



Researchstudie (Update)



COMMUNICATIONS-SERVICES

**Hohe Skalierbarkeit und gesteigerte Wertschöpfung
führt im 1. Halbjahr zu starker Umsatz- und Ergebnissteigerung**

Kursziel: 6,03 €

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:
Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 10

F24 AG *5,7

Rating: Kaufen
Kursziel: 6,03 €

aktueller Kurs: 4,50
31.8.2010 / FFM

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0F5WM7

WKN: A0F5WM

Börsenkürzel: F2Y

Aktienanzahl³: 2,403

Marketcap³: 10,81
EnterpriseValue³: 10,88
³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 21,0 %

Transparenzlevel:
m:access

Marktsegment:
Freiverkehr

Rechnungslegung:
HGB

Geschäftsjahr: 31.12

Analysten:

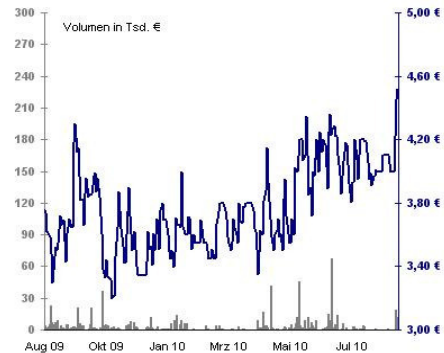
Felix Gode
gode@gbc-ag.de

Manuel Hölzle
hoelzle@gbc-ag.de

* Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite 12

Unternehmensprofil

Branche: Software
Fokus: Störfall- und Krisenmanagement
Mitarbeiter: 19 Stand: 30.7.2010
Gründung: 2000
Firmensitz: München
Vorstand: Ralf Meister, Christian Götz



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 83,5 % 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	4,94	3,66	2,90	2,29
EV/EBITDA	-19,82	26,80	12,09	6,31
EV/EBIT	-14,25	-302,26	14,51	6,80
KGV	neg.	neg.	22,43	9,86
KBV		10,87		

Finanztermine:

Datum: Ereignis
07.09.2010: V. Investment Forum Frankfurt
11.11.2010: m:access Analystenkonferenz

****letztes Research von GBC:**

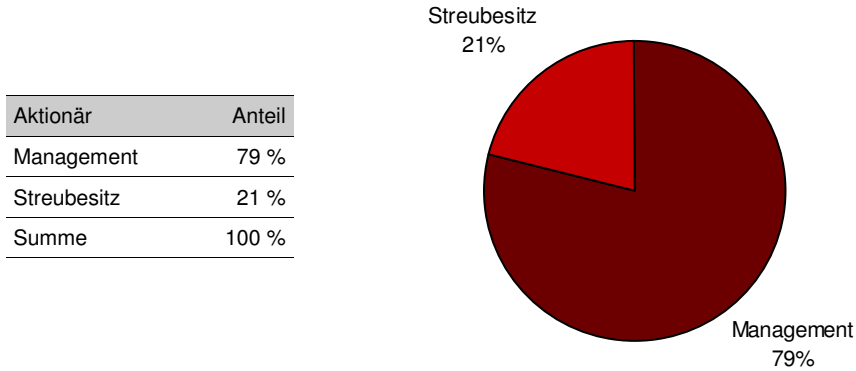
Datum: Veröffent. / Kursziel in EUR / Rating
17.05.2010: RS / 5,60 / KAUFEN
27.11.2009: RS / 5,04 / KAUFEN
6.11.2009: RG / KAUFEN
21.9.2009: RS / KAUFEN
9.9.2009: RG / KAUFEN

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.

Unternehmen

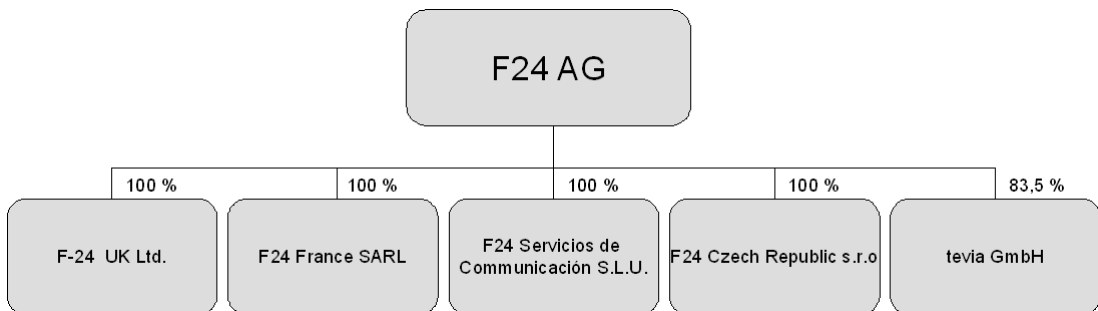
Aktionärsstruktur

Aktionärsstruktur (Stand: 30.06.2010)



Quelle: F24, GBC

Konsolidierungskreis



Quelle: F24, GBC

Wichtige Kunden



Quelle: F24

Geschäftsentwicklung 1. HJ 2010 - Turnaround erreicht - guter Ausblick auf 2. HJ

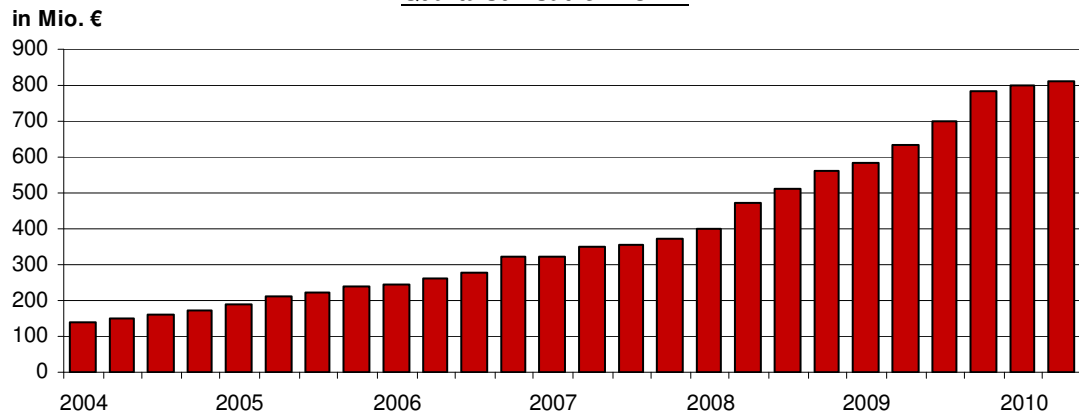
In Mio. €	1. HJ 2009	1. HJ 2010	Delta 2009/2010
Umsatzerlöse	1,336	1,717	+28,5 %
EBITDA	0,091	0,471	> +100 %
EBITDA-Marge	6,8 %	27,4 %	+ 20,6 Pp.
EBIT	0,006	0,385	> +100 %
EBIT-Marge	0,4 %	22,4 %	+22,0 Pp.
Konzernergebnis	-0,110	0,216	k.A.

Quelle: F24, GBC

FACT24-Umsätze weiter dynamisch gestiegen - 35 Neuaufträge im 1. HJ

Die Umsatzentwicklung der F24 AG setzte sich auch im ersten Halbjahr erfolgreich fort. Mit einem Umsatzzuwachs um 28,5 % auf 1,72 Mio. € lag die Entwicklung sogar über der vom Unternehmen für das Gesamtjahr erwarteten Wachstumsrate von 20-25 %. Hauptumsatzträger der F24 AG war dabei weiterhin das Kernprodukt FACT24, mit einem Umsatzanteil von 93,8 %. Die Umsatzerlöse mit FACT24 beliefen sich auf 1,61 Mio. €, was einer Steigerung gegenüber dem Vorjahreszeitraum um 34,3 % entspricht. Dabei gewannen die internationalen Tochtergesellschaften im ersten Halbjahr weiter an Bedeutung, mit einem Umsatzanteil von inzwischen 30 % am FACT24-Umsatz. Das Wachstum fiel mit 94,0 % gegenüber dem Vorjahr zudem weiterhin sehr dynamisch aus. Die Tochtergesellschaft Tevia steuerte entsprechend einen Umsatzbeitrag von 0,11 Mio.€ bei.

Quartalsumsätze FACT24



Quelle: F24, GBC

Die Zahl der Kundenaufträge lag im ersten Halbjahr im Rahmen unserer Erwartungen und kletterte von 345 zum Geschäftsjahresende 2009 auf nunmehr 380. Gegenüber dem Stichtag des Vorjahres legten die Kundenaufträge von 315 um 20,6 % zu.

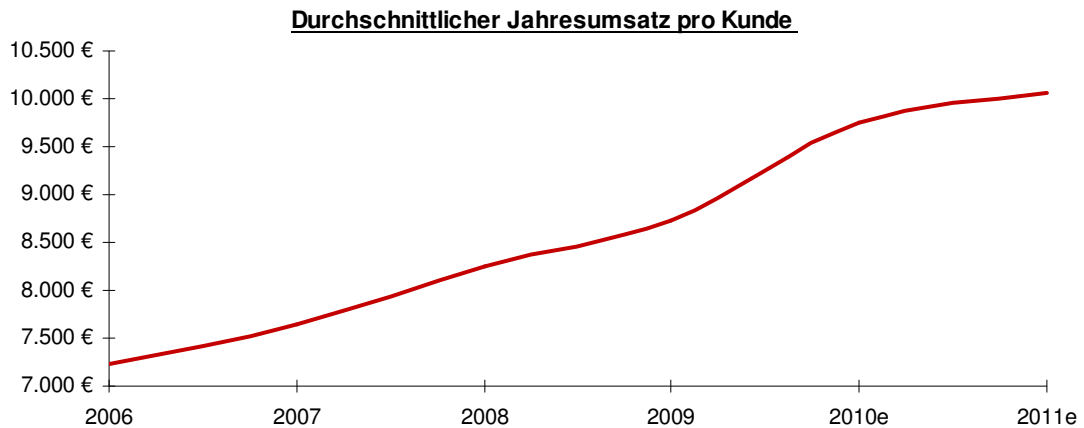
Umsatz wächst überproportional zu Aufträgen - Release von „FACT24 ultimate“

Es wird deutlich, dass die FACT24-Umsätze mit einem Wachstum um 34,3 % deutlich überproportional zu den Auftragszuwächsen (+20,6 %) zulegen. Dabei macht sich die steigende Wertschöpfung pro Auftrag bemerkbar. Insbesondere zurückzuführen ist diese Entwicklung auf die stetige Weiterentwicklung des Hauptproduktes FACT24.

So wurde beispielsweise im Frühjahr die neue Version „FACT24 ultimate“ veröffentlicht, die mehrere neue Features für die Kunden bereithält. Zum Beispiel beinhaltet „FACT24 ultimate“ die neue Funktion „Case Manager“, welche einen ständigen Informationsaustausch zwischen verschiedenen Schlüsselpersonen in Echtzeit ermöglicht. Sämtliche Informationen laufen dabei chronologisch in ein zentrales Krisen-Logbuch und machen Informationen, Entscheidungen und Aktivitäten für alle Beteiligten transparent. Dabei werden auch externe Quellen wie z.B. Twitter, Facebook oder RSS-Feeds von Nachrichtenagenturen einbezogen. Diese Funktion ist nicht nur für die Bearbeitung eines Problems sinnvoll, sondern dient auch der Dokumentation und der Nachbereitung.

Wertschöpfung pro Kunde klar verbessert - weitere Steigerung erwartet

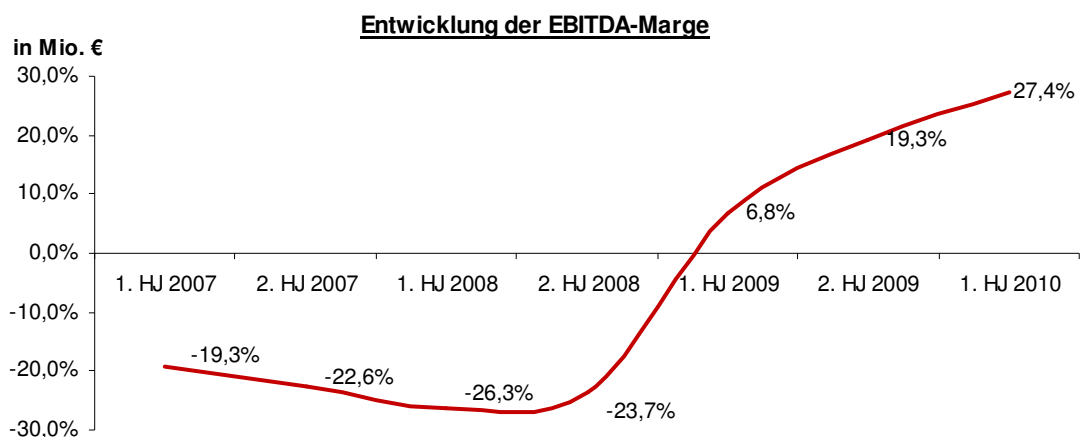
Im Zuge der kontinuierlichen Verbesserung des Produktes FACT24 erreicht F24 eine steigende Wertschöpfung pro Kunde, was sich in den durchschnittlichen Umsatzerlösen pro Kunde niederschlägt. Während diese im Jahr 2006 noch bei 7.224 € pro Jahr lagen, konnte der Umsatz pro Kunde im Jahr 2009 bereits auf 8.723 € gesteigert werden. Auch im laufenden und kommenden Geschäftsjahr erwarten wir eine weitere Verbesserung der Wertschöpfung pro Kunde auf dann über 10.000 € in 2011 (siehe Grafik).



Quelle: GBC; Die Berechnung des durchschnittlichen Jahresumsatzes pro Kunde ist vereinfacht und modellartig hergeleitet (Jahresumsatz FACT24/durchschnittliche Anzahl an Kundenaufträgen im Geschäftsjahr) und stellt daher nur einen Näherungswert dar.

Starker Ergebnissprung und hohe Margen - Erstmals positives Nettoergebnis

Eine Besonderheit des Geschäftsmodells der F24 AG ist zudem die hohe Skalierbarkeit. Trotz des starken Umsatzwachstums um 28,5 % nahmen die Kostenpositionen kaum zu. Vielmehr erlaubt das Geschäftsmodell die Betreuung wachsender Kundenzahlen, bei einem nahezu unveränderten Ressourceneinsatz. Dieser Umstand führte im ersten Halbjahr 2010 zu einem merklichen Ergebnisanstieg, da sich die Umsatzsteigerung um 0,38 Mio. € nahezu vollständig im Ergebnis niederschlug. So wurde das EBITDA von 0,09 Mio. € im Vorjahr um 0,38 Mio. € auf 0,47 Mio. € gesteigert. Gleichzeitig verbesserte sich die EBITDA-Marge ebenfalls merklich von 6,8 % im Vorjahreszeitraum auf nunmehr 27,4 %.



Quelle: GBC

Positiv zu dieser Entwicklung beigetragen haben auch die ausländischen Tochtergesellschaften, welche zusammengenommen einen positiven Ergebnisbeitrag leisten. Die Tochtergesellschaft in Spanien weist dabei weiterhin die stärkste Performance aller Töchter auf.

Auch im Konzernergebnis machte sich die hohe Skalierbarkeit bemerkbar. Mit 0,22 Mio. € wurde erstmalig seit dem Start der Internationalisierung ein positives Periodenergebnis erzielt, nach -0,11 Mio. € im Vorjahr.

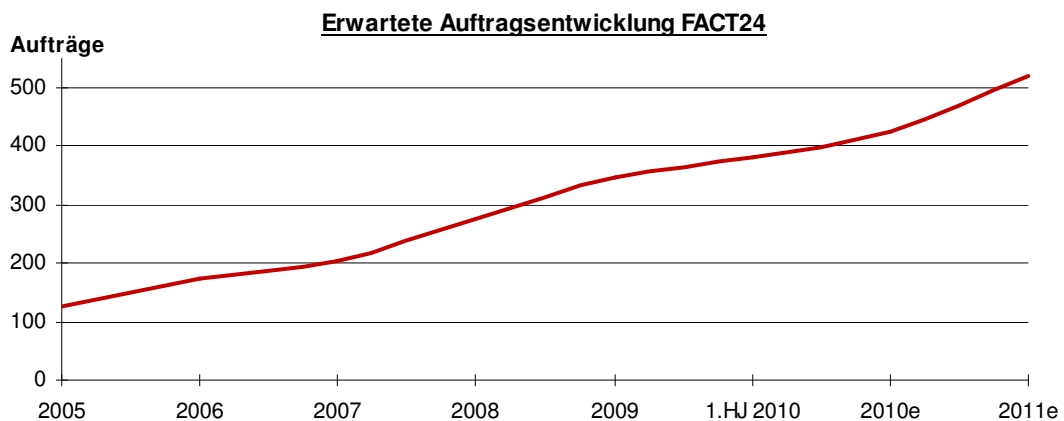
Prognose und Modellannahmen - Prognosen bestätigt - Dividende für 2010 erwartet

In Mio. €	2009	2010e	2011e
Umsatzerlöse	2,97	3,75	4,75
EBITDA	0,41	0,90	1,73
EBITDA-Marge	13,7 %	24,0 %	36,3 %
EBIT	-0,04	0,75	1,60
EBIT-Marge	neg.	20,0 %	33,7 %
Konzernergebnis	-0,29	0,48	1,10

Quelle: GBC

Hohe Umsatz- und Ergebnisdynamik auch im 2. HJ - Margen bleiben hoch

Unsere Erwartungen unterstellen zum Jahresende eine Anzahl an Kundenaufträgen von 425. Nachdem im ersten Halbjahr 35 neue Aufträge gewonnen werden konnten, erwarten wir im zweiten Halbjahr entsprechend 45 weitere Aufträge. Dass diese Zahl erreicht wird, halten wir für wahrscheinlich, da die Vertriebspipeline zum Halbjahr zum Einen gut gefüllt war und einige Großaufträge kurz vor dem Abschluss standen. Zum Anderen verlief der Start des dritten Quartals gemäß Unternehmensaussagen sehr erfreulich. Daher bestätigen wir unsere bisherige Umsatzprognose von 3,75 Mio. €, was einem Wachstum um 26,3 % gegenüber dem Vorjahr entspricht. Damit erwarten wir, dass die unternehmenseigene Wachstumsprognose von 20-25 % übertroffen werden kann.



Quelle: GBC

Entsprechend der starken Ergebnisentwicklung zum Halbjahr sollte auch im zweiten Halbjahr 2010 die hohe Dynamik beibehalten werden können. Wir gehen davon aus, dass sich das EBIT zum Geschäftsjahresende auf 0,75 Mio. € beläuft, was einer EBIT-Marge von 20,0 % entspricht. Diese Schätzungen halten wir angesichts der starken Ergebnisentwicklung im ersten Halbjahr für konservativ, belassen diese jedoch zunächst unverändert. Damit tragen wir einer erwartet leicht erhöhten Kostenbelastung im zweiten Halbjahr Rechnung, die mit der Einstellung eines weiteren Vertriebsmitarbeiters einhergehen sollte. Zudem gehen wir davon aus, dass auf Grund des guten Konzernergebnisses von erwartet 0,48 Mio. € erstmalig eine Dividende in Höhe von 0,10 € pro Aktie ausgeschüttet werden wird. Der Eintritt in die Profitabilität bewirkt zudem eine maßgebliche Verbesserung der Rentabilität. So sollte die Eigenkapitalrendite bereits für 2010 bei über 30 % liegen, was einen überdurchschnittlich hohen Wert darstellt.

Auch für das Geschäftsjahr 2011 belassen wir unsere bisherigen Schätzungen unverändert. Weiterhin erwarten wir einen Umsatzzuwachs auf dann 4,75 Mio. €. Dieser Umsatzzuwachs sollte sich auf Grund der hohen Skalierbarkeit erneut in einer starken Ergebnisverbesserung bemerkbar machen. Wir erwarten eine Steigerung des EBIT auf dann 1,60 Mio. €, was einer EBIT-Marge von 33,7 % entspricht. Beim Nettokonzernergebnis gehen wir gleichzeitig davon aus, dass mit 1,10 Mio. € erstmalig ein siebenstelliger Betrag erzielt werden wird. Auch für die Dividende gehen wir in 2011 von einer deutlichen Steigerung aus und erwarten eine Ausschüttung von 0,23 € pro Aktie, was beim aktuellen Kursniveau einer erwarteten Dividendenrendite von über 5 % entspricht.

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 Seite 6), 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 % (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 %. Damit belassen wir die Kapitalkosten gegenüber der Researchstudie (Anno) vom 17.05.2010 unverändert.

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 9,71 % errechnet. Gleichzeitig nehmen wir einen Roll-over vor und prolongieren das Kursziel auf Ende des Geschäftsjahres 2011 (bisher: Ende 2010). Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2011 entspricht als Kursziel **6,03 € (bisher: 5,60 €)**.

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%	6,00	5,72	5,48	5,26	5,06
115,5%	6,33	6,02	5,76	5,52	5,30
125,5%	6,66	6,33	6,03	5,77	5,54
135,5%	6,98	6,63	6,31	6,03	5,78
145,5%	7,31	6,93	6,59	6,29	6,02

Fazit

Kursziel auf Grund Roll-over von 5,60 € auf 6,03 € angehoben - Rating KAUFEN

Die sich bereits seit mehreren Perioden abzeichnende gute operative Entwicklung der F24 AG setzte sich im ersten Halbjahr 2010 fort und belegte eindrucksvoll die Stärke des Geschäftsmodells. Während die Umsatzerlöse mit 28,5 % stark zulegen und zum Halbjahr oberhalb der vom Unternehmen angestrebten Wachstumserwartung für das Gesamtjahr von 20-25 % lagen, floss der Umsatzzuwachs nahezu vollständig in das Ergebnis ein. So legte das EBIT von 6 Tsd. € im Vorjahr stark auf nunmehr 0,39 Mio. € zu. Dies entspricht einer sehr guten Marge von 22,4 %. Hier wird die hohe Skalierbarkeit des Geschäftsmodells der F24 AG deutlich, was auch dazu führte, dass auf der Ebene des Nettoperiodenergebnisses erstmalig seit dem Börsengang und damit Start der Internationalisierung ein positiver Wert ausgewiesen werden konnte.

Aber auch in den Folgeperioden sollte sich die gute Entwicklung gemäß unseren Erwartungen weiter fortsetzen, bei anhaltender Umsatz- und Ergebnisdynamik. So erwarten wir für das Geschäftsjahr 2010 Umsatzerlöse in Höhe von 3,75 Mio. €, was einem Zuwachs gegenüber 2009 in Höhe von 26,2 % entspricht. Beim EBIT prognostizieren wir einen Wert von 0,75 Mio. €, bzw. eine EBIT-Marge in Höhe von 20,0 %. Angesichts der starken EBIT-Entwicklung im ersten Halbjahr sehen wir die EBIT-Prognose als konservativ an und halten ein Übertreffen dieser für möglich. Des Weiteren erwarten wir auf Grund des erfolgreichen Geschäftsverlaufes in 2010 erstmalig die Ausschüttung einer Dividende in Höhe von 0,10 € pro Aktie.

Auch in 2011 sollte sich die hohe Skalierbarkeit des Geschäftsmodells deutlich in der Ergebnisentwicklung widerspiegeln. Bei einem erwarteten Umsatzwachstum um 26,7 % auf dann 4,75 Mio. €, prognostizieren wir eine Steigerung des EBIT um 113,3 % auf 1,60 Mio. €, was einer EBIT-Marge von 33,7 % entspricht. Die Nachhaltigkeit des Erreichens der Gewinnschwelle sollte damit eindrucksvoll belegt werden können.

Die erwartet stark aufwärts gerichtete Ergebnisentwicklung macht sich auch in der Bewertung der Aktie bemerkbar. Auf Basis unserer Gewinnschätzungen für 2011 errechnet sich ein KGV von lediglich 9,9. Angesichts der dynamischen operativen Entwicklung und des geringen Risikos des Geschäftsmodells schätzen wir dies als zu niedrig ein. Diese Einschätzung wird auch durch die starken Kapitalrenditen unterstützt. So sollte im laufenden Geschäftsjahr 2010 eine Eigenkapitalrendite von über 30 % erwirtschaftet werden können. Die Gesamtkapitalrendite (ROCE) erwarten wir sogar im dreistelligen Prozentbereich.

Angesichts der gegenüber der Researchstudie (Anno) vom 17.05.2010 unverändert belassenen Schätzungen für die Geschäftsjahre 2010 und 2011 behalten wir auch unsere Bewertungseinschätzung für die F24 AG bei. Jedoch prolongieren wir das Kursziel von Ende 2010 auf nunmehr Ende 2011. Damit ergibt sich ein neues Kursziel auf Basis Ende Geschäftsjahr 2011 von 6,03 €, nach bislang 5,60 €. Bei einem aktuellen Kurs der Aktie von 4,50 € ergibt sich ein Kurspotenzial von über 30 %. Das bisherige Rating KAUFEN wird daher 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 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, 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