



## **Researchstudie (Anno)**



COMMUNICATIONS-SERVICES

## **Ergebnisprognosen 2011 übertroffen - Kursziel deutlich angehoben**

**Rating: KAUFEN**

**Fairer Wert: 11,40 €**

---

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



**F24 AG \*5**

**Rating: Kaufen**

**Kursziel: 11,40**

aktueller Kurs: 7,12  
25.4.2012 / FFM

Währung: EUR

**Stammdaten:**

ISIN: DE000A0F5WM7

WKN: A0F5WM

Börsenkürzel: F2Y

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

Marketcap<sup>3</sup>: 17,11  
EnterpriseValue<sup>3</sup>: 16,62  
<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 24,0 %

Transparenzlevel:  
m:access

Marktsegment:  
Freiverkehr

Rechnungslegung:  
HGB

Geschäftsjahr: 31.12

**Analysten:**

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

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

\* Katalog möglicher  
Interessenskonflikte auf  
Seite V

**Unternehmensprofil**

Branche: Software

Fokus: Störfall- und Krisenmanagement

Mitarbeiter: 21 Stand: 31.12.2011

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, BNP Paribas, BP, Daimler, EADS, E.ON, Exxon Mobil, IBM, Linde, Lufthansa, Merck, RWE, SAP oder Societè Generale zählen zu den Kunden von F24. Darüber hinaus hält die F24 AG 100 %-Beteiligungen an der F24 IT-Services GmbH und fünf Vertriebsgesellschaften in Großbritannien, Frankreich, Spanien, Tschechien und den USA.

**Daten & Prognosen**

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012e	31.12.2013e
Umsatz	3,69	4,29	5,35	6,70
EBITDA	1,12	1,05	1,51	2,10
EBIT	0,95	0,89	1,35	1,95
Jahresüberschuss	0,57	0,60	0,91	1,32

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	0,24	0,25	0,38	0,55
Dividende je Aktie	0,17	0,17	0,25	0,40

Kennzahlen				
EV/Umsatz	4,55	3,88	3,11	2,48
EV/EBITDA	14,92	15,87	11,00	7,91
EV/EBIT	17,69	18,73	12,31	8,52
KGV	30,23	28,47	18,74	12,92
KBV		10,10		

**Finanztermine:**

**Datum: Ereignis**  
12.06.2012: Hauptversammlung  
23.08.2012: Veröffentlichung HJ-Bericht  
11.10.2012: m:access Analystenkonferenz  
06.12.2012: 14. MKK, München

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

**Datum: Veröffent. / Kursziel in EUR / Rating**  
14.2.2012: RG / 8,00 / KAUFEN  
5.9.2011: RG / 8,00 / KAUFEN  
31.8.2011: RS / 8,00 / KAUFEN  
13.4.2011: RS / 7,00 / KAUFEN  
6.4.2011: RG / HALTEN

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

# Inhaltsangabe

## Unternehmen

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

## Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick .....	2
Geschäftsentwicklung 2011.....	3
Umsatzentwicklung.....	3
Ergebnisentwicklung.....	4
Bilanzielle und finanzielle Situation.....	5
SWOT-Analyse F24 AG.....	6
Prognose und Modellannahmen.....	7
Umsatzprognosen.....	7
Ergebnisprognosen.....	8

## Bewertung/ Fazit

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

## Anhang

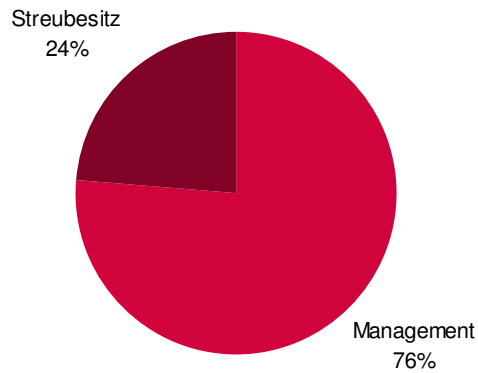
Disclaimer und Haftungsausschluss .....	III
Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34 b WpHG.....	V

# Unternehmen

## Aktionärsstruktur

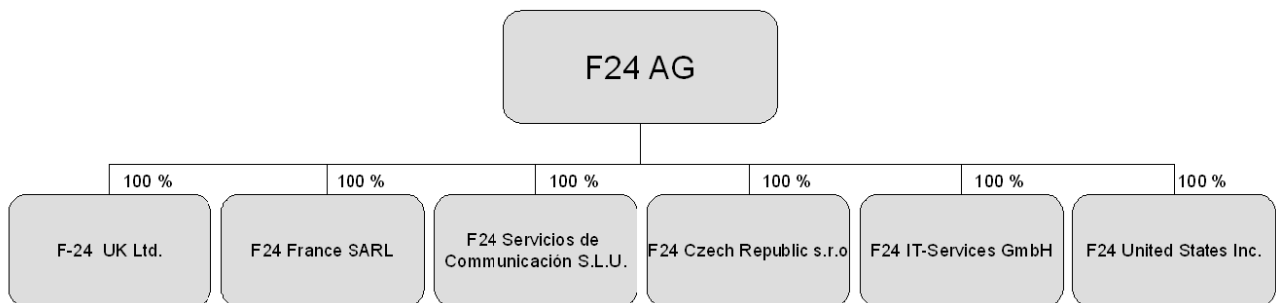
### Aktionärsstruktur 31.12.2011

Aktionär	Anteil
Management	76 %
Streubesitz	24 %
Summe	100 %



Quelle: F24, GBC

## Konsolidierungskreis



Quelle: F24, GBC

## Wichtige Kunden



Quelle: F24

## Unternehmensentwicklung & Prognose

### Zahlen im Überblick

GuV (in Tsd. €)	GJ 2010	in %	GJ 2011	in %	GJ 2012	in %	GJ 2013	in %
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>3685,000</b>	<b>100,0%</b>	<b>4285,000</b>	<b>100,0%</b>	<b>5350,000</b>	<b>100,0%</b>	<b>6700,000</b>	<b>100,0%</b>
Sonstige betriebliche Erträge	66,000	1,8%	100,000	2,3%	0,000	0,0%	0,000	0,0%
Materialaufwand	-127,000	-3,4%	-118,000	-2,8%	-130,000	-2,4%	-150,000	-2,2%
Personalaufwand	-1717,000	-46,6%	-2015,000	-47,0%	-2515,000	-47,0%	-3000,000	-44,8%
Abschreibungen	-176,000	-4,8%	-160,000	-3,7%	-160,000	-3,0%	-150,000	-2,2%
sonstige betr. Aufwendungen	-784,000	-21,3%	-1205,000	-28,1%	-1195,000	-22,3%	-1450,000	-21,6%
Finanzergebnis	-15,000	-0,4%	-9,000	-0,2%	-7,200	-0,1%	-2,400	0,0%
<b>Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit</b>	<b>932,000</b>	<b>25,3%</b>	<b>878,000</b>	<b>20,5%</b>	<b>1342,800</b>	<b>25,1%</b>	<b>1947,600</b>	<b>29,1%</b>
Ertragssteuern	-367,000	-10,0%	-277,000	-6,5%	-429,696	-8,0%	-623,232	-9,3%
Minderheitenanteile	1,000	0,0%	0,000	0,0%	0,000	0,0%	0,000	0,0%
<b>Konzernergebnis</b>	<b>566,000</b>	<b>15,4%</b>	<b>601,000</b>	<b>14,0%</b>	<b>913,104</b>	<b>17,1%</b>	<b>1324,368</b>	<b>19,8%</b>
EBITDA	1123,00		1047,00		1510,00		2100,00	
in %	30,5 %		24,4 %		28,2 %		31,3 %	
EBIT	947,00		887,00		1350,00		1950,00	
in %	25,7 %		20,7 %		25,2 %		29,1 %	
Ergebnis je Aktie in €	0,24		0,25		0,38		0,55	
Dividende je Aktie in €	0,17		0,17		0,25		0,40	

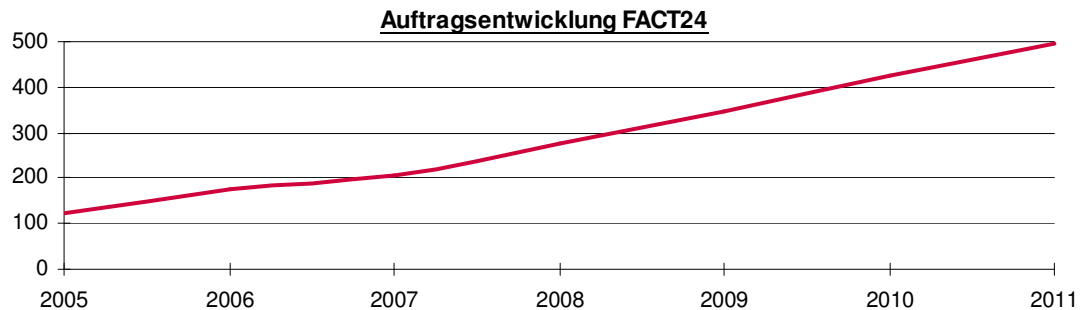
## Geschäftsentwicklung 2011 - Ergebnisse über unseren Erwartungen

In Mio. €	GJ 2010	GJ 2011e GBC	GJ 2011a	Delta 2010/2011
<b>Umsatzerlöse</b>	3,69	4,40	4,29	+16,3 %
<b>EBITDA (Marge)</b>	1,12 (30,5 %)	0,98 (22,2 %)	1,05 (24,4 %)	-6,8 % (-6,1 Pp.)
<b>EBIT (Marge)</b>	0,95 (25,7 %)	0,80 (18,2 %)	0,89 (20,7 %)	-6,3 % (-5,0 Pp.)
<b>Konzernergebnis</b>	0,57	0,50	0,60	+6,2 %

Quelle: F24, GBC

### Umsatzentwicklung - Umsätze steigen erneut überproportional zu Aufträgen

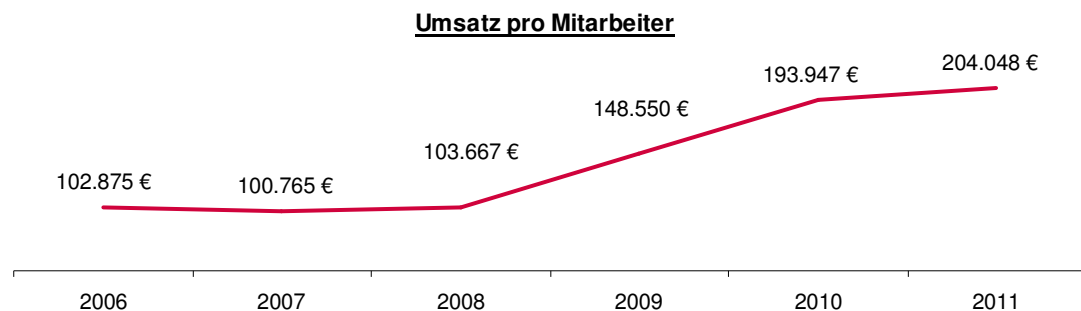
Die F24 AG konnte auch im abgelaufenen GJ 2011 die dynamische Entwicklung der Vorjahre fortsetzen. So konnten im Jahresverlauf erneut 68 neue Kundenverträge generiert werden, so dass das Gesamtvolumen an Kundenverträgen zum Ende des Jahres 2011 auf 494 anstieg. Dies entspricht einem Zuwachs gegenüber dem Vorjahr um 16,1 %. Die grafische Betrachtung der Entwicklung der Kundenverträge über die vergangenen Jahre macht deutlich, dass diese sehr stetig ansteigend war. Die gesteigerte Dynamik seit dem Jahr 2007 ist indes auf die Etablierung der Auslandsgesellschaften im Anschluss an den Börsengang im Jahr 2006 zurückzuführen gewesen.



Quelle: F24, GBC

Im Zuge der anhaltend starken Wachstumsraten bei den Kundenverträgen konnte die F24 AG die Umsatzerlöse mit dem Kernprodukt FACT24 erneut deutlich steigern. Der Zuwachs lag hier im GJ 2011 bei 20,9 % auf 4,19 Mio. €. Damit erreichte das Unternehmen im fünften Jahr in Folge überproportional steigende Umsatzerlöse im Verhältnis zu den Kundenverträgen. Diese Tatsache ist Ausdruck des hohen Anteils wiederkehrender Umsatzerlöse, bei einer gleichzeitig hohen Kundentreue von rund 98 %, weshalb sich neu gewonnene Kundenverträge zu den bestehenden monatlichen Erlösen hinzu kumulieren. Auch die stetige Verbesserung des Produktes FACT24 macht sich hierbei bemerkbar.

Die aus den wiederkehrenden Umsatzerlösen herrührende Skalierbarkeit des Geschäftsmodells drückt sich auch in den Umsatzerlösen pro Mitarbeiter aus. Insbesondere in den Jahren nach der Internationalisierung konnte die Mitarbeiterproduktivität signifikant verbessert werden, was ein wesentlicher Treiber für die Ergebnisentwicklung ist.

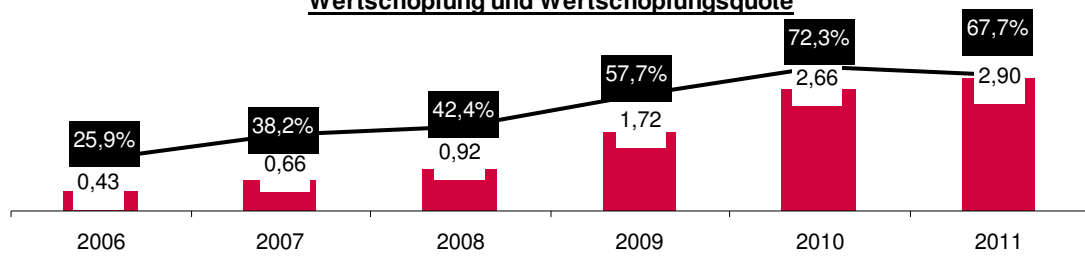


Quelle: F24, GBC

Unsere Umsatzprognose von 4,40 Mio. € wurde im GJ 2011 nicht ganz erreicht. Die Abweichung von 2,3 % ist jedoch geringfügig, so dass wir das Resultat als sehr zufriedenstellend einschätzen. Weiterhin bestätigt sich auch der dynamische Wachstumskurs der F24 AG.

Ergebnisentwicklung - erneut gesteigerte Wertschöpfung und Kapitalrenditen

**Wertschöpfung und Wertschöpfungsquote**



Quelle: F24, GBC

Die hohe Skalierbarkeit des Geschäftsmodells der F24 AG schlägt sich auch in einer hohen Wertschöpfung nieder, der Differenz aus Produktionswert und Vorleistungen. Über die vergangenen Jahre konnte diese stetig gesteigert werden und lag mit 2,90 Mio. € im GJ 2011 auf dem höchsten Niveau der Unternehmensgeschichte. Die Wertschöpfungsquote (Wertschöpfung/Umsatz) spiegelt mit rund 70 % die starke Positionierung des Unternehmens wider und begründet die hohen Margenniveaus, welche das Unternehmen erzielt.

So lag die EBIT-Marge im GJ 2011 bei 20,7 % und damit leicht unterhalb des Vorjahresniveaus (GJ 2010: 25,7 %). Auch das absolute EBIT war von einem leichten Rückgang um 6,3 % auf 0,89 Mio. € geprägt.

Hintergrund dieses moderaten Rückgangs beim EBIT ist ein erhöhter Entwicklungsaufwand im abgelaufenen GJ 2011. So wurden insgesamt 0,60 Mio. € in die Weiterentwicklung des Kernproduktes FACT24 investiert, um dieses den gesteigerten Anforderungen im Rahmen der steigenden Kundenzahlen, Komplexität der Anforderungen und Internationalisierung anzupassen.

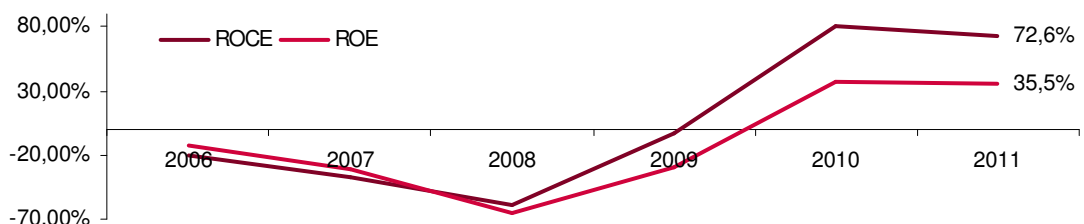
Die 0,60 Mio. € verteilen sich dabei jeweils zur Hälfte auf eigene Entwicklungskosten sowie auf externe Entwicklungskosten. Während die eigenen Entwicklungskosten den Personalaufwand ansteigen ließen, finden sich die externen Entwicklungsaufwendungen in den sonstigen betrieblichen Aufwendungen wieder. Der Anstieg in beiden Positionen gegenüber dem Vorjahr ist maßgeblich auf die Entwicklungsleistungen zurückzuführen.

Bereinigt um die externen Entwicklungsleistungen wäre EBIT und EBIT-Marge deutlich höher ausgefallen. Bereinigt um die externen Entwicklungsleistungen hätte sich ein EBIT von 1,19 Mio. € sowie eine EBIT-Marge von 27,8 % ergeben.

Die Entwicklungsaufwendungen waren jedoch, auch in dieser Höhe, in unseren Schätzungen berücksichtigt, weshalb wir den leichten Rückgang gegenüber 2010 bereits antizipiert haben. Dennoch konnte die F24 AG unsere Prognosen auf allen Ergebnisstufen übertreffen. Trotz der vergleichsweise hohen Entwicklungsaufwendungen konnte die F24 AG damit sehr starke Ergebniszahlen aufweisen, was die starke Ertragskraft des Unternehmens eindrucksvoll unterstreicht.

Die Ertragskraft der F24 AG spiegelt sich auch in den Kapitalrenditen wider. So konnte erneut eine Rendite auf das eingesetzte Kapital (ROCE) in einer Größenordnung von über 70 % erwirtschaftet werden. Auch die Eigenkapitalrendite lag mit über 35 % auf einem anhaltend hohen Niveau.

**Entwicklung der Kapitalrenditen**



Quelle: F24, GBC



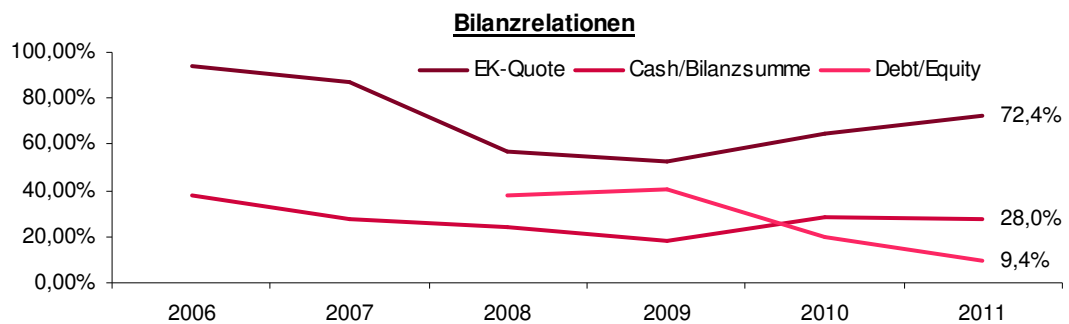
## Bilanzielle und finanzielle Situation - hohe EK-Quote trotz konservativer Bilanzierung

in Mio. €	GJ 2009	GJ 2010	GJ 2011
Eigenkapital	1,00	1,51	1,69
<i>EK-Quote</i>	53,0 %	64,9 %	72,4 %
Bankverbindlichkeiten	0,40	0,30	0,16
Operatives Anlagevermögen	0,88	0,70	0,57
Working Capital	0,20	0,49	0,65
Liquide Mittel	0,33	0,65	0,65

Quelle: F24, GBC

Bilanziell zeigt sich bei der F24 AG ebenfalls ein unverändert positives Bild. Die Eigenkapitalquote konnte, nachdem diese durch die Expansion ins Ausland nach dem Börsengang rückläufig war, über die vergangenen beiden Geschäftsjahre wieder deutlich gesteigert werden. Während diese noch Ende 2009 bei 53,0 % lag, erhöhte sich die Eigenkapitalquote inzwischen wieder auf 72,4 %.

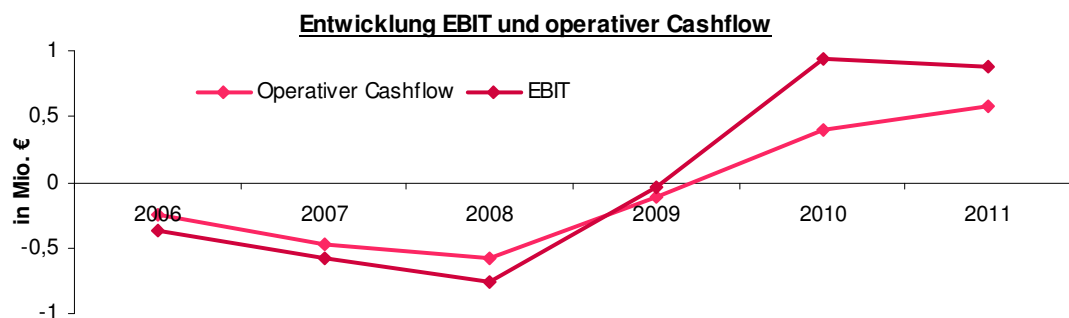
Hingegen verfügt das Unternehmen über einen nur geringen Anteil an Bankverbindlichkeiten. Das ehemals mit 0,50 Mio. € ausgegebene KfW-Darlehen steht derzeit nur noch mit 0,16 Mio. € zu Buche. Bis Ablauf des GJ 2013 sollte auch dieser verbleibende Teil zurückgeführt werden.



Quelle: F24, GBC

Trotz der hohen Investitionen in die Produktentwicklung war auch in 2011 ein rückläufiges operatives Anlagevermögen zu beobachten. Hintergrund dabei ist die Tatsache, dass die Entwicklungsleistungen nicht aktiviert wurden, sondern im vollen Umfang in 2012 als Aufwand gebucht wurden. Dies ist ein sehr konservatives Vorgehen, das wir sehr begrüßen, da es die Aussagekraft der Ergebnis- und Bilanzkennzahlen sowie des Cashflows verbessert.

Trotz der hohen Aufwendungen für Entwicklungsleistungen erreichte die F24 AG einen operativen Cashflow in Höhe von 0,58 Mio. € und markierte einen neuen Höchstwert in der Unternehmenshistorie. Zudem reicht der operative Cashflow, wie bereits in den Vorjahren, sehr nahe an das EBIT-Niveau heran, was die hohe Ergebnisqualität der F24 AG zum Ausdruck bringt. Mit dem Absinken der Entwicklungsaufwendungen in den kommenden Perioden sollte sich das Verhältnis und damit die Ergebnisqualität noch deutlicher abzeichnen.



Quelle: F24, GBC

## SWOT - ANALYSE F24 AG

### Stärken

- Hohe Skalierbarkeit des Geschäftsmodells ermöglichen zweistellige Margenniveaus
- Internationalisierung des Geschäftsmodells hat sich als erfolgreich bewährt. Auslandstochter tragen inzwischen rund ein Drittel zu den Konzernumsatzerlösen bei
- Konservative Bilanzierung und starke Ergebnisqualität
- Hohe Kundentreue und äußerst geringe Kündigungsquoten von nur rund 2 %
- Weiterentwicklungen des Kernproduktes FACT24 werden stetig vorangetrieben, was den durchschnittlichen Umsatz pro Kunden erhöht

### Schwächen

- Noch kleine Unternehmensgröße
- Trotz der ebenfalls guten Umsatzentwicklung der Tochtergesellschaften in England und Tschechien ist die Umsatzbasis noch deutlich niedriger als die der spanischen und französischen Tochtergesellschaften
- Durch den geringen Free-Float von 24 % ist die Fungibilität der Aktie eingeschränkt

### 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 Etablierung des Partnervertriebes könnte das Wachstumstempo bei der Neukundengewinnung nochmals beschleunigen
- Die fortgesetzte Expansion des Geschäftsmodells in die USA sollte zusätzliche Wachstumsimpulse bringen
- Die Nachfrage nach den Produkten der F24 hat sich in der Vergangenheit als konjunkturunabhängig erwiesen, was auch in kommenden Rezessionsphasen stützend wirken könnte

### 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 - weiterhin starkes Wachstum erwartet

In Mio. €	GJ 2011	GJ 2012e alt	GJ 2012e neu	GJ 2013e
<b>Umsatzerlöse</b>	4,29	5,75	5,35	6,70
<b>EBITDA (Marge)</b>	1,05 (24,4 %)	1,70 (29,6 %)	1,51 (28,2 %)	2,10 (31,3 %)
<b>EBIT (Marge)</b>	0,89 (20,7 %)	1,53 (26,5 %)	1,35 (25,2 %)	1,95 (29,1 %)
<b>Konzernergebnis</b>	0,60	1,02	0,91	1,32

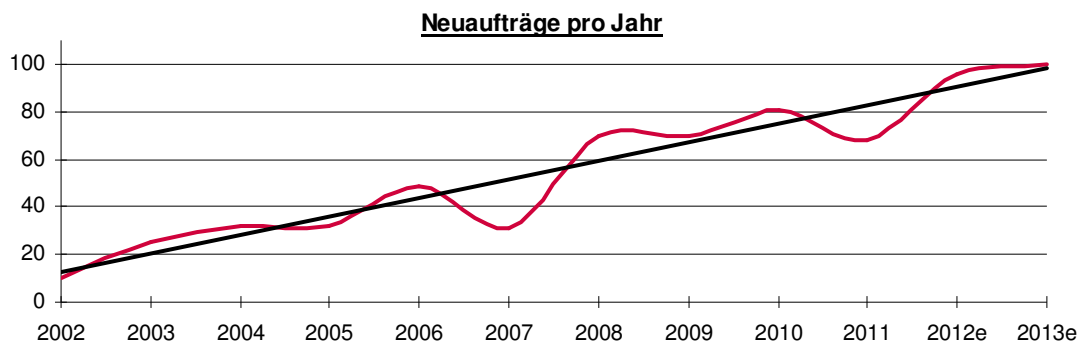
Quelle: Berechnungen GBC

### Umsatzprognosen - Auslandsexpansion und Partnervertrieb forcieren Wachstum

Zum Ende des GJ 2011 konnte die F24 AG ihren Bestand an Neukundenverträgen auf 494 steigern. Damit sind 68 neue Kundenverträge abgeschlossen worden, etwas weniger als im Jahr zuvor. Für das laufende GJ 2012 gehen wir davon aus, dass sich die Dynamik bei den Neukundenverträgen leicht erhöht. So erwarten wir in diesem Jahr einen Zuwachs um 96 Aufträge auf dann 590.

Hierbei erwarten wir, dass eine Vielzahl von Faktoren eine Rolle spielt. Der wohl deutlichste Beitrag sollte bei den verstärkten Zuwächsen aus den Auslandsgesellschaften generiert werden können. Bereits über die vergangenen Jahre wurde der Umsatzanteil dieser stetig gesteigert, auf zuletzt 32 % der Gesamtumsätze. Dieser Anteil wird sich voraussichtlich auch in den kommenden Jahren erhöhen.

Aus der Anfang des Jahres neu gegründeten Tochtergesellschaft in den USA haben wir für 2012 konservativ noch keine weiteren Aufträge berücksichtigt und gehen frühestens für 2013 von entsprechenden Ergebnissen aus.



Quelle: Berechnungen GBC

Zudem erwarten wir, dass sich der im vergangenen Jahr etablierte Partnervertrieb bewähren wird. Während in 2011 noch keine nennenswerten Aufträge aus dem Partnervertrieb erzielt wurden, rechnen wir nach der Anlaufphase nun für 2012 mit ersten Erfolgen.

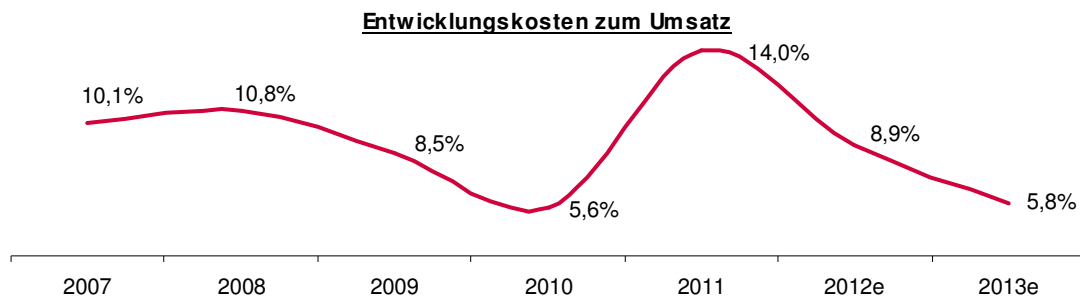
Neben der Ausweitung der Kundenbasis wird in den kommenden Jahren wohl auch die weitere Erhöhung des durchschnittlichen Jahresumsatzes pro Kunde eine wichtige Rolle spielen. Bereits in den vergangenen Jahren konnte das Kernprodukt FACT24 stetig weiterentwickelt werden, mit immer wieder neuen Funktionalitäten und Versionen. Eine Vielzahl an Kunden hat sich dabei in der Vergangenheit dafür entschieden die verbesserte und auch preisintensivere Version zu nutzen. Nach der Entwicklungsoffensive im Jahr 2011 und dem Release von FACT24 2.0 ist ein weiterer Schritt in diese Richtung getan worden, der in den kommenden Jahren zu einer Erhöhung der durchschnittlichen Umsätze pro Kunde führen wird.

Vor diesem Hintergrund sollte sich das Wachstumstempo im Jahr 2012 nochmals beschleunigen. Der Vorstand der F24 AG erwartet einen Zuwachs um 25 %. Angesichts der beschriebenen Faktoren, halten wir dies für sehr realistisch und gehen von einem Umsatzwachstum in Höhe von 24,9 % auf 5,35 Mio. € aus. Gegenüber unserer ursprünglichen Prognose haben wir unsere Erwartungen damit leicht reduziert. Auch für das GJ 2013 gehen wir davon aus, dass sich das Wachstumstempo unverändert fortsetzt, mit einem Anstieg der Umsatzerlöse auf dann 6,70 Mio. €.

## Ergebnisprognosen - Skaleneffekte lassen EBITDA-Marge auf über 30 % klettern

Die Weiterentwicklung des Kernproduktes FACT24 war im abgelaufenen GJ 2011 geprägt von stark erhöhten Entwicklungsaufwendungen. Auch das laufende GJ 2012 wird von weiterhin hohen Entwicklungsaufwendungen geprägt sein, wenngleich auf einem geringeren Niveau.

Während die eigenen Entwicklungsressourcen durch die Einstellung von Mitarbeitern aufgebaut wurden, sollte eine Relativierung der Entwicklungskosten insbesondere im Bereich der externen Entwicklungskosten stattfinden. Nachdem in 2011 0,31 Mio. € für externe Entwicklungsleistungen aufgewendet wurden, sollte sich dieser Betrag im GJ 2012 nach unseren Schätzungen auf weniger als 0,20 Mio. € reduzieren. In der Folge erwarten wir einen Rückgang der Entwicklungskosten zum Umsatz auf 8,9 %. Im GJ 2013 gehen wir davon aus, dass sich die Entwicklungskostenquote dann wieder auf dem Niveau von 2010, im Bereich von 5,8 %, einpendelt.



Quelle: Berechnungen GBC

In Folge der erhöhten Anzahl an Mitarbeitern in der Entwicklung, erwarten wir auch im GJ 2012 steigende Personalaufwendungen. Zum Einen werden sich dabei erstmals die vollen Personalaufwendungen der in 2011 eingestellten Mitarbeiter bemerkbar machen und zum Anderen gehen wir davon aus, dass im Jahresverlauf 1-2 weitere Mitarbeiter im Entwicklungsbereich engagiert werden. Entsprechend erwarten wir einen Anstieg der Personalaufwendungen auf 2,52 Mio. €, was einer Steigerung proportional zum Umsatz entspricht. Von einer ähnlichen Tendenz ist auch für das darauffolgende GJ 2013 auszugehen.

Durch die Reduktion der externen Entwicklungsaufwendungen ist zudem zu erwarten, dass sich die sonstigen betrieblichen Aufwendungen im GJ 2012 gegenüber dem Vorjahr vermindern werden. Hieraus wird der wesentliche Teil der zu erwartenden Margensteigerungen erzielt werden.

Der Vorstand der F24 AG erwartet gemäß dem Prognosebericht eine EBITDA-Marge oberhalb der 25 %-Marke, was wir als unteres Ende der erreichbaren Spanne einschätzen. Entsprechend unserer Annahmen gehen wir von einem EBITDA in Höhe von 1,51 Mio. € aus, was einer EBITDA-Marge von 28,2 % entspricht. Damit gehen wir von einem Übertreffen der Managementexpectations aus. Im GJ 2013 sollte die EBITDA-Marge dann die 30 %-Marke übersteigen.

Das erwartete EBITDA liegt zudem um 44,2 % über dem Vorjahreswert, womit wir davon ausgehen, dass die äußerst dynamische Ergebnisentwicklung der Vorjahre anhalten und sich sogar noch verstärken wird. Gegenüber unseren bisherigen Prognosen haben wir, kongruent zu den Umsatzerlösen, eine leichte Reduktion vorgenommen.

Bei den Abschreibungen und Zinsaufwendungen erwarten wir hingegen keine wesentlichen Veränderungen gegenüber dem GJ 2011. Entsprechend der planmäßigen Tilgung des bestehenden KfW-Darlehens, sollte sich der Zinsaufwand leicht auf 7,2 Tsd. € reduzieren (2011: 9,0 Tsd. €).

Das Nettoergebnis sollte im GJ 2012 gemäß unseren Prognosen bei 0,91 Mio. € liegen, was einer Steigerung gegenüber dem GJ 2011 von 51,9 % bedeutet. Vor diesem Hintergrund ist für das GJ 2012 von einer Anhebung der Dividende auszugehen. Wir erwarten eine Ausschüttung pro Aktie in Höhe von 0,25 €.

## Bewertung

### DCF-Bewertung

#### Modellannahmen

Die F24 AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2012 und 2013 in Phase 1 (siehe Seiten 7-8), erfolgt von 2014 bis 2019 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 31,3 % 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 2,00 % (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 9,07 % (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 9,07 % (bisher: 10,07 %).

#### Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 9,07 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2012 entspricht als **Kursziel 11,40 €**. Damit haben wir das bisherige Kursziel von 8,00 € deutlich nach oben hin angepasst. Die Anpassung des Kursziels trägt dabei insbesondere den über unseren Erwartungen liegenden Ergebnissen des Geschäftsjahres 2011 und der guten Aussichten auf die Geschäftsjahre 2012 und 2013 Rechnung. Zudem macht sich die deutlich niedrigere risikolose Rendite werterhöhend bemerkbar.

## 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	31,3%	ewige EBITA - Marge	30,2%
AFA zu operativen Anlagevermögen	47,2%	effektive Steuerquote im Endwert	32,0%
Working Capital zu Umsatz	22,0%		

### dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Tsd. EUR	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e	GJ 2018e	GJ 2019e	
Umsatz (US)	5350,00	6700,00	7370,00	8107,00	8917,70	9809,47	10790,42	11869,46	
US Veränderung	24,9%	25,2%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	12,21	21,07	37,22	37,22	37,22	37,22	37,22	37,22	
EBITDA	1510,00	2100,00	2309,76	2540,73	2794,81	3074,29	3381,72	3719,89	
EBITDA-Marge	28,2%	31,3%	31,3%	31,3%	31,3%	31,3%	31,3%	31,3%	
EBITA	1350,00	1950,00	2159,76	2447,34	2692,07	2961,28	3257,41	3583,15	
EBITA-Marge	25,2%	29,1%	29,3%	30,2%	30,2%	30,2%	30,2%	30,2%	30,2%
Steuern auf EBITA zu EBITA	-432,00 32,0%	-624,00 32,0%	-691,12 32,0%	-783,15 32,0%	-861,46 32,0%	-947,61 32,0%	-1042,37 32,0%	-1146,61 32,0%	32,0%
EBI (NOPLAT)	918,00	1326,00	1468,64	1664,19	1830,61	2013,67	2215,04	2436,54	
Kapitalrendite	75,2%	98,4%	88,6%	91,5%	91,5%	91,5%	91,5%	91,5%	84,8%
Working Capital (WC)	909,70	1340,00	1621,40	1783,54	1961,89	2158,08	2373,89	2611,28	
WC zu Umsatz	17,0%	20,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	
Investitionen in WC	-256,70	-430,30	-281,40	-162,14	-178,35	-196,19	-215,81	-237,39	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	438,00	318,00	198,00	217,80	239,58	263,54	289,89	318,88	
AFA auf OAV	-160,00	-150,00	-150,00	-93,40	-102,74	-113,01	-124,31	-136,74	
AFA zu OAV	36,5%	47,2%	47,2%	47,2%	47,2%	47,2%	47,2%	47,2%	
Investitionen in OAV	-30,00	-30,00	-30,00	-113,20	-124,52	-136,97	-150,66	-165,73	
Investiertes Kapital	1347,70	1658,00	1819,40	2001,34	2201,47	2421,62	2663,78	2930,16	
EBITDA	1510,00	2100,00	2309,76	2540,73	2794,81	3074,29	3381,72	3719,89	
Steuern auf EBITA	-432,00	-624,00	-691,12	-783,15	-861,46	-947,61	-1042,37	-1146,61	
Investitionen gesamt	-286,70	-460,30	-311,40	-275,34	-302,87	-333,16	-366,47	-403,12	
Investitionen in OAV	-30,00	-30,00	-30,00	-113,20	-124,52	-136,97	-150,66	-165,73	
Investitionen in WC	-256,70	-430,30	-281,40	-162,14	-178,35	-196,19	-215,81	-237,39	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	791,30	1015,70	1307,24	1482,25	1630,47	1793,52	1972,87	2170,16	34318,89
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	26527,46	27918,18							
Barwert expliziter FCFs	7839,75	7535,22							
Barwert des Continuing Value	18687,72	20382,96							
Nettoschulden (Net debt)	-869,59	-1282,14							
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00							
Wert des Eigenkapitals	27397,05	29200,32							
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00							
Wert des Aktienkapitals	27397,05	29200,32							
Ausstehende Aktien in Tsd.	2403,00	2403,00							
Fairer Wert der Aktie in EUR		<b>11,40</b>							12,15

### Kapitalkostenermittlung :

risikolose Rendite	2,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,29
Eigenkapitalkosten	9,1%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	4,5%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	28,7%

WACC **9,1%**

### Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR

Kapitalrendite	WACC				
	8,1%	8,6%	9,1%	9,6%	10,1%
64,8%	10,95	10,18	9,52	8,96	8,47
74,8%	12,12	11,22	10,46	9,81	9,24
84,8%	13,29	12,27	<b>11,40</b>	10,66	10,02
94,8%	14,45	13,31	12,34	11,51	10,79
104,8%	15,62	14,35	13,28	12,36	11,56

## Fazit

Entwicklungsaufwendungen prägen GJ 2011 - Prognosen dennoch übertroffen - starker Ausblick auf 2012/13 - Kursziel auf 11,40 € angehoben - Rating KAUFEN

Das Geschäftsjahr 2011 war für die F24 AG geprägt durch die Weiterentwicklung des Kernproduktes FACT24. Im Zuge dessen wurden die Entwicklungsaufwendungen deutlich auf 0,60 Mio. € erhöht. Mit den hohen Investitionen wurde die Funktionalität von FACT24 erweitert und die Leistungsfähigkeit gesteigert, um den Anforderungen des immer größer und internationaler werdenden Kundenstamms auch in Zukunft gerecht werden zu können.

Die Entwicklungsanstrengungen brachte jedoch dem Wachstum des Unternehmens keinen Abbruch. Vielmehr konnte die F24 AG ihren Umsatz mit FACT24 auch im abgelaufenen Geschäftsjahr 2011 dynamisch um 20,9 % steigern sowie die Kundenbasis auf nunmehr 494 Kundenverträge ausbauen.

Trotz der erhöhten Entwicklungsaufwendungen erreichte die F24 AG im abgelaufenen Geschäftsjahr 2011 ein EBITDA in Höhe von 1,05 Mio. € und lag damit nur 6,8 % unterhalb des Vorjahresniveaus. Die EBITDA-Marge lag bei 24,4 %. Unsere Prognosen wurden damit übertroffen. In der Folge der guten Resultate wird der Hauptversammlung erneut die Ausschüttung einer Dividende in Höhe von 0,17 € vorgeschlagen werden.

Das angelaufene Geschäftsjahr 2012 wird erwartungsgemäß von einer nochmals erhöhten Wachstumsdynamik geprägt sein als das Vorjahr. Neben dem in 2011 begonnenen Partnervertrieb sollte hierfür auch die weitere Steigerung der Umsatzerlöse pro neuen Kundenvertrag verantwortlich sein, was im Zuge der erweiterten Funktionalitäten zu sehen ist. Für das Jahr 2013 gehen wir zudem davon aus, dass dann die Anfang 2012 neu gegründete Tochtergesellschaft in den USA erste Umsatzbeiträge generieren wird.

Ergebnisseitig wird die hohe Skalierbarkeit des Geschäftsmodells der F24 AG u.E. weiter Wirkung entfalten und für einen überproportionalen Ergebnisanstieg sorgen. So gehen wir für das Jahr 2012 davon aus, dass sich das EBITDA auf 1,51 Mio. € belaufen wird, was einer EBITDA-Marge von 28,2 % entspricht. Die 30 %-Marke bei der EBITDA-Marge sollte indes für 2012 noch nicht wieder zu erreichen sein, da nochmals externe Entwicklungskosten in Höhe von rund 0,20 Mio. € das Ergebnis einmalig belasten werden. In 2013 sollte die 30 %-Marke dann jedoch übertroffen werden.

Bilanziell ist die F24 AG unverändert sehr gut aufgestellt. Bei einer Eigenkapitalquote in Höhe von 72,4 %, weist das Unternehmen lediglich Bankverbindlichkeiten von 0,16 Mio. € aus. Diese werden in spätestens zwei Jahren vollständig zurückgeführt sein. Zudem sind 28 % der Bilanzsumme durch liquide Mittel gedeckt.

**Die F24 AG weist ein sehr dynamisches Wachstum auf und erwirtschaftet dank der hohen Skalierbarkeit des Geschäftsmodells klar zweistellige Ergebnismargen. Zudem weist das Unternehmen in Sachen Wertschöpfung und Kapitalrendite hervorragende Werte auf und verfügt über solide bilanzielle Relationen.**

**Auf Basis unserer Schätzungen errechnet sich ein KGV für das Jahr 2013 in Höhe von 12,9, was angesichts der erwähnten Leistungsfähigkeit als sehr günstig einzustufen ist. Zudem wird die F24 AG in den kommenden Jahren voraussichtlich die Dividendenausschüttung deutlich erhöhen. Wir rechnen auf aktuellem Kursniveau mit einer Dividendenrendite in Höhe von 5,6 % für das Jahr 2013.**

**Gemäß unserer DCF-Bewertung haben wir für die Aktien der F24 AG ein Kursziel in Höhe von 11,40 € ermittelt und das bisherige Kursziel von 8,00 € damit deutlich erhöht. Hierbei werden die starken Erwartungen bei Wachstum und Ergebnissen der kommenden Jahre reflektiert. Das Rating KAUFEN bestätigen wir vor diesem Hintergrund.**



# 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), 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](mailto:compliance@gbc-ag.de)



GBC AG<sup>®</sup>  
**- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -**

GBC AG  
Halderstraße 27  
86150 Augsburg  
Internet: <http://www.gbc-ag.de>  
Fax: ++49 (0)821/241133-30  
Tel.: ++49 (0)821/241133-0  
Email: [office@gbc-ag.de](mailto:office@gbc-ag.de)