



Researchstudie (Anno)



COMMUNICATIONS-SERVICES

**Hohe Skalierbarkeit des Geschäftsmodells
bringt starken Ergebnissprung -
Kursziel erhöht**

Kursziel: 7,00 €

Rating: KAUFEN

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

Rating: Kaufen
Kursziel: 7,00 €

aktueller Kurs: 6,22
13.4.2011 / MCH

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0F5WM7

WKN: A0F5WM

Börsenkürzel: F2Y

Aktienanzahl³: 2,403

Marketcap³: 14,95
EnterpriseValue³: 14,59
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

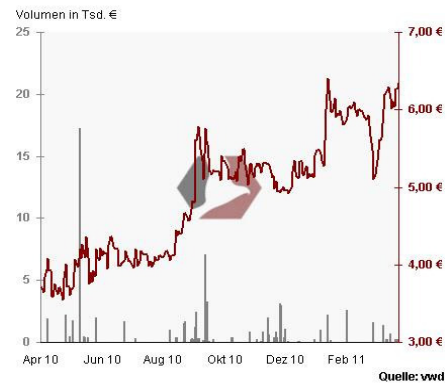
Manuel Hölzle
hoelzle@gbc-ag.de

* Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite V

F24 AG ^{*5}

Unternehmensprofil

Branche: Software
Fokus: Störfall- und Krisenmanagement
Mitarbeiter: 19 Stand: 31.12.2010
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 83,9 % 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	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011e	31.12.2012e
Umsatz	2,97	3,69	4,40	5,75
EBITDA	0,41	1,12	0,98	1,70
EBIT	-0,04	0,95	0,80	1,53
Jahresüberschuss	-0,29	0,57	0,50	1,02

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	-0,12	0,24	0,21	0,42
Dividende je Aktie	0,00	0,17	0,17	0,30

Kennzahlen				
EV/Umsatz	5,05	3,96	3,32	2,54
EV/EBITDA	36,98	12,99	14,97	8,58
EV/EBIT	-417,07	15,41	18,24	9,57
KGV	neg.	26,41	29,89	14,69
KBV		9,88		

Finanztermine:

Datum: Ereignis
15.06.2011: Hauptversammlung
25.08.2011: Veröffentlichung HJ-Bericht
10.11.2011: m:access Analystenkonferenz
07./08.12.2011: 12. MKK

****letztes Research von GBC:**

Datum: Veröffent. / Kursziel in EUR / Rating
7.12.2010: RG / 6,03 / KAUFEN
1.9.2010: RS / 6,03 / KAUFEN
17.5.2010: RS / 5,60 / KAUFEN
27.11.2009: RS / 5,04 / KAUFEN
6.11.2009: 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.

Inhaltsangabe

Unternehmen

Aktionärsstruktur	1
Konsolidierungskreis.....	1
Wichtige Kunden.....	1

Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick	2
Geschäftsentwicklung 2010.....	3
Umsatzentwicklung.....	3
Ergebnisentwicklung.....	4
Bilanzielle und finanzielle Entwicklung.....	5
SWOT-Analyse F24 AG.....	6
Prognose und Modellannahmen.....	7
Umsatzprognosen.....	7
Ergebnisprognosen.....	7

Bewertung/ Fazit

DCF-Bewertung.....	9
Modellannahmen.....	9
Bestimmung der Kapitalkosten	9
Bewertungsergebnis	9
Discounted Cashflow-Modell.....	10
Fazit	11

Anhang

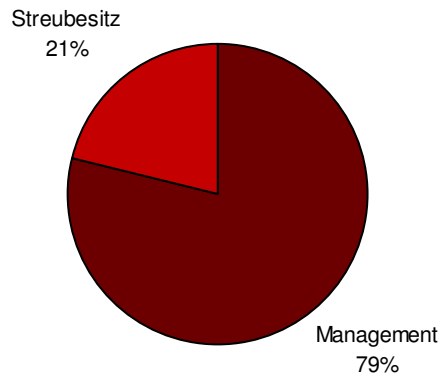
Disclaimer und Haftungsausschluss	III
Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34 b WpHG.....	V

Unternehmen

Aktionärsstruktur

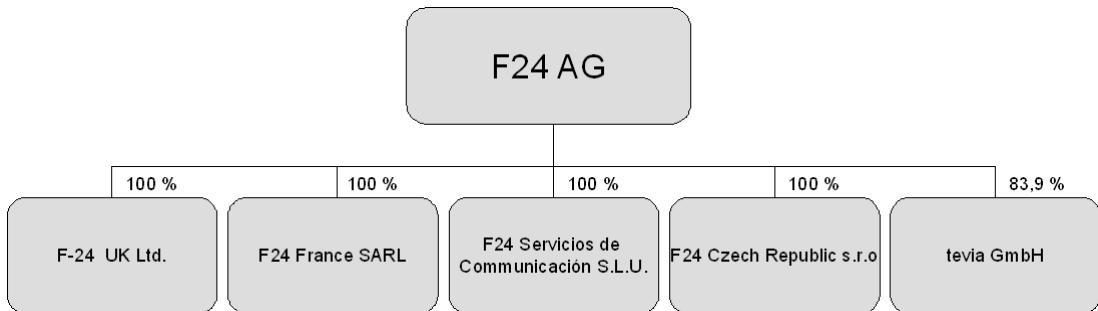
Aktionärsstruktur

Aktionär	Anteil
Management	79 %
Streubesitz	21 %
Summe	100 %



Quelle: F24, GBC

Konsolidierungskreis



Quelle: F24, GBC

Wichtige Kunden



Quelle: F24

Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2009	in %	GJ 2010	in %	GJ 2011e	in %	GJ 2012e	in %
Umsatzerlöse	2,971	100,0 %	3,685	100,0%	4,400	100,0 %	5,750	100,0 %
Sonstige betriebliche Erträge	0,019	0,6 %	0,066	1,8 %	0,000	0,0 %	0,000	0,0 %
Materialaufwand	-0,141	-4,8 %	-0,127	3,5 %	0,125	-2,8 %	-0,200	-3,5 %
Personalaufwand	-1,751	-58,9 %	-1,717	-46,6 %	-2,100	-47,7 %	-2,750	-47,8 %
Abschreibungen	-0,442	-14,9 %	-0,176	-4,8 %	-0,175	-4,0 %	-0,175	-3,0 %
sonstige betr. Aufwendungen	-0,692	-23,3 %	-0,784	-21,3 %	-1,200	-27,3 %	-1,100	-19,1 %
EBIT	-0,036	-1,2 %	0,947	25,7 %	0,800	18,2 %	1,525	26,5 %
Finanzergebnis	-0,020	-0,7 %	-0,015	-0,4 %	-0,010	-0,2 %	-0,008	-0,1 %
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	-0,056	-1,9 %	0,932	25,3 %	0,790	18,0 %	1,518	26,4 %
Ertragssteuern	-0,277	-9,3 %	-0,367	-10,0 %	-0,290	-6,6 %	-0,500	-8,7 %
Minderheitenanteile	0,040	1,4 %	1,000	0,0 %	0,000	0,0 %	0,000	0,0 %
Konzernergebnis	-0,293	-9,9 %	0,566	15,4 %	0,500	11,4 %	1,018	17,7 %
EBITDA	0,406		1,123		0,975		1,700	
in %	13,7 %		30,5 %		22,2 %		29,6 %	
EBIT	-0,036		0,947		0,800		1,525	
in %	neg.		25,7 %		18,2 %		26,5 %	
Ergebnis je Aktie in €	-0,12		0,24		0,21		0,42	
Dividende je Aktie in €	0,00		0,17		0,17		0,30	

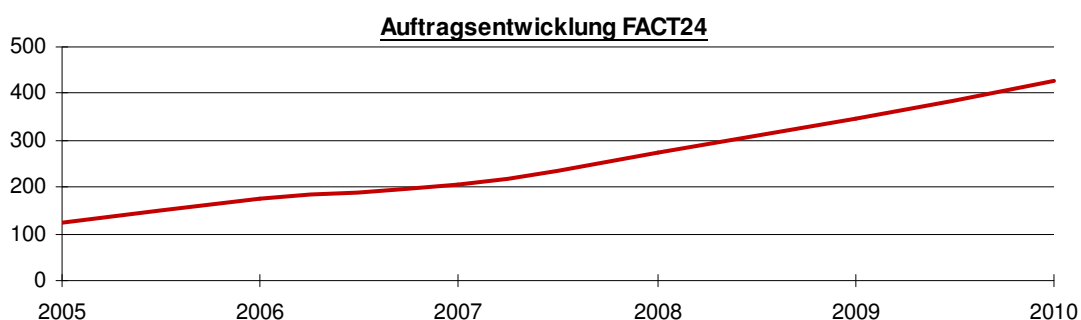
Geschäftsentwicklung 2010 - Rekordumsätze und –ergebnisse - starke Margen

In Mio. €	GJ 2010e GBC	GJ 2010a	Delta 2010e/2010a
Umsatzerlöse	3,75	3,69	-1,6 %
EBITDA (Marge)	0,90 (24,0 %)	1,12 (30,5 %)	+24,4 % (+6,5 Pp.)
EBIT (Marge)	0,75 (20,0 %)	0,95 (25,7 %)	+26,7 % (+5,7 Pp.)
Konzernergebnis	0,48	0,57	+18,8 %

Quelle: F24, GBC

Umsatzentwicklung - gegenüber Vorjahr +24 % - Ausland mit hoher Dynamik

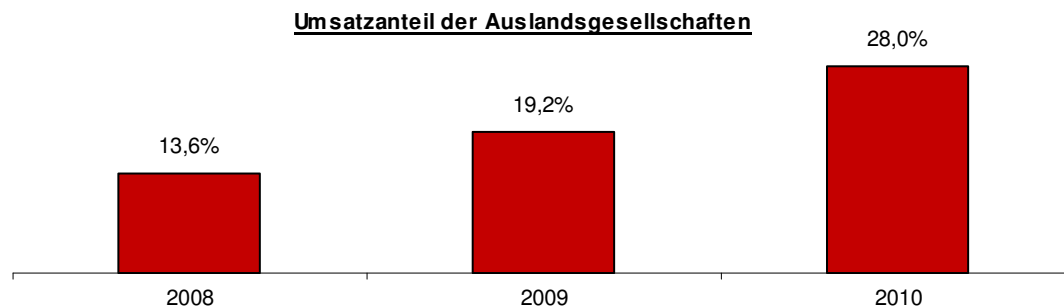
Unsere Prognosen hatten einen Bestand an Kundenverträgen zum Jahresende von 425 beinhaltet. Mit tatsächliche 426 Kundenverträgen zum Jahresende wurde unsere Erwartung nahezu exakt erfüllt. Im 2. HJ 2010 konnte der Kundenbestand damit um weitere 46 erweitert werden, rund ein Drittel mehr als im 1. HJ 2010. Damit setzte sich der positive Trend der Vorjahre auch in 2010 ungebrochen fort. Gegenüber dem Vorjahr steigerte sich die Zahl der Kundenverträge um 23,5 %.



Quelle: F24, GBC

In der Folge konnte die F24 AG Umsatzerlöse in Höhe von 3,69 Mio. € ausweisen, 24,0 % mehr als im Vorjahr. Noch dynamischer entwickelten sich die Umsatzerlöse mit dem Kernprodukt FACT24, die um 28 % über dem Vorjahr lagen. Hier wird deutlich, dass die FACT24-Umsätze überproportional zur Zuwachsrate bei den Kundenverträgen zulegen. Hintergrund ist hierbei die steigende Wertschöpfung pro Kunde. Durch eine kontinuierliche Verbesserung von FACT24 können sukzessive höhere durchschnittliche Umsätze pro Kunde erlöst werden. In 2010 hatte unter anderem die Einführung von FACT24 ultimate, einer neuen High-End-Version des Kernproduktes, diesen Effekt. Seit Einführung der neuen Version stieg der Umsatz pro Neuauftrag um rund 25 %, da sich bereits jetzt knapp 28 % der Neukunden für die High-End-Version entscheiden.

Ein wesentlicher Wachstumstreiber waren auch im Jahr 2010 erneut die Auslandsgesellschaften, welche einen Umsatzzuwachs um sogar 56 % verzeichneten. Damit legte auch die Bedeutung dieser im Konzernverbund weiter zu, was sich in klar aufwärtsgerichteten Umsatzanteilen ausdrückt. Im Jahr 2008 lag der Umsatzanteil der Auslandsgesellschaften noch bei 13,6 % und konnte sich seither auf 28,0 % mehr als verdoppeln. Es wird daraus klar deutlich, dass die Internationalisierung des Geschäfts eine strategisch richtige Entscheidung war, welche heute wesentlich zum Wachstum des Konzerns beiträgt.

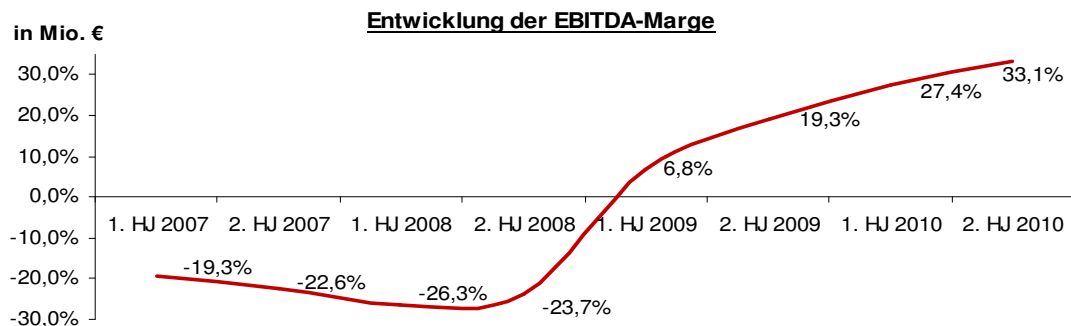


Quelle: F24, GBC

Ergebnisentwicklung - hohe Skalierbarkeit bringt Ergebnis- und Margensprung

Das Geschäftsmodell der F24 AG ist hochgradig skalierbar. Mit der bestehenden Fixkostenstruktur kann eine Vielzahl mehr neue Kundenverträge bearbeitet werden. Dies zeigt sich auch an der Kostenentwicklung. So konnten im GJ 2010 bei den Personalaufwendungen sowie Materialaufwendungen bei deutlich steigenden Umsatzerlösen sogar Reduzierungen gegenüber 2009 erreicht werden. Lediglich bei den sonstigen betrieblichen Aufwendungen wurde ein Anstieg auf 0,78 Mio. € verzeichnet. Mit +13,3 % verlief dieser jedoch auch unterproportional zu den Umsatzerlösen. Der Anstieg ist insbesondere auf höhere Aufwendungen für den IT-Betrieb sowie einmalig höhere Kosten für die Zertifizierung des in 2010 neu eingeführten Management Systems für Informationssicherheit sowie des Business Continuity Management.

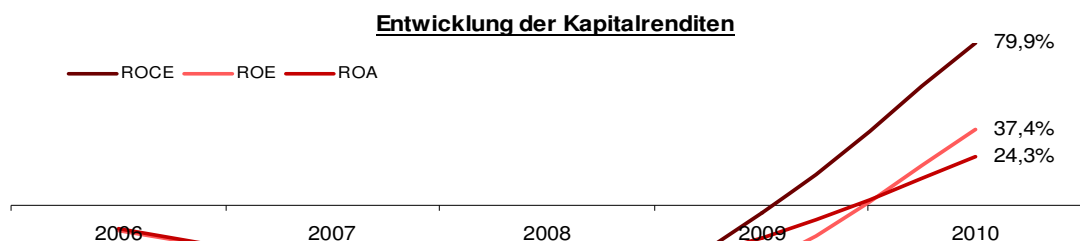
Das Resultat der schlanken Kostenstruktur ist, dass sich Neuumsätze nahezu ungeschmälert im EBITDA bemerkbar machen. In der Folge ist eine stark steigende EBITDA-Marge zu beobachten. Nach Anlaufverlusten der ausländischen Tochtergesellschaften in den Jahren 2007 und 2008, konnte ab dem 1. HJ 2009 eine positive EBITDA-Marge erzielt werden, welche sich bis zum 2. HJ 2010 auf nunmehr 33,1 % erhöhte. Diese Entwicklung macht die hohe Attraktivität des Geschäftsmodells der F24 AG deutlich.



Quelle: Berechnungen GBC

Auch die Abschreibungen erfuhren in 2010 einen wesentlichen Rückgang, nachdem im GJ 2009 eine Goodwill-Abschreibung auf die Tochtergesellschaft tevia GmbH in Höhe von 0,26 Mio. € angefallen war. Auch das Zinsergebnis verbesserte sich im Zuge der planmäßigen Rückführung des bestehenden Bankdarlehens sowie dem höheren Cashbestand. Der Steueraufwand fiel indes auf Grund des gesteigerten Ergebnisses gegenüber dem Vorjahr erhöht aus, mit einer effektiven Steuerquote von 39,4 %. Der Steueraufwand ist indes ausschließlich auf die Muttergesellschaft zurückzuführen, da die Konzerntöchter noch über Verlustvorträge verfügen.

Die hohe Ergebnisqualität, gemessen an der Margenstärke des Unternehmens, führt im gleichen Zuge zu einer sehr starken Wertschöpfung. Dies drückt sich wiederum in Kapitalrenditen aus, welche auch im Vergleich zu anderen Unternehmen aus der Internet- und Softwarebranche als sehr hoch zu erachten sind. So erwirtschaftete die F24 AG im GJ 2010 eine Rendite auf das Eigenkapital in Höhe von 37,4 %. Die Rendite auf das gesamte eingesetzte Kapital (ROCE) lag mit 79,9 % sogar nochmals deutlich höher. Mit weiterhin steigenden Ergebnissen ist auch in den kommenden Jahren eine anhaltend hohe Kapitalverzinsung zu erwarten.



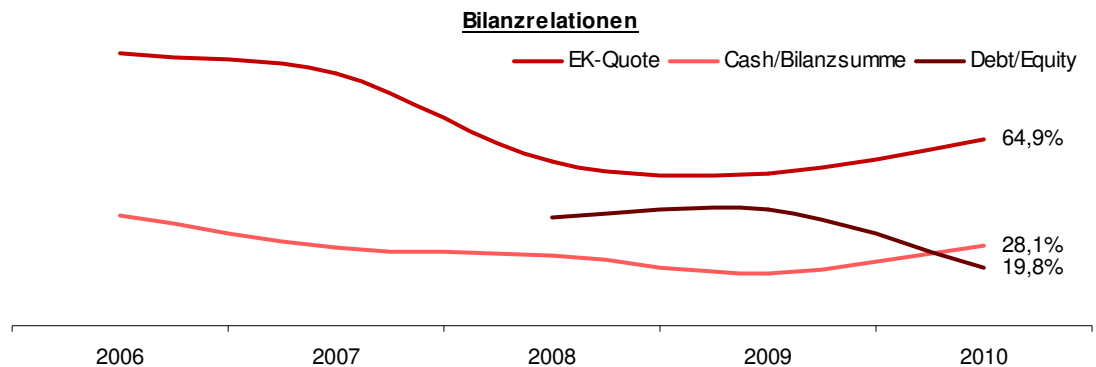
Quelle: Berechnungen GBC

Bilanzielle und finanzielle Entwicklung - Starke EK-Quote - hohe Liquidität

in Mio. €	GJ 2008	GJ 2009	GJ 2010
Eigenkapital	1,33	1,00	1,51
EK-Quote	56,7 %	53,0 %	64,9 %
Bankverbindlichkeiten	0,50	0,40	0,30
Operatives Anlagevermögen	1,30	0,88	0,70
Working Capital	-0,04	0,20	0,49
Liquide Mittel	0,57	0,33	0,65

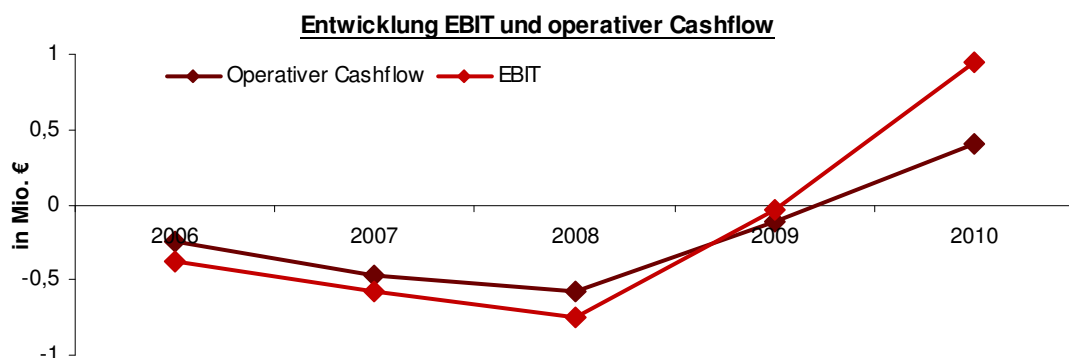
Quelle: F24, GBC

Kongruent zur operativen Entwicklung stellt sich auch das bilanzielle Bild sehr überzeugend dar. So verfügt die F24 AG mit 64,9 % über eine hohe Eigenkapitalquote, welche eine hohe Konstanz über die letzten drei Geschäftsjahre zeigte, mit einer leicht aufwärtsgerichteten Tendenz. Gleichzeitig reduzierten sich die Bankverbindlichkeiten über die letzten drei Jahre sukzessive. Das im Jahr 2008 aufgenommene KfW-Darlehen über 0,50 Mio. € wurde planmäßig um 0,10 Mio. € pro Jahr zurückgeführt. Der Verschuldungsgradmesser Debt/Equity reduzierte sich im Zuge dessen auf 19,8 % zum Ende des GJ 2010.



Quelle: Berechnung GBC

Ebenfalls bemerkenswert ist die Cashflow-Stärke der F24 AG. Während die Anlaufkosten bei den Auslandstöchtern noch zu einem negativen Cashflow bis zum Jahr 2009 führten, drehte sich dies im GJ 2010 schlagartig. Nach einem schon deutlich reduzierten Mittelabfluss aus der operativen Geschäftstätigkeit im GJ 2009 von -0,11 Mio. €, erwirtschaftete das Unternehmen nun im GJ 2010 einen klar positiven Cashflow in Höhe von bereits 0,40 Mio. €. Hiermit wird nochmals die gute Ergebnisqualität der F24 AG deutlich.



Quelle: Berechnung GBC

In der Folge erhöhte sich auch der Cashbestand im GJ 2010 weiter auf nunmehr 28,1 % der Bilanzsumme. Die Investitionstätigkeit war wie bereits im Vorjahr vernachlässigbar gering, so dass der Free-Cashflow nahezu das gleiche Niveau aufweist wie der operative Cashflow. Zudem reduziert sich das Anlagevermögen auf Grund der geringen Notwendigkeit von Investitionen, was zu dem Resultat zukünftig weiter steigender Kapitalrenditen zum Einen und einem hohen Ausschüttungspotenzial für Dividenden zum Anderen führt.

SWOT - ANALYSE F24 AG

Stärken

- Hohe Skalierbarkeit des Geschäftsmodells und damit stark steigende Margen möglich
- Profitabilität der Auslandstöchter im Jahr 2010 erreicht, weiter steigende Ergebnisbeiträge sind zu erwarten
- Starke Bilanz mit einer Eigenkapitalquote von 64,9 %
- Hohe Kundentreue und äußerst geringe Kündigungsquoten von nur 1-3 %
- Weiterentwicklungen des Kernproduktes FACT24 werden stetig vorangetrieben, was den durchschnittlichen Umsatz pro Kunden erhöht

Schwächen

- Noch kleine Unternehmensgröße
- Umsatz- und Ertragsziele des Conferencing-Produktes der Tochtergesellschaft tevia GmbH wurden nicht erreicht und das Geschäftsfeld als Konsequenz veräußert
- Entwicklung der Tochtergesellschaften in England und Tschechien verläuft weiterhin langsamer als die der Muttergesellschaft sowie der spanischen und französischen Tochter

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
- Eine weitere Internationalisierung des Geschäfts könnte zusätzliche Wachstumsimpulse bringen
- 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
- Der Versuch in weitere Märkte einzutreten könnte höhere Anlaufverluste verursachen als bislang erwartet und das Ergebnis stärker belasten als derzeit angenommen
- Die Weiterentwicklung des Kernproduktes FACT24 könnte die Marktnachfrage nicht treffen, was zu einer Verlangsamung des durchschnittlichen Umsatzwachstums pro Kunde führen bzw. den Vertriebsprozess erschweren könnte

Prognose und Modellannahmen - Weiteres Umsatzwachstum im In- und Ausland

In Mio. €	GJ 2010	GJ 2011e alt	GJ 2011e neu	GJ 2012e
Umsatzerlöse	3,69	4,75	4,40	5,75
EBITDA (Marge)	1,12 (30,5 %)	1,73 (36,4 %)	0,98 (22,2 %)	1,70 (29,6 %)
EBIT (Marge)	0,95 (25,7 %)	1,60 (33,7 %)	0,80 (18,2 %)	1,53 (26,5 %)
Konzernergebnis	0,57	1,10	0,50	1,02

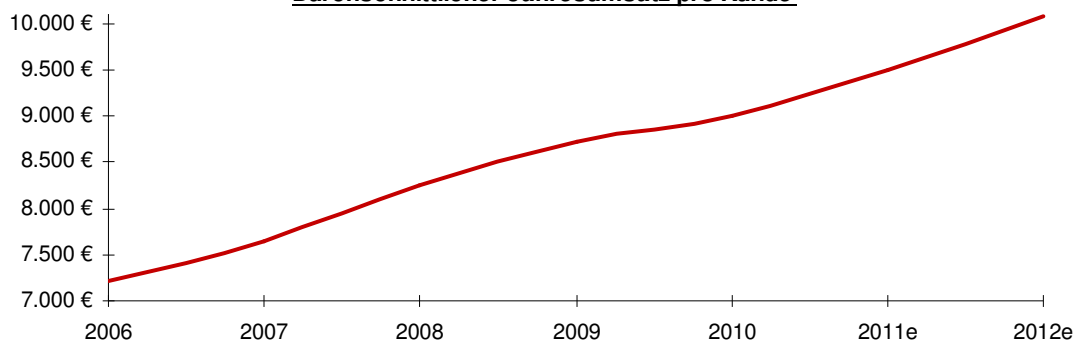
Quelle: GBC

Umsatzprognose - Umsatz pro Kunde legt weiter zu - Auslandsanteil steigt weiter

Mit einem Plus von 23,5 % im Jahr 2010 lag die Zahl der Kundenverträge zum Jahresende 2010 bei 426. Auch für das GJ 2011 gehen wir davon aus, dass die hohe Dynamik beim Kundenzuwachs beibehalten werden kann. Immerhin tragen inzwischen auch die Auslandstöchter, insbesondere in Spanien und Frankreich, einen maßgeblichen Anteil zu den Neuaufträgen bei. Im Zuge dessen gehen wir von einem erneuten Zuwachs der Kundenverträge um 17,4 % auf dann 500 aus.

Gleichzeitig ist zu erwarten, dass sich auch in 2011 der durchschnittliche Jahresumsatz pro Kunde weiter erhöht. Dieser Trend konnte bereits in den vergangenen Jahren betrachtet werden und ist unter anderem auf eine kontinuierliche Weiterentwicklung des Kernproduktes FACT24 zurückzuführen. So entschieden sich beispielsweise seit Einführung der neuen High-End-Version *FACT24 ultimate* im April 2010 bereits 28 % aller Neukunden für die hochwertigere und damit auch hochpreisigere Lösung. Dies führt dazu, dass der durchschnittliche Umsatz je Neuauftrag seit der Einführung von *FACT24 ultimate* bereits um 25 % oberhalb des Vergleichszeitraums im Vorjahr lag.

Durchschnittlicher Jahresumsatz pro Kunde



Quelle: Berechnung GBC

Diese Faktoren sollten auch im GJ 2011 dazu führen, dass weiter steigende Umsatzerlöse erzielt werden können. Darüber hinaus ist auch davon auszugehen, dass die Wachstumsdynamik anhaltend hoch bleibt. Durch die steigenden Jahresumsätze pro Kunde erwarten wir erneut eine leicht überproportionale Entwicklung der Umsatzerlöse zum Anstieg bei den Kundenverträgen. Wir erwarten einen Anstieg um 19,4 % auf dann 4,40 Mio. €. Damit entsprechen unsere Erwartungen der vom Management ausgesprochenen Umsatz-Guidance in Höhe von „etwa 20 %“.

Für 2012 erwarten wir dann eine Steigerung um sogar 30,7 % auf 5,75 Mio. €, was insbesondere im Zuge des steigenden Umsatzanteils der Auslandstöchter zu sehen ist. Insgesamt erwarten wir einen Anstieg der Kundenverträge auf 640 Stück, sowie eine weitere Verbesserung der durchschnittlichen Umsatzerlöse pro Kunde.

Ergebnisprognose - Entwicklungskosten belasten 2011 vorübergehend

Um die Marktstellung weiter auszubauen, die Wettbewerbsposition zu stärken und die Umsatzerlöse pro Kundenvertrag weiter zu steigern, wird die F24 AG im GJ 2011 „deutlich“ in die Entwicklung des Kernproduktes FACT24 investieren. Dabei soll die Software noch weiter in Richtung Krisenmanagement erweitert werden. Die Entwicklungsleistungen der vergangenen Jahre haben gezeigt, dass neue Funktionen dazu beitragen die Attraktivität des

Produktes zu erhöhen und bei den Kunden auf hohe Resonanz treffen. So übersteigen die Umsätze aus den Neuentwicklungen des vergangenen Jahres bereits jetzt schon Entwicklungsaufwendungen, die hierfür angefallen waren.

Im Zuge der verstärkten Entwicklungsaufwendungen wird im GJ 2011 der Personalbestand erweitert werden, was dazu führen sollte, dass der Personalaufwand einen in etwa proportionalen Anstieg zu den Umsatzerlösen auf dann 2,10 Mio. € erfahren wird. Zudem werden zur Weiterentwicklung von FACT24 externe Entwicklungskapazitäten herangezogen, was sich in einer deutlichen Erhöhung der sonstigen betrieblichen Aufwendungen auf dann 1,20 Mio. € bemerkbar machen sollte.

Insgesamt erwarten wir damit, dass die Entwicklungsaufwendungen im GJ 2011 um 0,40 Mio. € erhöht ausfallen werden, verglichen mit 2010. Die Aufwendungen sind jedoch zum Großteil als einmalig zu erachten, so dass bereits in 2012 eine Rückkehr der Entwicklungsaufwendungen zum Umsatz auf das Niveau des Geschäftsjahres 2010 zurückkehren sollte (siehe Grafik).



Quelle: Berechnung GBC

Entsprechend der erhöhten Entwicklungsaufwendungen erwarten wir für das GJ 2011 ein leicht niedrigeres EBITDA im Vergleich zum Vorjahr. Mit 0,98 Mio. € gehen wir von einem Rückgang um 13,2 % aus. Jedoch wird die EBITDA-Marge laut Guidance des Vorstands oberhalb der 20-Prozent-Marke gehalten werden. Gemäß unseren Prognosen ist eine EBITDA-Marge von 22,2 % zu erwarten. Die Entwicklungsaufwendungen werden indes vollständig aus dem Cashflow bezahlt werden, so dass keine Fremdfinanzierung notwendig ist. Auf Grund niedrigerer Steueraufwendungen im Zuge der Entwicklungsaufwendungen in der Muttergesellschaft sollte der Steueraufwand im GJ 2011 spürbar zurückgehen. Nach 0,37 Mio. € in 2010 erwarten wir nun 0,29 Mio. €. In der Konsequenz ergibt sich ein erwarteter Jahresüberschuss in Höhe von 0,50 Mio. € und damit leicht um 10 % unterhalb des Ergebnisses in 2010.

Die verstärkten Entwicklungsleistungen des Jahres 2011 werden sich nicht nur auf der Umsatzseite auswirken, sondern erwartungsgemäß im GJ 2012 auch für einen Ergebnissprung sorgen. So gehen wir davon aus, dass bei der EBITDA-Marge wieder auf die Niveaus des Jahres 2010 von ca. 30 % zurückgekehrt werden kann, was einen absoluten EBITDA-Wert von 1,70 Mio. € ergibt. Nach Steuern sollte im Zuge dessen mit 1,02 Mio. € erstmalig ein Nettoergebnis oberhalb der 1-Million-Euro-Marke erreicht werden können. Bei einem entsprechenden Ergebnis pro Aktie von 0,42 € gehen wir dann zudem von einer kräftigen Erhöhung der Dividende auf 0,30 € aus, woraus sich auf dem aktuellen Kursniveau eine Dividendenrendite von 4,8 % errechnet.

Im GJ 2012 plant das Unternehmen zudem die Expansion ins Ausland weiter voranzutreiben. Während die F24 AG derzeit in Spanien, Frankreich, Tschechien und Großbritannien aktiv ist, sollen in 2012 mit Brasilien und den USA zwei weitere attraktive Märkte hinzugekommen werden. Diese Expansionsplanung haben wir bereits in unserer Ergebniserwartung für das GJ 2012 berücksichtigt. Für die Expansion werden voraussichtlich 0,40-0,50 Mio. € erhöhte Aufwendungen anfallen, jeweils hälftig für Personal und einmalige Anlaufkosten. Aus diesem Grund erwarten wir auch für 2012 einen weiter steigenden Personalaufwand sowie gegenüber 2011 nur leicht rückläufige sonstige betriebliche Aufwendungen. Durch den erwarteten Umsatzsprung ist eine Rückkehr zu den Margenniveaus aus dem GJ 2010 (EBITDA-Marge ~30 %) jedoch dennoch zu erwarten.

Bewertung

DCF-Bewertung

Modellannahmen

Die F24 AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2011 und 2012 in Phase 1 (siehe Seiten 7-8), erfolgt von 2013 bis 2018 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 10,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 29,6 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 32 % 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 2,0 %.

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

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 10,32 % (bisher: 10,07 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 10,32 % (bisher: 9,71 %).

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 10,32 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2011 entspricht als **Kursziel 7,00 €**. Damit haben wir das bisherige Kursziel von 6,03 € um ca. +16 % nach oben hin angepasst. Die Anpassung des Kursziels trägt dabei insbesondere den guten Resultaten des Geschäftsjahres 2010 sowie den Aussichten auf die Geschäftsjahre 2011 und 2012 Rechnung. Dies kompensiert den leichten Anstieg der Eigenkapitalkosten im Zuge der Erhöhung des risikolosen Zinssatzes.

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	29,6%	ewige EBITA - Marge	25,0%
AFA zu operativen Anlagevermögen	35,0%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	20,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Tsd. EUR	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 2011e	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e	GJ 2018e	
Umsatz (US)	4400,00	5750,00	6325,00	6957,50	7653,25	8418,58	9260,43	10186,48	
US Veränderung	19,4%	30,7%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	7,93	11,50	15,81	15,81	15,81	15,81	15,81	15,81	
EBITDA	975,00	1700,00	1872,20	2059,42	2265,36	2491,90	2741,09	3015,20	
EBITDA-Marge	22,2%	29,6%	29,6%	29,6%	29,6%	29,6%	29,6%	29,6%	
EBITA	800,00	1525,00	1697,20	1919,42	2111,36	2322,50	2554,75	2810,22	
EBITA-Marge	18,2%	26,5%	26,8%	27,6%	27,6%	27,6%	27,6%	27,6%	25,0%
Steuern auf EBITA	-293,67	-502,47	-543,10	-614,21	-675,64	-743,20	-817,52	-899,27	
zu EBITA	36,7%	32,9%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	506,33	1022,53	1154,10	1305,21	1435,73	1579,30	1737,23	1910,95	
Kapitalrendite	42,7%	87,8%	88,4%	78,4%	78,4%	78,4%	78,4%	78,4%	67,7%
Working Capital (WC)	610,00	805,00	1265,00	1391,50	1530,65	1683,72	1852,09	2037,30	
WC zu Umsatz	13,9%	14,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	
Investitionen in WC	-125,00	-195,00	-460,00	-126,50	-139,15	-153,07	-168,37	-185,21	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	555,00	500,00	400,00	440,00	484,00	532,40	585,64	644,20	
AFA auf OAV	-175,00	-175,00	-175,00	-140,00	-154,00	-169,40	-186,34	-204,97	
AFA zu OAV	31,5%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	
Investitionen in OAV	-30,00	-120,00	-75,00	-180,00	-198,00	-217,80	-239,58	-263,54	
Investiertes Kapital	1165,00	1305,00	1665,00	1831,50	2014,65	2216,12	2437,73	2681,50	
EBITDA	975,00	1700,00	1872,20	2059,42	2265,36	2491,90	2741,09	3015,20	
Steuern auf EBITA	-293,67	-502,47	-543,10	-614,21	-675,64	-743,20	-817,52	-899,27	
Investitionen gesamt	-155,00	-315,00	-535,00	-306,50	-337,15	-370,87	-407,95	-448,75	
Investitionen in OAV	-30,00	-120,00	-75,00	-180,00	-198,00	-217,80	-239,58	-263,54	
Investitionen in WC	-125,00	-195,00	-460,00	-126,50	-139,15	-153,07	-168,37	-185,21	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	526,33	882,53	794,10	1138,71	1252,58	1377,83	1515,62	1667,18	21162,46
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	16308,27	17108,99							
Barwert expliziter FCFs	5668,13	5370,64							
Barwert des Continuing Value	10640,13	11738,35							
Nettoschulden (Net debt)	-461,82	-856,25							
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00							
Wert des Eigenkapitals	16770,09	17965,23							
Fremde Gewinnanteile	47,26	50,63							
Wert des Aktienkapitals	16817,35	18015,86							
Ausstehende Aktien in Tsd.	2403,000	2403,000							
Fairer Wert der Aktie in EUR	7,00	7,50							

Kapitalkostenermittlung :

risikolose Rendite	3,3%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,29
Eigenkapitalkosten	10,3%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	4,5%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	28,7%
WACC	10,3%

Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR

Kapitalrendite	WACC				
	9,3%	9,8%	10,3%	10,8%	11,3%
47,7%	6,30	5,95	5,65	5,38	5,15
57,7%	7,12	6,69	6,32	6,00	5,72
67,7%	7,93	7,43	7,00	6,62	6,28
77,7%	8,75	8,17	7,67	7,23	6,85
87,7%	9,57	8,91	8,35	7,85	7,41

Fazit

Rekordumsatz- und Ergebnis im GJ 2010 - weiteres Wachstum im In- und Ausland zu erwarten - Kursziel auf 7,00 € erhöht - Rating KAUFEN bestätigt

Das Geschäftsjahr 2010 war für die F24 AG ein Rekordjahr. Mit einer weiteren dynamischen Steigerung um 24,0 % konnten Umsatzerlöse in Höhe von 3,69 Mio. € und damit das höchste Niveau in der Unternehmensgeschichte erreicht werden. Dabei haben auch die Auslandsgesellschaften weiter an Bedeutung gewonnen, die inzwischen 28 % der Umsatzerlöse beisteuern.

Die Umsatzsteigerung konnte zudem ohne einen wesentlichen Ausbau der Fixkostenbasis erreicht werden. So waren beispielsweise die Personalkosten gegenüber 2009 sogar leicht rückläufig. Dies macht die hohe Skalierbarkeit des Geschäftsmodells der F24 AG deutlich. Entsprechend erhöht jeder neu gewonnene Umsatz nahezu ungeschmälert das Ergebnis. Daher fiel der Ergebnisanstieg im GJ 2010 sehr dynamisch aus. Das EBITDA wurde deutlich überproportional auf nunmehr 1,12 Mio. € gesteigert, nach einem Wert von 0,41 Mio. € im Vorjahr. Dies entspricht einer Steigerung um 176,6 %. Gleichzeitig legte die EBITDA-Marge auf nunmehr 30,5 % zu, was die hohe Skalierbarkeit nochmals unterstreicht. Unsere Ergebnisprognosen für das GJ 2010 hat das Unternehmen damit zudem deutlich übertroffen.

Aber auch für die kommenden Jahre ist eine anhaltende Dynamik bei der Umsatz- und Ergebnisentwicklung zu erwarten. So wird das Umsatzwachstum zum Einen durch die steigende Zahl an Kundenverträgen und zum Anderen durch die steigenden Umsatzerlöse pro Kunde begünstigt. Daher erwarten wir auch für 2011 einen Umsatzzuwachs um 19,4 % auf dann 4,40 Mio. €.

Beim Ergebnis ist indes in 2011 zunächst nicht von einer Steigerung auszugehen, was im Zusammenhang mit verstärkten Entwicklungsaufwendungen zu sehen ist. Im Rahmen einer Entwicklungsoffensive soll das Kernprodukt FACT24 weiter verbessert und der Mehrwert für die Kunden erhöht werden. Daher erwarten wir in 2011 einmalige erhöhte Entwicklungskosten in Höhe von insgesamt 0,60 Mio. €. Das EBITDA sollte dennoch mit 0,98 Mio. € nur leicht rückläufig sein, bei einer EBITDA-Marge von 22,2 %.

Die Weiterentwicklung sowie das Kundenwachstum im In- und Ausland werden in 2012 dann voraussichtlich zu einem merklichen Umsatzsprung auf 5,75 Mio. € führen, verbunden mit einer Steigerung der EBITDA-Marge auf dann wieder knapp 30 %. Netto erwarten wir in 2012 gleichzeitig erstmalig das Überschreiten der Schwelle von 1 Mio. €. Dieses gute Ergebnis sollte erreicht werden können, obwohl in 2012 eine Expansion der Auslandsaktivitäten geplant ist. Als neue Märkte sollen dann auch Brasilien und die USA hinzukommen, was das Ergebnis 2012 voraussichtlich durch Anlaufinvestitionen in Höhe von 0,40-0,50 Mio. € belasten wird.

Insgesamt ist die Entwicklung im GJ 2010 in unseren Augen sehr zufriedenstellend gewesen. Auch für das laufende und kommende Geschäftsjahr sind unsere Erwartungen sehr optimistisch. Die hohe Skalierbarkeit des Geschäftsmodells ist dabei ein Hauptgrund der weiterhin hohen Wachstumserwartung bei Umsatz und Ergebnis. Im Zuge dessen ist es dem Unternehmen möglich, nachhaltig sehr attraktive Margenniveaus, Cashflows und Kapitalrenditen zu erzielen. Daher relativiert sich in unseren Augen auch die scheinbar hohe Bewertung der Aktie, mit einem KGV von 14,7 für das GJ 2012, deutlich. Vielmehr können wir ein noch solides Aufwärtspotenzial für die Aktie der F24 AG ausmachen. Nach einem bisherigen Kursziel von 6,03 € haben wir angesichts der starken Geschäftsentwicklung und des stabilen Ausblicks nun einen fairen Wert von 7,00 € ermittelt. Bei einem Kurspotenzial von über 10 % behalten wir unser bisheriges Rating KAUFEN weiterhin bei.

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), Stellv. Chefanalyst

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