird. Jedoch gehen wir zunächst noch nicht davon aus, dass die ausländischen Tochtergesellschaften zusammengenommen bereits im GJ 2009 ein positives Ergebnis beisteuern werden. Bei der spanischen Tochter allein erwarten wir, dass ein positives operatives Ergebnis erreicht wird. Der operative Break-even der ausländischen Tochtergesellschaften sollte dann spätestens im GJ 2010 erreicht werden, so dass der negative Ergebnisbeitrag dann vollständig entfällt.

Entsprechend der guten Entwicklung im 1. HJ 2009 belassen wir auch unsere Umsatzschätzungen vom 21.09.2009 unverändert. Weiterhin gehen wir davon aus, dass sich die Umsatzerlöse im GJ 2009 auf 2,95 Mio. € summieren werden. Damit liegt unsere Prognose mit einer Wachstumserwartung von 35,5 % am oberen Ende der vom Management ausgegebenen Umsatzspanne. Wie an den Quartalsumsätzen abzulesen ist, hat das Unternehmen auch im Q3 die dynamische Entwicklung des 1. HJ aufrecht erhalten können. Wir rechnen im 2. HJ mit mindestens 30 neuen Kundenaufträgen auf dann über 350.

#### Historische und erwartete Entwicklung der Aufträge



Quelle: F24, GBC

Auch für 2010 erwarten wir eine anhaltende Entwicklung der Umsatzdynamik. Zwar senken wir unsere bisherige Umsatzerwartung leicht ab, gehen aber mit einem Wachstum auf 3,84 Mio. € auch für 2010 von einem starken Umsatzwachstum in Höhe von rund 30 % aus. Neben einem sich weiterhin erhöhenden Umsatzbeitrag der Tochtergesellschaften sollte hierzu auch die Erhöhung der durchschnittlichen Umsatzerlöse pro Auftrag beitragen. Bereits in der Vergangenheit wurde eine Erhöhung durch die stetige Weiterentwicklung von FACT24 erfolgreich erreicht. Im Frühjahr 2010 soll nun erneut

eine noch höherwertige Version von FACT24 mit weiteren neuen Features herausgebracht werden, was im Jahresverlauf wieder zu verbesserten durchschnittlichen Umsatzerlösen pro Auftrag führen sollte. Die Zahl der Gesamtaufträge erwarten wir zum Ende des GJ 2010 bei 450, was einen durchschnittlichen Umsatz pro Auftrag von rund 8.500 € bedeutet.

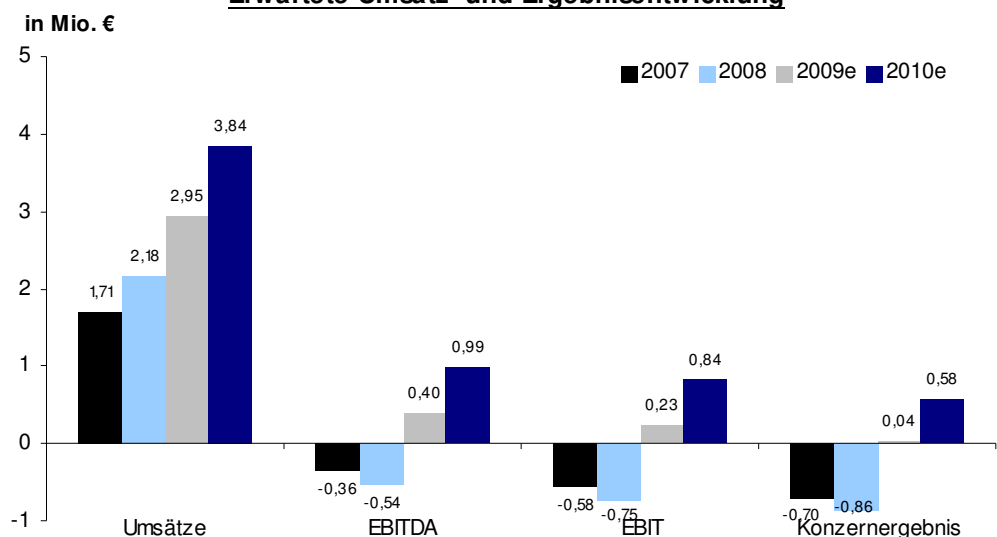
Auf Grund der geschäftsmodellbedingten hohen Skalierbarkeit und dem wiederkehrenden Charakter der Umsatzerlöse, ist es auch aus unserer Sicht wahrscheinlich, dass auch am Ende des GJ 2009 ein positives EBIT ausgewiesen werden kann. Wir rechnen mit einem EBIT in Höhe von 0,23 Mio. €, womit wir davon ausgehen, dass im 2. HJ ein EBIT von 0,22 Mio. € erzielt wird. Unsere bisherige EBIT-Prognose adjustieren wir damit nach oben.

Auch das Nettoergebnis sollte gemäß unseren Schätzungen mit 0,04 Mio. € im positiven Bereich ausfallen. Der Unterschied zwischen EBIT zum Jahresüberschuss ist maßgeblich auf die erwartete Steuerbelastung in Höhe von 0,20 Mio. € zurückzuführen. Die Steuern werden erwartungsgemäß ausschließlich in der deutschen Muttergesellschaft anfallen.

Für das GJ 2010 adjustieren wir unsere bisherigen Ergebnisschätzungen proportional zur Umsatzanpassung, behalten aber die Größenordnung der Ergebnismargen nahezu unverändert. Weiterhin gehen wir für das kommende Geschäftsjahr davon aus, das deutlich höhere Ergebnisniveaus auf sämtlichen Stufen erreicht werden. Nach dem operativen Turnaround im GJ 2009 sollten sich die positiven Skaleneffekte in 2010 dann stark in den Ergebnissen bemerkbar machen. So erwarten wir ein EBIT in Höhe von 0,84 Mio. €, was einer Marge von 18,3 % entspricht. Auch das Konzernergebnis sollte in 2010 dann erstmalig seit dem Börsengang mit einem klar positiven Betrag von 0,58 Mio. € ausgewiesen werden können.

Diese starke Auswirkung der Skalierbarkeit des Geschäftsmodells wird sich voraussichtlich auch in den Folgejahren noch stark positiv auf die Margensituation der Gesellschaft auswirken und zu signifikant höheren Ergebnissen in Relation zum Umsatz führen. Konservativ gehen wir in unserem Bewertungsmodell davon aus, dass die EBIT-Marge bei knapp über 20 % stagniert. Möglich könnte aber schon innerhalb der nächsten zwei bis drei Jahre eine EBIT-Marge von über 30 % sein. Damit ergibt sich ein entsprechender zusätzlicher Bewertungsspielraum nach oben.

### Erwartete Umsatz- und Ergebnisentwicklung



Quelle: GBC

## Bewertung

### DCF Bewertung

#### Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der F24 AG 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. 3,25 % (bisher: 3,00 %).

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 1,26 (zuvor: 1,37).

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 10,18 % (bisher: 10,54 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 95 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 9,80 % (bisher: 10,54 %).

<b>Kapitalkosten</b>	
Eigenkapitalkosten	10,18 %
Gewicht in %	95,00 %
Fremdkapitalkosten	4,50 %
Gewicht in %	5,00 %
Taxshield in %	35,36 %
<b>WACC</b>	<b>9,80 %</b>

### Discounted Cashflow-Modell

Die F24 wurde von uns anhand eines dreistufigen DCF- Modells bewertet. Angefangen mit konkreten Schätzungen für die Geschäftsjahre 2009 bis 2010 in Phase Eins (siehe auch Seiten 3-4), erfolgt in den Jahren 2011 bis 2016 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 9,80 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2010 entspricht als **Kursziel 5,04 € (bisher: 5,04 €)**.

## 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	25,7%	ewige EBITA - Marge	23,3%
AFA zu operativen Anlagevermögen	120,0%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	3,9%		

### dreistufiges DCF - Modell:

Phase in TSD EUR	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 2009e	GJ 2010e	GJ 2011e	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	
Umsatz (US)	2950,00	3835,00	4220,38	4644,49	5111,21	5624,83	6190,07	6812,12	
US Veränderung	35,5%	30,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	21,53	30,68	33,23	35,73	38,43	40,76	44,21	46,98	
EBITDA	400,00	985,00	1086,54	1195,72	1315,88	1448,11	1593,63	1753,78	
EBITDA-Marge	13,6%	25,7%	25,7%	25,7%	25,7%	25,7%	25,7%	25,7%	
EBITA	225,00	835,00	936,54	1043,32	1159,88	1288,51	1428,03	1585,78	
EBITA-Marge	7,6%	21,8%	22,2%	22,5%	22,7%	22,9%	23,1%	23,3%	23,3%
Steuern auf EBITA	-219,51	-256,13	-280,96	-313,00	-347,96	-386,55	-428,41	-475,73	
zu EBITA	97,6%	30,7%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	5,49	578,87	655,58	730,33	811,92	901,96	999,62	1110,05	
Kapitalrendite	4,7%	239,2%	238,4%	250,1%	260,6%	271,0%	279,3%	290,6%	275,3%
Working Capital (WC)	105,00	150,00	165,02	181,60	199,85	219,93	242,03	266,35	
WC zu Umsatz	3,6%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	
Investitionen in WC	-145,00	-45,00	-15,02	-16,58	-18,25	-20,08	-22,10	-24,32	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	137,00	125,00	127,00	130,00	133,00	138,00	140,00	145,00	
AFA auf OAV	-175,00	-150,00	-150,00	-152,40	-156,00	-159,60	-165,60	-168,00	
AFA zu OAV	127,7%	120,0%	120,0%	120,0%	120,0%	120,0%	120,0%	120,0%	
Investitionen in OAV	-156,00	-138,00	-152,00	-155,40	-159,00	-164,60	-167,60	-173,00	
Investiertes Kapital	242,00	275,00	292,02	311,60	332,85	357,93	382,03	411,35	
EBITDA	400,00	985,00	1086,54	1195,72	1315,88	1448,11	1593,63	1753,78	
Steuern auf EBITA	-219,51	-256,13	-280,96	-313,00	-347,96	-386,55	-428,41	-475,73	
Investitionen gesamt	-301,00	-183,00	-167,02	-171,98	-177,25	-184,68	-189,70	-197,32	
Investitionen in OAV	-156,00	-138,00	-152,00	-155,40	-159,00	-164,60	-167,60	-173,00	
Investitionen in WC	-145,00	-45,00	-15,02	-16,58	-18,25	-20,08	-22,10	-24,32	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-120,51	545,87	638,56	710,74	790,67	876,88	975,52	1080,72	14408,46
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	11263,23	11821,33							
Barwert expliziter FCFs	3775,33	3599,51							
Barwert des Continuing Value	7487,89	8221,82							
Nettoschulden (Net debt)	71,51	-262,11							
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00							
Wert des Eigenkapitals	11191,71	12083,44							
Fremde Gewinnanteile	23,00	24,84							
Wert des Aktienkapitals	11214,72	12108,28							
Ausstehende Aktien in Mio.	2403,000	2403,000							
Fairer Wert der Aktie in EUR	4,67	5,04							

### Kapitalkostenermittlung :

risikolose Rendite	3,3%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,26
Eigenkapitalkosten	10,2%
Zielgewichtung	95,0%
Fremdkapitalkosten	4,5%
Zielgewichtung	5,0%
Taxshield	35,4%
<b>WACC</b>	<b>9,8%</b>

### Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR

Kapitalrendite	WACC				
	8,8%	9,3%	9,8%	10,3%	10,8%
255,3%	5,46	5,10	4,79	4,52	4,28
265,3%	5,61	5,24	4,91	4,63	4,38
275,3%	5,76	5,37	5,04	4,75	4,49
285,3%	5,92	5,51	5,16	4,86	4,59
295,3%	6,07	5,65	5,29	4,98	4,70

## Zusammenfassung und Fazit

Das 1. HJ 2009 entwickelte sich bei der F24 AG ungeachtet der herrschenden Konjunkturkrise sehr gut. Es konnten nicht nur die Umsatzerlöse um 35 % gesteigert werden, auch das EBIT fiel im gleichen Zeitraum leicht positiv aus. Damit wurde der angestrebte und erwartete Turnaround nun operativ erreicht.

Diese Entwicklung sollte sich auch im 2. HJ fortsetzen, wie auch die Umsatzlage im Q3 bestätigt. Gegenüber dem Q2 konnten die Umsätze mit dem Hauptprodukt FACT24 im Q3 nochmals um 10 % auf rund 0,70 Mio. € gesteigert werden. Damit sollte auch auf Gesamtjahresbasis ein positives operatives Ergebnis von rund 0,23 Mio. € erreicht werden können. Unsere bisherigen Schätzungen von 0,03 Mio. € heben wir damit an.

Auch für 2010 sehen wir die Entwicklung weiterhin positiv. Die hohe Skalierbarkeit des Geschäfts der F24 AG sollte dafür sorgen, dass die Umsatzerlöse, als auch die absoluten und relativen EBIT-Zahlen weiter steigen. Zwar passen wir unsere bisherigen absoluten Umsatz- und EBIT-Prognosen leicht auf 3,84 Mio. €, respektive 0,84 Mio. € nach unten an, gehen aber sonst weiterhin davon aus, dass ein anhaltend starkes Umsatzwachstum von 30 % und eine EBIT-Marge von nahezu 20 % erreicht wird. Mittelfristig halten wir darüber hinaus ein EBIT-Margenniveau von über 30 % für realistisch.

Insgesamt schätzen wir die aktuelle Entwicklung bei der F24 AG weiterhin als sehr zufriedenstellend ein. Nach dem Erreichen des Break-even sollte das positive Ergebnisniveau nun auch nachhaltig gehalten werden können. Für die ausländischen Tochtergesellschaften fallen inzwischen keine Anlaufkosten mehr an, was zu einer entsprechenden Ergebnisverbesserung führt. Vielmehr sollten alle Töchter zusammengenommen bereits in 2010 einen positiven Ergebnisbeitrag liefern können. Im 1. HJ 2009 lag dieser noch bei -0,26 Mio.€.

Zudem halten wir für das Geschäftsjahr 2009 weiterhin eine Dividendenausschüttung für möglich. Die deutsche Muttergesellschaft arbeitet bereits seit vielen Jahren klar profitabel, so dass eine Dividendenausschüttung in Höhe von 0,08 € pro Aktie denkbar wäre.

Unser bisheriges Kursziel von 5,04 € behalten wir weiterhin bei. Trotz der leicht gesenkten Prognosen für das GJ 2010 bestätigen wir das Kursziel, da sich zum Einem die Kapitalkosten (WACC) von 10,5 % leicht auf 9,8 % reduziert haben und zum Anderen der Prognosezeitraum von 2009 auf 2010 gewechselt hat (Roll-over). Nachdem das Kursziel bislang für das GJ 2009 galt, prognostizieren wir den fairen Wert pro Aktie nun auf Sicht Ende des GJ 2010. Beim aktuellen Kurs von 3,42 € ergibt sich damit ein Kurspotenzial von fast 50 %, womit wir das bestehende Rating KAUFEN bestätigen.



# 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
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 <= - 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](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)