



Researchstudie (Anno)



COMMUNICATIONS-SERVICES

**Operativer Turnaround 2009 erfolgreich vollzogen -
Skalierbarkeit ermöglicht hohe Umsatz- und Ergebnisdynamik**

Kursziel: 5,60 €

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:
Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 15

F24 AG *5

Rating: Kaufen
Kursziel: 5,60 €

aktueller Kurs: 3,82
17.5.2010 / FFM

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0F5WM7

WKN: A0F5WM

Börsenkürzel: F2Y

Aktienanzahl³: 2,403

Marketcap³: 9,18
EnterpriseValue³: 9,25
³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 21,0 %

Transparenzlevel:
m:access

Marktsegment:
Freiverkehr

Rechnungslegung:
HGB

Geschäftsjahr: 31.12

Analysten:

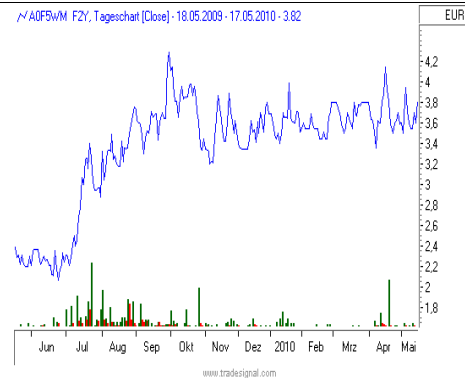
Felix Gode
gode@gbc-ag.de

Manuel Hölzle
hoelzle@gbc-ag.de

* Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite 17

Unternehmensprofil

Branche: Software
Fokus: Störfall- und Krisenmanagement
Mitarbeiter: 20 Stand: 31.12.2009
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. 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 83,9 % an der TEVIA GmbH und seit 2007 drei Tochtergesellschaften in Frankreich, Spanien und Tschechien. Zudem unterhält die Gesellschaft eine Tochter in Großbritannien.

Daten & Prognosen

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010e	31.12.2011e
Umsatz	2,18	2,97	3,75	4,75
EBITDA	-0,54	0,41	0,90	1,73
EBIT	-0,75	-0,04	0,75	1,60
Jahresüberschuss	-0,86	-0,29	0,48	1,10

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	-0,36	-0,12	0,20	0,46
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,10	0,23

Kennzahlen				
EV/Umsatz	4,18	3,11	2,47	1,95
EV/EBITDA	-16,81	22,78	10,27	5,36
EV/EBIT	-12,08	-256,87	12,33	5,78
KGV	neg.	neg.	19,04	8,37
KBV		9,23		

Finanztermine:

Datum: Ereignis
17.06.2010: Hauptversammlung
26.08.2010: Veröffentlichung HJ-Bericht
07.09.2010: V. Investment Forum Frankfurt
11.11.2010: m:access Analystenkonferenz

****letztes Research von GBC:**

Datum: Veröffent. / Kursziel in EUR / Rating
27.11.2009: RS / 5,04 / KAUFEN
6.11.2009: RG / KAUFEN
21.9.2009: RS / KAUFEN
9.9.2009: RG / KAUFEN
15.5.2009: RS / 4,70 / KAUFEN

RS = Research Studie; RG = Research Guide;
** oben aufgeführte Researchstudie kann unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D 86150 Augsburg angefordert werden.

Inhaltsangabe

Unternehmen

Aktionärsstruktur	4
Konsolidierungskreis.....	4
Wichtige Kunden.....	4

Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick	5
Geschäftsentwicklung 2009.....	6
Umsatzentwicklung.....	6
Ergebnisentwicklung.....	7
Entwicklung der Muttergesellschaft F24 AG.....	8
SWOT-Analyse F24 AG.....	9
Prognose und Modellannahmen.....	10
Umsatzprognosen.....	10
Ergebnisprognosen.....	11

Bewertung/ Fazit

DCF-Bewertung.....	12
Modellannahmen.....	12
Bestimmung der Kapitalkosten	12
Bewertungsergebnis	12
Discounted Cashflow-Modell.....	13
Fazit	14

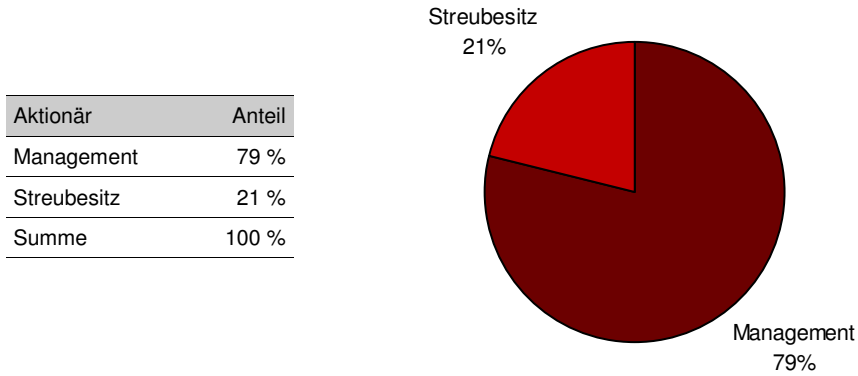
Anhang

Disclaimer und Haftungsausschluss	15
Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34 b WpHG.....	17

Unternehmen

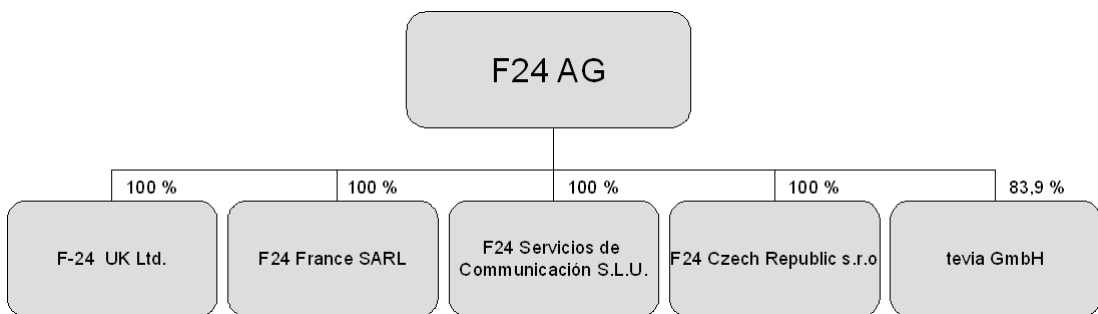
Aktionärsstruktur

Aktionärsstruktur



Quelle: F24, GBC

Konsolidierungskreis



Quelle: F24, GBC

Wichtige Kunden



Quelle: F24

Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2008	in %	GJ 2009	in %	GJ 2010e	in %	GJ 2011e	in %
Umsatzerlöse	2,177	100,00 %	2,971	100,00%	3,750	100,00%	4,750	100,00%
Sonstige betriebliche Erträge	0,064	2,94 %	0,019	0,64%	0,000	0,00%	0,000	0,00%
Gesamtleistung	2,241	102,94 %	2,990	100,64%	3,750	100,00%	4,750	100,00%
Materialaufwand	-0,129	-5,93 %	-0,141	-4,75%	-0,150	-4,00%	-0,175	-3,68%
Personalaufwand	-1,676	-76,99 %	-1,751	-58,94%	-1,900	-50,67%	-2,000	-42,11%
Abschreibungen	-0,212	9,74 %	-0,442	-14,88%	-0,150	-4,00%	-0,125	-2,63%
sonstige betr. Aufwendungen	-0,978	-44,92 %	-0,692	-23,29%	-0,800	-21,33%	-0,850	-17,89%
EBIT	-0,754	-34,36 %	-0,036	-1,21%	0,750	20,00%	1,600	33,68%
Finanzergebnis	-0,009	-0,41 %	-0,020	-0,67%	-0,018	-0,47%	-0,013	-0,26%
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	-0,763	-35,05 %	-0,056	-1,88%	0,733	19,53%	1,588	33,42%
Ertragssteuern	-0,143	18,74 %	-0,277	-9,32%	-0,260	-6,93%	-0,500	-10,53%
Minderheitenanteile	0,046	2,11 %	0,040	1,35%	0,010	0,27%	0,010	0,21%
Konzernergebnis	-0,860	-39,50 %	-0,293	-9,86%	0,483	12,87%	1,098	23,11%
EBITDA	-0,542		0,406		0,900		1,725	
in %	neg.		13,67 %		24,00 %		36,32 %	
EBIT	-0,754		-0,036		0,750		1,600	
in %	neg.		neg.		20,00 %		33,68 %	
Ergebnis je Aktie in €	-0,36		-0,12		0,20		0,46	
Dividende je Aktie in €	0,00		0,00		0,10		0,23	

Ausgewählte Bilanzkennzahlen (in Mio. €) HGB*	Bilanzstichtag: 31.12.2008	Bilanzstichtag: 31.12.2009
Operatives Anlagevermögen	0,156	0,128
Working Capital	-0,040	0,204
Nettoverschuldung	-0,069	0,068
Zinsbare Verbindlichkeiten	0,500	0,401
Finanzvermögen	0,569	0,333
Eigenkapitalquote in %	56,6 %	53,0 %
Gezeichnetes Kapital	2,403	2,403
Aktienanzahl	2,403	2,403
Bilanzsumme	2,346	1,877

* gemäß Berechnungen GBC

Geschäftsentwicklung 2009 - Vor Sondereffekten GBC-Prognose exakt erreicht

In Mio. €	GJ 2008	GJ 2009 erwartet	GJ 2009 erreicht	Delta 2009e/2009a
Umsatzerlöse	2,18	2,95	2,97	+0,7 %
EBITDA	-0,54	0,40	0,41	+2,5 %
EBITDA-Marge	neg.	13,6 %	13,7 %	+ 0,1 Pp.
EBIT (vor Firmenwertabschreibungen)	-0,75	0,23	0,23	+/-0,0 %
EBIT-Marge (vor Firmenwertabschreibungen)	neg.	7,8 %	7,7 %	- 0,1 Pp.
EBIT	-0,75	0,23	-0,04	k.A.
Konzernergebnis	-0,86	0,04	-0,29	k.A.

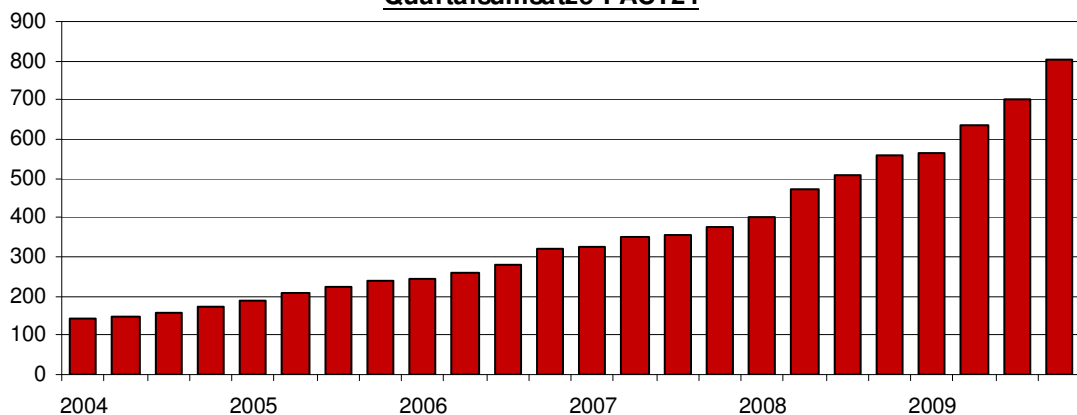
Quelle: F24, GBC

Umsatzentwicklung - Umsatzprognose leicht übertroffen

Unsere erwartete Zahl der Kundenverträge zum Jahresende von 345 wurde zum 31.12.2009 per Punktlandung getroffen. Die Anzahl von 345 Kundenverträgen bedeutet eine Zunahme des Vertragsvolumens um 25,5 % gegenüber dem Vorjahreszeitpunkt bzw. eine Steigerung um 70 Kundenverträge. Diese Entwicklung sehen wir als sehr positiv und sie zeigt, dass das Geschäftsmodell der F24 AG weitestgehend unabhängig von der konjunkturellen Entwicklung ist.

Noch erfreulicher entwickelten sich die Umsatzerlöse. Diese legten überproportional zum Auftragszuwachs um 36,5 % auf 2,97 Mio. € zu. Damit wurde die unternehmenseigene Prognose (Steigerung um 30-35 %) sogar leicht übertroffen. Unsere Umsatzprognose von 2,95 Mio. € wurde darüber hinaus mit einer Abweichung von +0,02 Mio. € nahezu exakt getroffen.

Quartalsumsätze FACT24



Quelle: F24, GBC

Beim Kernprodukt FACT24 betätigte sich erneut der Trend der Vorquartale. Weiterhin wurden über das Jahr hinweg jeweils höhere Quartalsumsatzerlöse erzielt. Im Q4 2009 lagen die Umsätze mit FACT24 bereits bei 0,80 Mio. €. In den letzten zwei Jahren hat die Dynamik des Anstiegs der Quartalsumsätze zudem zugenommen. Seit 2004 lag das durchschnittliche Wachstum der Quartalsumsätze bei 7,9 %, wohingegen seit 2008 bereits eine durchschnittliche Zunahme um 10 % pro Quartal festgestellt werden konnte.

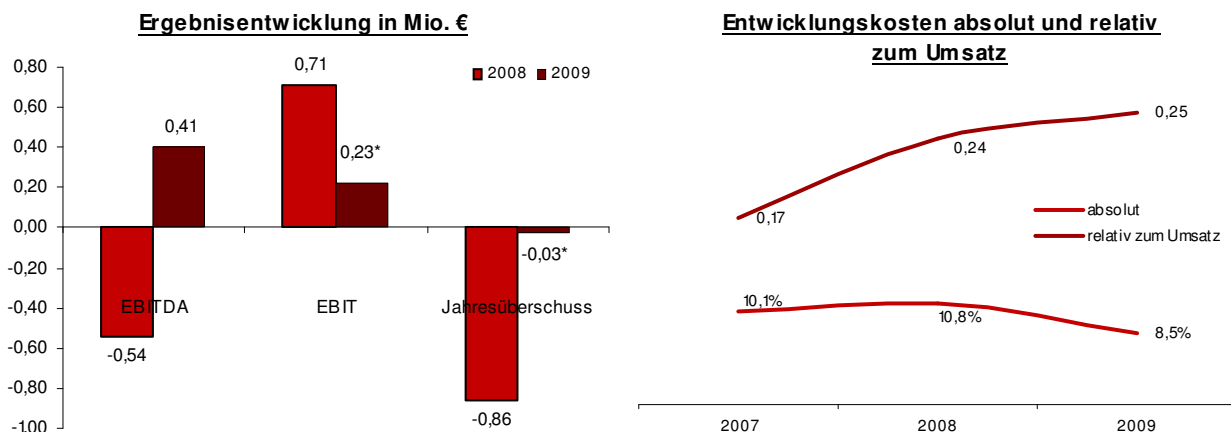
Der Grund für die zunehmende Wachstumsgeschwindigkeit ist im Wesentlichen der steigende Beitrag der ausländischen Tochtergesellschaften. Diese steuern inzwischen rund die Hälfte der Umsatzsteigerungen bei. Dabei zeigt sich ein differenziertes Bild zwischen den einzelnen Gesellschaften. Während die Neuaufträge in Spanien in 2009 sehr stark zulegen konnten, läuft die Entwicklung in England, Frankreich und Tschechien etwas moderater.

Insgesamt liegt der Umsatzbeitrag des Kernproduktes FACT24 weiterhin bei 91 %, wohingegen 9 % auf die Tochtergesellschaft tevia entfallen.

Ergebnisentwicklung - Starke EBITDA-Steigerung - Sonderaufwendungen belasten

Beim EBITDA hatten wir für das GJ 2009 eine Größenordnung von 0,40 Mio. € prognostiziert. Mit einem tatsächlich erzielten Wert von 0,41 Mio. € konnte dies sogar leicht übertroffen werden. Noch im Vorjahr wurde ein negatives EBITDA von -0,54 Mio. € erzielt. Der Hintergrund der starken Ergebnisentwicklung war eine klar unterproportionale Kostenentwicklung. Vor allem die Personalkosten stiegen mit 0,08 Mio. € nur minimal an. Dahingegen konnten die sonstigen betrieblichen Aufwendungen sogar deutlich um 0,29 Mio. € auf 0,69 Mio. € gesenkt werden. Nachdem im Vorjahr noch Vorlaufkosten für die Tochtergesellschaften angefallen waren (etwa für Personalakquise), mussten diese in diesem Jahr nicht mehr in dem Maße aufgewendet werden. Auch Abschreibungen auf Wertpapiere, die im Jahr 2008 zu Buche schlugen, fielen in 2009 nicht erneut an.

Anhand der EBITDA-Entwicklung wird die hohe Skalierbarkeit des Geschäftsmodells deutlich. Steigende Umsatzerlöse können bei sinkenden Kostenquoten erzielt werden. So verringerte sich bspw. die Personalkostenquote um 18 Prozentpunkte auf 58,9 %. Auch die Entwicklungskosten zeigen einen sinkenden Anteil am Umsatz auf, wenngleich absolut eine Zunahme zu beobachten war (siehe Grafik). Der absolute Anstieg ist mit der Entwicklung der neuen Produktversion „FACT24 ultimate“ zu begründen, die im April 2010 veröffentlicht wurde. Die Entwicklungskosten wurden in 2009 und den Vorjahren jeweils vollständig als Aufwand verbucht.



Quelle: F24, GBC; * bereinigt um Goodwill-Abschreibung auf die Beteiligung an der tevia GmbH in Höhe von 0,26 Mio. €

Belastend wirkte eine Goodwillabschreibung auf die Tochtergesellschaft tevia GmbH in Höhe von 0,26 Mio. €. Da die Umsatzentwicklung hier nicht den ursprünglichen Erwartungen entsprach und ein negatives Ergebnis erzielt wurde, wurde der Goodwill vollständig abgeschrieben.

Daher lag das EBIT mit -0,04 Mio. € leicht im roten Bereich, so dass unsere EBIT-Prognose von 0,23 Mio. € nach Sonderaufwendungen nicht erreicht wurde. Die Goodwillabschreibung ist jedoch ein einmaliger und nicht liquiditätswirksamer Vorgang und damit als Sondereffekt zu werten. Operativ (ohne die Abschreibung) wäre unsere EBIT-Prognose mit 0,23 Mio. € hingegen exakt erfüllt worden. Die EBIT-Marge hätte in diesem Fall bereits bei 7,7 % gelegen.

Unterm Strich lag der Jahresüberschuss folglich ebenfalls noch leicht im negativen Bereich, bei -0,29 Mio. €. Während das Zinsergebnis mit -0,02 Mio. € wie auch schon im Vorjahr sehr niedrig ausfiel, war der Steueraufwand mit 0,28 Mio. € vergleichsweise hoch. Der Steueraufwand rührt zum Großteil aus der Muttergesellschaft, die bereits seit mehreren Jahren stark profitabel arbeitet. Zudem ist die Goodwillabschreibung nicht steuerlich abziehbar und erhöht die effektive Steuerquote damit maßgeblich. Ohne die Goodwillabschreibung wäre nach unseren Berechnungen ein Jahresüberschuss mit -0,03 Mio. € nahezu ausgeglichen ausgefallen.

Bei den ausländischen Tochtergesellschaften wurde darüber hinaus das Ziel erreicht, ein ausgeglichenes Ergebnis über alle Töchter hinweg zu erzielen.

Entwicklung der Muttergesellschaft F24 AG

Während die Auswirkungen der Abschreibung der Beteiligung an der tevia GmbH auf Konzernbasis lediglich mit 0,26 Mio. € zum Tragen kam, verhielten sich die Auswirkungen auf der Ebene der Münchner Muttergesellschaft F24 AG anders.

Da die Neukundengewinnung für das Online-Meeting-Produkt der tevia GmbH bisher schleppender voranschreitet als geplant, wurde entschieden, die Beteiligung an der tevia in voller Höhe abzuschreiben. Dies beinhaltete nicht nur die Abschreibung des aktivierten Firmenwertes um 0,55 Mio. €, sondern auch Forderungen gegenüber der Tochtergesellschaft in Höhe von 0,08 Mio. € wurden abgeschrieben. Darüber hinaus wurde eine Rückstellung in Höhe von 0,4 Mio. € für eine drohende Inanspruchnahme aus Kreditverbindlichkeiten der tevia gebildet. Die tevia hatte 2008 ein KfW-Darlehen in Höhe von 0,50 Mio. € erhalten, für welches die Mutter F24 AG eine Patronatserklärung abgegeben hat.

Insgesamt summierten sich die Sondereffekte in der Muttergesellschaft damit auf 1,03 Mio. € und führten zu einer entsprechenden Reduktion des Ergebnisses. Damit fiel das EBIT mit -0,43 Mio. € unter dem im Vorjahr erzielten Resultat von 0,21 Mio. € aus und war negativ. Bereinigt um die einmaligen Sondereffekte lag das EBIT jedoch mit 0,61 Mio. € deutlich im positiven Bereich und hat gegenüber 2009 eine deutliche Steigerung verzeichnet.

Entsprechend den Sondereffekten fiel auch der Jahresüberschuss mit -0,64 Mio. € deutlich im Minus aus. Damit wird die von uns erwartete Dividende für das GJ 2009 nicht bezahlt werden können.

Jedoch wurden 0,70 Mio. € aus der Kapitalrücklage der AG entnommen und der entstandene Bilanzverlust (negatives Jahresergebnis und Verlustvortrag) damit auf Null ausgeglichen. Dieser Vorgang stellt sicher, dass die F24 AG die Dividendenfähigkeit aufrecht erhält, da Dividenden nur aus dem Bilanzgewinn ausgeschüttet werden können. Für das laufende GJ 2010 ist damit eine Ausschüttung an die Aktionäre bei wie erwartet erfolgreicher Geschäftsentwicklung möglich.

Bilanziell gesehen wurden damit sämtliche aus der tevia erwachsenden Risiken eliminiert. Sowohl der Goodwill wurde vollständig abgeschrieben, als auch die potenziellen Darlehensverbindlichkeiten inzwischen bereits als Aufwand erfasst.

SWOT - ANALYSE F24 AG

Stärken

- Hohe Skalierbarkeit des Geschäftsmodells und damit stark steigende Margen möglich
- Bereits seit mehreren Jahren hohe Profitabilität der Muttergesellschaft
- Starke Bilanz mit einer Eigenkapitalquote von 53 %
- Hohe Kundentreue und äußerst geringe Kündigungsquoten von nur 1-3 %
- Ausländische Tochtergesellschaften leisten stark wachsenden Umsatz- und Ergebnisbeitrag

Schwächen

- Noch kleine Unternehmensgröße
- Entwicklung des Conferencing-Produktes der Tochtergesellschaft tevia GmbH verläuft derzeit noch nicht entsprechend den Erwartungen
- Entwicklung der Tochtergesellschaften in England, Frankreich und Tschechien verläuft weiterhin langsamer als die der Muttergesellschaft sowie der spanischen Tochter
- Der operative Cashflow lag in den vergangenen Geschäftsjahren noch im negativen Bereich

Chancen

- Die Aufmerksamkeit für und Nachfrage nach Alarmierungsdienstleistungen nimmt europaweit zu, woraus sich Wachstumspotenziale ergeben
- Die Sättigung mit Alarmierungsdienstleistungen in Deutschland und Europa ist nach wie vor sehr gering
- Die Weiterentwicklung von FACT24 hin zur Krisenmanagementsoftware könnte bislang nicht erreichte Kunden ansprechen
- Bei weiterhin positiver Entwicklung der ausländischen Tochtergesellschaften könnte sich das Wachstumstempo nochmals beschleunigen
- Die Nachfrage nach den Produkten der F24 hat sich während der Wirtschaftskrise als sehr stabil erwiesen, was auch bei erneuten Wirtschaftsflauten der Fall sein sollte

Risiken

- Die geringe Marktsättigung, die steigende Notwendigkeit für Krisenmanagement sowie die hohe Skalierbarkeit des Geschäftsmodells könnte Wettbewerber dazu animieren in den Markt einzutreten
- Die Vertriebszyklen der ausländischen Tochtergesellschaften könnten sich als nachhaltig länger herausstellen, womit das Wachstum langsamer von statten gehen könnte als bislang angenommen

Prognose und Modellannahmen - starke Wachstums- und Ergebnisdynamik in Sicht

In Mio. €	2009	2010e alt	2010e neu	2011e
Umsatzerlöse	2,97	3,84	3,75	4,75
EBITDA	0,41	0,99	0,90	1,73
EBITDA-Marge	13,7 %	25,7 %	24,0 %	36,3 %
EBIT	-0,04	0,84	0,75	1,60
EBIT-Marge	neg.	21,8 %	20,0 %	33,7 %
Konzernergebnis	-0,29	0,58	0,48	1,73

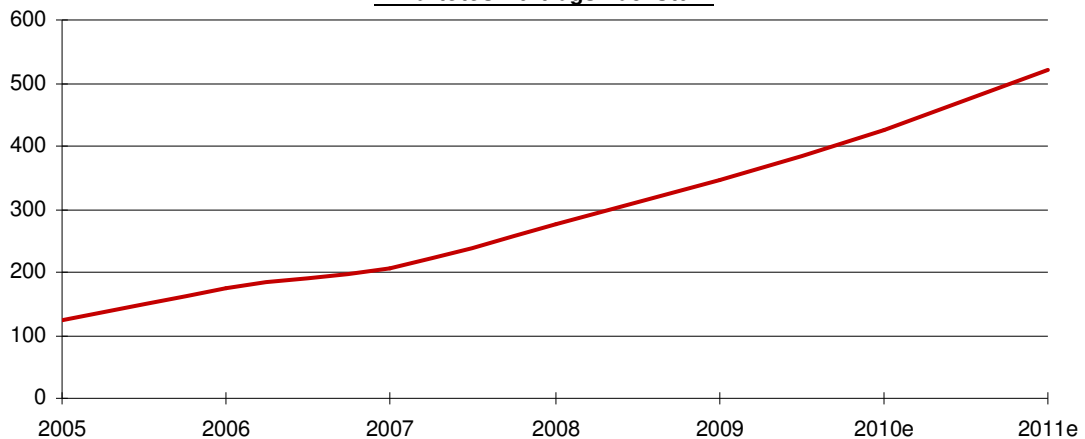
Quelle: GBC

Umsatzprognose - 70 Neuaufträge und 26,2 % Umsatzwachstum in 2010 erwartet

Ein großer Vorteil des Geschäftsmodells der F24 besteht in dem geschäftsmodellbedingten Wachstum und einer hohen Skalierbarkeit. Da fast 90 % der Umsatzerlöse mit dem Kernprodukt FACT24 nutzungsunabhängige Gebühren mit wiederkehrendem Charakter sind, ergibt sich bereits daraus ein Wachstum für das jeweils folgende Geschäftsjahr. Für Aufträge, die im Laufe eines Jahres gewonnen wurden, fallen im darauffolgenden GJ die Gebühren erstmalig in voller Höhe an. Da die Abgangsrate der Kunden mit 1-3 % außerordentlich gering ist, erhöht sich die Umsatzbasis automatisch im kommenden Geschäftsjahr.

Hinzu kommen neu gewonnene Aufträge. Nachdem im GJ 2009 70 neue Aufträge gewonnen werden konnten, erwarten wir für 2010 eine leichte Zunahme auf 80 neue Aufträge. Insbesondere die ausländischen Tochtergesellschaften sollten dabei eine wesentliche Rolle spielen. Bereits jetzt steuern diese rund die Hälfte der neuen Aufträge bei. Von einer weiteren Zunahme der Dynamik ist vom jetzigen Standpunkt aus auszugehen. Insgesamt erwarten wir, dass sich das Auftragsvolumen im GJ 2010 von 345 auf dann 425 Aufträge erhöht.

Erwartetes Auftragswachstum



Quelle: GBC

Nicht zuletzt erhöht sich auch der Umsatz pro Kunde stetig. Durch die anhaltende Weiterentwicklung des Kernproduktes FACT24 wird die Wertigkeit des Produktes stetig verbessert, wodurch sich höhere Grundgebühren erzielen lassen. Dies gilt sowohl für Neuaufträge, als auch für Upgrades bestehender Aufträge. Erst im April 2010 wurde das neue Release „FACT 24 ultimate“ veröffentlicht. Die neue Produktversion stellt eine Erweiterung der Wertschöpfung vom Alarmierungssystem hin zum kompletten Krisenmanagementsystem dar. „FACT24 ultimate“ dient dabei nicht nur noch ausschließlich der Alarmierung, sondern bildet eine Kommunikationsplattform für die gesamte Dauer eines kritischen Ereignisses.

Insgesamt erwarten wir für das GJ 2010 Umsatzerlöse in Höhe von 3,75 Mio. €, was einer Zunahme gegenüber 2009 von 26,2 % entspricht. Damit haben wir zwar unsere bisherigen Prognosen leicht um 2,2 % nach unten korrigiert, dies ist jedoch lediglich als Feinadjustierung zu sehen. Mit den Prognosen liegen wir über der vom Vorstand anvisierten Wachstumserwartung von 20-25 %. Neu geben wir zudem unsere konkrete Umsatzprognose für das GJ 2011 ab und erwarten ein erneut starkes Wachstum um 23,9 % auf 4,75 Mio. €.

Ergebnisprognose - erstmals positives Konzernergebnis in 2010 erwartet

Auf Grund der hohen Skalierbarkeit des Geschäftsmodells der F24 AG kann das Unternehmen zu den Umsatzerlösen überproportional steigende Ergebnisse aufweisen. So sollte das erwartete Umsatzwachstum im laufenden GJ 2010 in Höhe von 26,2 % ohne eine signifikante Verbreiterung der Kostenbasis realisierbar sein. So erwarten wir für 2010 eine Erhöhung der operativen Kosten (ohne Abschreibungen) von 2,58 Mio. € um lediglich 10,3 % auf dann 2,85 Mio. €. Im Wesentlichen sollte der Kostenzuwachs auf einen leichten Ausbau der Mitarbeiterzahl zurückzuführen sein.

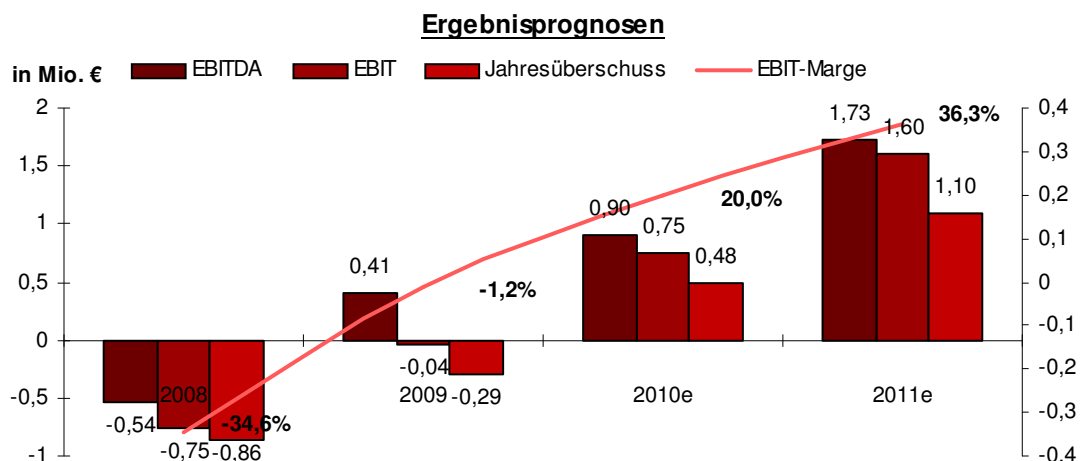
Entsprechend wirkt sich die Umsatzsteigerung in einem erwartet starken Anstieg des EBIT aus. Bereits in 2009 konnte das EBIT, bereinigt um die Goodwill-Abschreibung, um 0,98 Mio. € ansteigen. Für das GJ 2010 erwarten wir nun einen weiteren Anstieg um 0,52 Mio. € auf dann 0,75 Mio. €. Dies entspricht einer EBIT-Marge von 20,0 %. Auch beim EBIT haben wir gegenüber unserer bisherigen Einschätzung eine leichte Adjustierung vorgenommen.

Eine außerordentliche Belastung aus der Tochtergesellschaft tevia ist im GJ 2010 indes nicht mehr zu erwarten. Der Goodwill der Beteiligung ist vollständig abgeschrieben worden. Zudem wurden die Aufwendungen der tevia so weit reduziert, dass auch keine negativen Ergebnisbeiträge mehr entstehen sollten. Die verbleibenden immateriellen Vermögensgegenstände betreffen den aktivierten Kundenstamm, aus welchem sich jedoch aus unserer Sicht kein Abschreibungsrisiko ergibt. Zum Einen ist die Kundentreue mit einer Absprungrate von 1-3 % sehr niedrig und zum Anderen macht ein einzelner Kunde bei F24 im Mittel lediglich einen Umsatzanteil von 0,3 % aus.

Auf Basis des Konzernergebnisses sollte sich damit im GJ 2010 erstmals ein positives Ergebnis von 0,48 Mio. € einstellen, was einem Ergebnis pro Aktie von 0,20 € entspricht. Damit erwarten wir bereits eine zweistellige Nachsteueremarge von fast 13 %.

Auch in 2011 sollte sich die dynamische Ergebnisentwicklung fortsetzen lassen. Die hohe Skalierbarkeit des Geschäftsmodells wird gemäß unseren Erwartungen dann eine Erhöhung des EBIT auf 1,60 Mio. € ermöglichen, was einer starken EBIT-Marge von 36,3 % entspricht. In dieser Größenordnung sehen wir auch die mittelfristige Ziel-EBIT-Marge des Unternehmens.

Die Ausschüttung einer Dividende wird für das GJ 2009 auf Grund der außerordentlichen Belastung im Rahmen der tevia-Abschreibung nicht möglich sein. Da jedoch durch den Ausgleich des Bilanzverlustes in der Muttergesellschaft durch Entnahme aus der Kapitalrücklage die Dividendenfähigkeit erhalten wurde, gehen wir davon aus, dass dann in 2011 erstmalig eine Dividende gezahlt werden wird. Wir erwarten eine Ausschüttung in Höhe von 0,10 € pro Aktie, bzw. der Hälfte des Konzernergebnisses. Auch für das GJ 2011, also im Jahr 2012 erwarten wir eine Ausschüttungsquote von 50 %, was gemäß unseren Prognosen einer Dividende von 0,23 € pro Aktie entsprechen würde.



Quelle: GBC

Bewertung

DCF-Bewertung

Modellannahmen

Die F24 AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2010 und 2011 in Phase 1 (siehe Seiten 10-11), erfolgt von 2012 bis 2017 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 5,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 35,0 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 30 % in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 0 %.

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 3,00 % (bisher: 3,25 %).

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,50 % 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 1,2857.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 10,07 % (bisher: 10,18 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 95 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 9,71 % (bisher: 9,80 %).

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 9,71 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2010 entspricht als **Kursziel 5,60 Euro**. Damit haben wir das bisherige Kursziel von 5,04 € nach oben angepasst.

F24 AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	5,0%	ewiges Umsatzwachstum	0,0%
EBITDA-Marge	35,0%	ewige EBITA - Marge	32,0%
AFA zu operativen Anlagevermögen	104,2%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	15,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Tsd. EUR	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 2010e	GJ 2011e	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e	
Umsatz (US)	3750,00	4750,00	4987,50	5236,88	5498,72	5773,65	6062,34	6365,45	
US Veränderung	26,2%	26,7%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	0,0%
US zu operativen Anlagevermögen	31,25	39,58	38,37	37,41	36,66	36,09	35,66	35,36	
EBITDA	900,00	1725,00	1745,63	1832,91	1924,55	2020,78	2121,82	2227,91	
EBITDA-Marge	24,0%	36,3%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	
EBITA	750,00	1600,00	1620,62	1697,49	1778,71	1864,52	1955,15	2050,82	
EBITA-Marge	20,0%	33,7%	32,5%	32,4%	32,3%	32,3%	32,3%	32,2%	32,0%
Steuern auf EBITA	-266,39	-504,10	-486,19	-509,25	-533,61	-559,36	-586,54	-615,25	
zu EBITA	35,5%	31,5%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	483,61	1095,90	1134,43	1188,24	1245,10	1305,17	1368,60	1435,57	
Kapitalrendite	145,7%	174,0%	138,3%	135,3%	134,5%	133,9%	133,4%	133,0%	125,5%
Working Capital (WC)	510,00	700,00	748,13	785,53	824,81	866,05	909,35	954,82	
WC zu Umsatz	13,6%	14,7%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	
Investitionen in WC	-306,00	-190,00	-48,13	-37,41	-39,28	-41,24	-43,30	-45,47	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	120,00	120,00	130,00	140,00	150,00	160,00	170,00	180,00	
AFA auf OAV	-150,00	-125,00	-125,00	-135,42	-145,84	-156,26	-166,67	-177,09	
AFA zu OAV	125,0%	104,2%	104,2%	104,2%	104,2%	104,2%	104,2%	104,2%	
Investitionen in OAV	-142,00	-125,00	-135,00	-145,42	-155,84	-166,26	-176,67	-187,09	
Investiertes Kapital	630,00	820,00	878,13	925,53	974,81	1026,05	1079,35	1134,82	
EBITDA	900,00	1725,00	1745,63	1832,91	1924,55	2020,78	2121,82	2227,91	
Steuern auf EBITA	-266,39	-504,10	-486,19	-509,25	-533,61	-559,36	-586,54	-615,25	
Investitionen gesamt	-448,00	-315,00	-183,13	-182,83	-195,11	-207,50	-219,97	-232,56	
Investitionen in OAV	-142,00	-125,00	-135,00	-145,42	-155,84	-166,26	-176,67	-187,09	
Investitionen in WC	-306,00	-190,00	-48,13	-37,41	-39,28	-41,24	-43,30	-45,47	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	185,61	905,90	1076,31	1140,83	1195,82	1253,93	1315,30	1380,11	14656,55
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	13333,12	13722,30							
Barwert expliziter FCFs	5673,32	5318,48							
Barwert des Continuing Value	7659,80	8403,81							
Nettoschulden (Net debt)	-99,61	-752,21							
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00							
Wert des Eigenkapitals	13432,72	14474,51							
Fremde Gewinnanteile	24,12	25,99							
Wert des Aktienkapitals	13456,84	14500,50							
Ausstehende Aktien in Tsd.	2403,000	2403,000							
Fairer Wert der Aktie in EUR	5,60	6,03							

Kapitalkostenermittlung :

risikolose Rendite	3,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,29
Eigenkapitalkosten	10,1%
Zielgewichtung	95,0%
Fremdkapitalkosten	4,5%
Zielgewichtung	5,0%
Taxshield	35,4%
WACC	9,7%

Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR

Kapitalrendite	WACC				
	8,7%	9,2%	9,7%	10,2%	10,7%
105,5%	5,60	5,33	5,09	4,88	4,69
115,5%	5,90	5,61	5,35	5,11	4,91
125,5%	6,20	5,88	5,60	5,35	5,12
135,5%	6,50	6,16	5,85	5,58	5,34
145,5%	6,81	6,44	6,11	5,82	5,56

Fazit

Anhaltende Dynamik - Kursziel von 5,04 € auf 5,60 € angehoben - Rating KAUFEN

Die dynamische Umsatzentwicklung der Vorjahre setzte sich auch im GJ 2009 weiter fort. Mit einer Umsatzzunahme um 36,5 % auf 2,97 Mio. € konnte die F24 AG sogar eine höhere Steigerungsrate als im Vorjahr erzielen. Wesentlicher Treiber dieser Dynamik ist weiterhin das Kernprodukt FACT24. Gegenüber dem Vorjahr konnte die Auftragsbasis nochmals um 70 Aufträge auf 345 erweitert werden. Dabei generierten die ausländischen Tochtergesellschaften in Spanien, Tschechien, Frankreich und England bereits rund die Hälfte der neuen Aufträge.

Das EBITDA erhöhte sich im Zuge des starken Umsatzanstieges und der hohen Skalierbarkeit des Geschäftsmodells von -0,54 Mio. € im Vorjahr auf nunmehr 0,41 Mio. € und drehte damit erstmalig seit dem Börsengang und der Gründung der ausländischen Tochtergesellschaften in den positiven Bereich. Damit wurde unsere Prognose sowohl umsatzseitig als auch auf EBITDA-Basis nahezu per Punktlandung getroffen.

Auf EBIT-Basis nach Sondereffekten wurde unsere Prognose von 0,23 Mio. € nicht erreicht. Grund hierfür war eine Goodwill-Abschreibung auf die Tochtergesellschaft tevia in Höhe von 0,26 Mio. €. Die tevia blieb hinter den Erwartungen des Managements zurück, weshalb eine vollständige Abschreibung des Firmenwertes vorgenommen wurde. Bereinigt um den einmaligen und nicht liquiditätswirksamen Effekt ergab sich jedoch ein EBIT von 0,23 Mio. €, womit unsere EBIT-Prognose unter Berücksichtigung dieses Effekts exakt getroffen wurde.

Für das laufende GJ 2010 gehen wir davon aus, dass sich das Wachstum fortsetzen wird. So geht das Management der F24 davon aus, dass sich das Umsatzwachstum im Rahmen von 20-25 % bewegen wird. Wir nehmen an, dass sogar eine Steigerung um 26,2 % auf 3,75 Mio. € erreicht werden kann. Auch in 2011 sollte dann ein zweistelliges Wachstum möglich sein.

Bei den Ergebnissen wird sich die Umsatzdynamik weiterhin überproportional bemerkbar machen. So schätzen wir für 2010 ein EBIT in Höhe von 0,75 Mio. €, was einer EBIT-Marge von 20,0 % entspricht. Weitere Ergebnisbelastungen aus der tevia sind nicht zu erwarten, da der Goodwill zum Einen vollständig abgeschrieben wurde und zum Anderen die Aufwendungen so weit reduziert wurden, dass kein negativer Ergebnisbeitrag mehr entstehen sollte.

Damit erwarten wir für 2010 auch erstmalig einen positiven Jahresüberschuss in Höhe von 0,48 Mio. €. Dann sollte auch die Ausschüttung einer Dividende vorgenommen werden können. Durch die Abschreibung des Firmenwertes auf die tevia ist dies für 2009 noch nicht möglich. Wir prognostizieren für das GJ 2010 eine Ausschüttungsquote von 50 % auf das Konzernergebnis, was einer Dividende pro Aktie von 0,10 € gleichkommen würde.

Auf Grund der starken Umsatz- und Ergebnisentwicklung sowie den überproportional wachsenden Margen, sehen wir bei der F24 AG eine klare Unterbewertung. Gemäß unserem DCF-Modell errechnet sich für das Jahr 2010 ein fairer Wert pro Aktie in Höhe von 5,60 €. Damit erhöhen wir unser bisheriges Kursziel von 5,04 € um 11 %. Bei einem aktuellen Kurs von 3,82 € (Frankfurt), ergibt sich demnach ein Kurspotenzial von fast 50 %. Das Rating KAUFEN wird bestätigt.

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 Interessenskonflikten 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, Chefanalyst

§ 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