



Researchstudie (Anno)



COMMUNICATIONS SERVICES

Internationale Expansion bringt Wachstumsschub - Zweistellige Ergebnismargen

Rating: HALTEN

Fairer Wert: 11,60 €

WICHTIGER HINWEIS:
Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 17

F24 AG *5;7

Rating: Kaufen

Kursziel: 11,60

aktueller Kurs: 11,23
2.5.2013 / MCH

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0F5WM7

WKN: A0F5WM

Börsenkürzel: F2Y

Aktienanzahl³: 2,403

Marketcap³: 26,99

EnterpriseValue³: 26,25

³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 24,0 %

Transparenzlevel:

m:access

Marktsegment:

Freiverkehr

Rechnungslegung:

HGB

Geschäftsjahr: 31.12

Designated Sponsor:

VEM Aktienbank AG

Analysten:

Felix Gode

gode@gbc-ag.de

Manuel Hölzle

hoelzle@gbc-ag.de

* Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite 19

Unternehmensprofil

Branche: Software

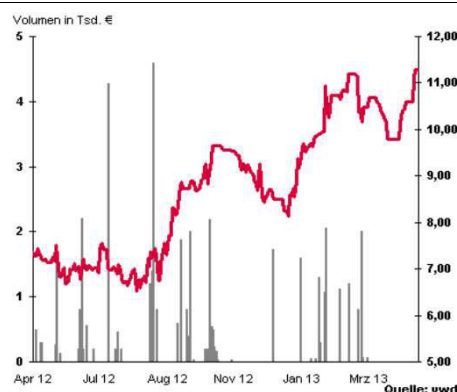
Fokus: Störfall- und Krisenmanagement

Mitarbeiter: 27 Stand: 31.12.2012

Gründung: 2000

Firmensitz: München

Vorstand: Ralf Meister, Christian Götz, Jochen Schütte



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	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013e	31.12.2014e
Umsatz	4,29	5,12	6,01	7,01
EBITDA	1,05	1,31	1,13	1,46
EBIT	0,89	1,15	0,97	1,31
Jahresüberschuss	0,60	0,84	0,68	0,88

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	0,25	0,35	0,28	0,37
Dividende je Aktie	0,17	0,25	0,25	0,30

Kennzahlen				
EV/Umsatz	6,18	5,13	4,36	3,74
EV/EBITDA	25,30	20,00	23,16	17,98
EV/EBIT	29,87	22,90	26,97	20,11
KGV	44,90	32,24	39,68	30,53
KBV		12,84		

Finanztermine:

Datum: Ereignis

04.06.2013: Hauptversammlung

18.07.2013: m:access Analystenkonferenz

****letztes Research von GBC:**

Datum: Veröffent. / Kursziel in EUR / Rating

12.2.2013: RG / 11,40 / HALTEN

5.11.2012: RG / 11,40 / KAUFEN

24.9.2012: RS / 11,40 / KAUFEN

26.4.2012: RS / 11,40 / KAUFEN

14.2.2012: RG / 8,00 / 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	3
Konsolidierungskreis.....	3
Wichtige Kunden.....	3

Markt und Marktumfeld

SaaS-Markt.....	4
-----------------	---

Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick	6
Geschäftsentwicklung.....	7
Umsatzentwicklung.....	7
Ergebnisentwicklung.....	8
Bilanzielle und finanzielle Situation.....	9
SWOT-Analyse F24 AG.....	10
Prognose und Modellannahmen.....	11
Umsatzprognosen.....	11
Ergebnisprognosen.....	12

Bewertung/ Fazit

DCF-Bewertung.....	13
Modellannahmen.....	13
Bestimmung der Kapitalkosten	13
Bewertungsergebnis	13
Discounted Cashflow-Betrachtung.....	14
Fazit	15

Anhang

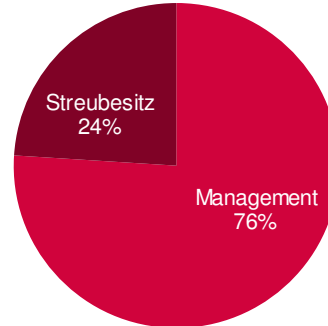
Disclaimer und Haftungsausschluss	17
Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34 b WpHG.....	19

Unternehmen

Aktionärsstruktur

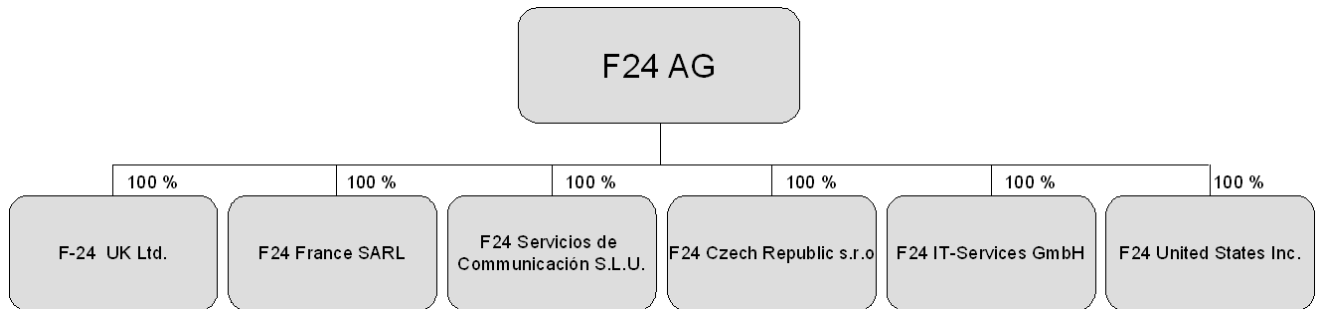
Aktionärsstruktur 31.12.2012

Aktionär	Anteil
Management	76 %
Streubesitz	24 %
Summe	100 %



Quelle: F24, GBC

Konsolidierungskreis



Quelle: F24, GBC

Wichtige Kunden



Quelle: F24

Markt und Marktumfeld

SaaS-Markt - einer der wachstumsstärksten Bereiche auf dem IT-Markt

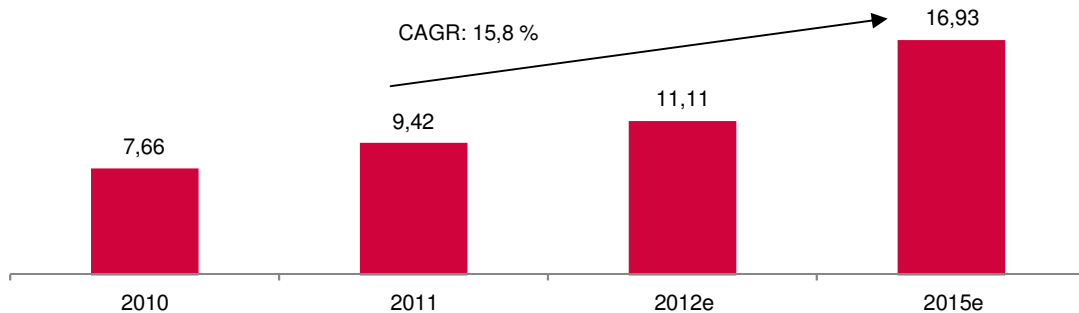
Über 20 % durchschnittliches jährliches Wachstum (CAGR) bis 2015

Als Anbieter für webbasiertes Alarmierungs- und Krisenmanagement ist die F24 AG als Software-as-a-Service-Anbieter (SaaS) einzuordnen. In den vergangenen Jahren hat sich diese Form der Bereitstellung von IT-Anwendungen stark durchgesetzt und einen entscheidenden Anteil am Gesamtsoftwaremarkt eingenommen. Bereits 5 % des weltweiten Softwaremarktes werden über SaaS abgedeckt.

Wenngleich SaaS-Modelle bereits seit über 10 Jahren existieren, hat sich diese Form erst in den vergangenen Jahren entscheidend durchsetzen können und hat insbesondere in der jüngeren Vergangenheit wesentlich an Bedeutung gewonnen. Dabei ist die wachsende Beliebtheit von SaaS-Modellen insbesondere auf drei Faktoren zurückzuführen. Zum einen hat der jüngste Siegeszug von Cloud Computing dazu geführt, dass SaaS-Modelle, als Teilbereich des Cloud Computings, ebenfalls eine erhöhte Aufmerksamkeit genießen. Zum anderen gelten SaaS-Modelle inzwischen als etabliert, auch was Sicherheitsfragen etc. anbelangt. Nicht zuletzt können SaaS-Modelle gut verwendet werden, um die IT-Kosten zu senken und zu kontrollieren, da nur nutzungsabhängige Gebühren bezahlt werden.

Entsprechend der steigenden Nachfrage nach SaaS-Lösungen, als Alternative zu herkömmlichen Software-Lösungen, konnten in den vergangenen Jahren bereits deutlich zweistellige Wachstumsraten beobachtet werden. So stieg das Volumen des internationalen SaaS-Marktes im Jahr 2011 um rund 23,0 % auf 9,4 Mrd. €. Laut dem Marktforschungsinstitut Gartner wird im Jahr 2012 eine ähnliche Wachstumsrate von 17,9 % auf dann umgerechnet 11,1 Mrd. € erreicht werden. Bis zum Jahr 2015 geht Gartner sogar davon aus, dass der Markt gegenüber 2011 um 79,7 % auf 16,9 Mrd. € zunehmen wird, was einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate (CAGR) von 15,8 % entspricht.

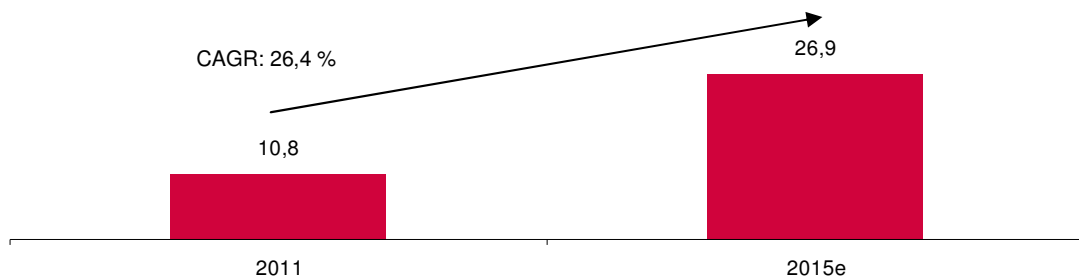
Umsatz mit Software-as-a-Service (SaaS) weltweit (in Mrd. US\$)



Quelle: Gartner, GBC

Noch deutlicher sieht Pierre Audoin Consultants (PAC) das Wachstumspotenzial des SaaS-Marktes. Ausgehend von einem errechneten Marktvolumen von 10,8 Mrd. € im Jahr 2011 rechnet das Marktanalyse- und Beratungsunternehmen mit einem CAGR bis zum Jahr 2015 von sogar 26,4 % und einem damit einhergehenden Marktvolumen von dann 26,9 Mrd. €. Der Marktanteil von SaaS am weltweiten Softwaremarkt soll sich bis 2010 im gleichen Zuge auf dann 10 % verdoppeln.

Wachstumsprognose SaaS-Markt in Mrd. € (PAC)

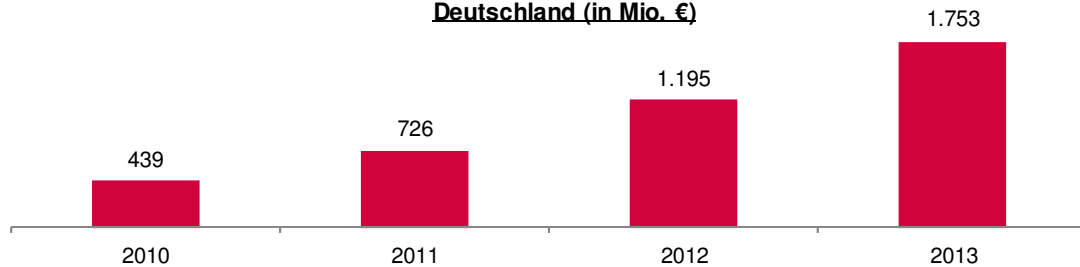


Quelle: PAC, GBC

SaaS-Marktvolumen mit deutlichen Steigerungen in den kommenden Jahren

Die dynamische Entwicklung des SaaS-Marktes spiegelt sich auch in Deutschland entsprechend wider. So prognostizierte das Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie im Jahr 2010 noch eine durchschnittliche jährliche Wachstumsrate (CAGR) von 58,6 % bis zum Jahr 2013, ausgehend von einem damals noch sehr niedrigen Niveau von 439 Mio. € Marktvolumen.

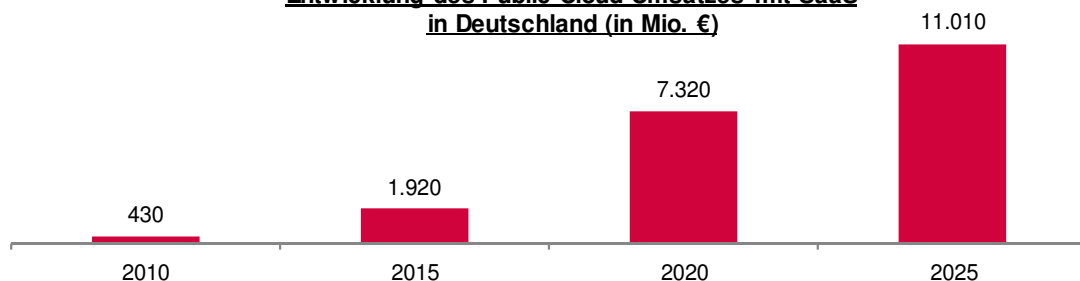
Prognostiziertes Marktvolumen für Software as a Service (SaaS) in Deutschland (in Mio. €)



Quelle: Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie, GBC

Inzwischen dürfte das Marktvolumen entsprechend die Marke von 1 Mrd. € überschritten haben. Jedoch, mit den jüngsten Entwicklungen der Cloud-Technologien wird davon ausgegangen, dass SaaS-Lösungen - die Marktdurchdringung und -verbreitung betreffend - noch immer in der Entwicklungsphase stecken. Mit der steigenden Akzeptanz von Cloud-Diensten und verbesserten Sicherheitskonzepten wird sich das Marktvolumen auch in Deutschland gemäß den Prognosen von PAC nochmals potenzieren. Bis zum Jahr 2015 soll sich das Marktvolumen demnach auf rund 1,92 Mrd. € verdoppeln. Bis 2025 gehen die Experten zudem davon aus, dass das Volumen auf dann sogar 11,01 Mrd. € ansteigt. Ausgehend von einem derzeitigen Wert von etwas mehr als 1 Mrd. € entspricht dies einem CAGR von 18,6 %, womit SaaS auf die nächsten Jahre auch hierzulande einer der am stärksten wachsenden Bereiche des IT-Marktes sein dürfte. Insbesondere der allgemeine Softwaremarkt wird hinsichtlich der Wachstumsraten merklich hinter SaaS zurückliegen.

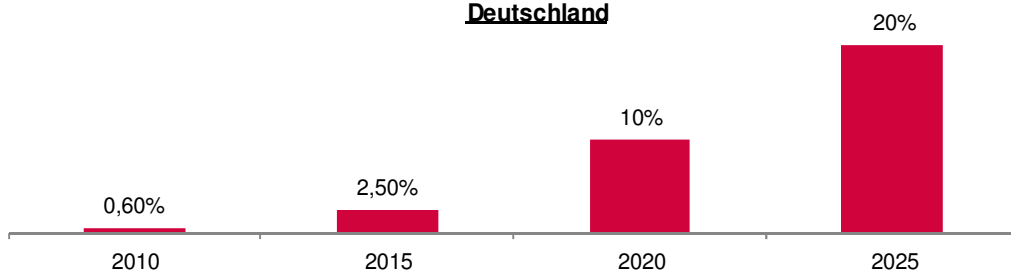
Entwicklung des Public-Cloud-Umsatzes mit SaaS in Deutschland (in Mio. €)



Quelle: PAC, GBC

Die Bedeutung von Cloud-Lösungen und SaaS wird auch bei einer Betrachtung der erwarteten Anteile an den gesamten IT-Ausgaben in Deutschland deutlich. Auf Grund des noch sehr niedrigen Marktvolumens in 2010 lag der Anteil noch bei minimalen 0,6 % der IT-Ausgaben. Bis zum Jahr 2020 wird sich dieser Anteil gemäß den Prognosen von PAC auf 10,0 % und bis zum Jahr 2025 sogar auf 20,0 % erhöhen. Diese Anteilsverschiebung bestätigt auch, dass der SaaS-Markt voraussichtlich merklich dynamischere Wachstumsraten aufweisen wird als der Softwaremarkt insgesamt.

Prognostizierter Anteil von Public Cloud an den Gesamt-IT-Ausgaben in Deutschland



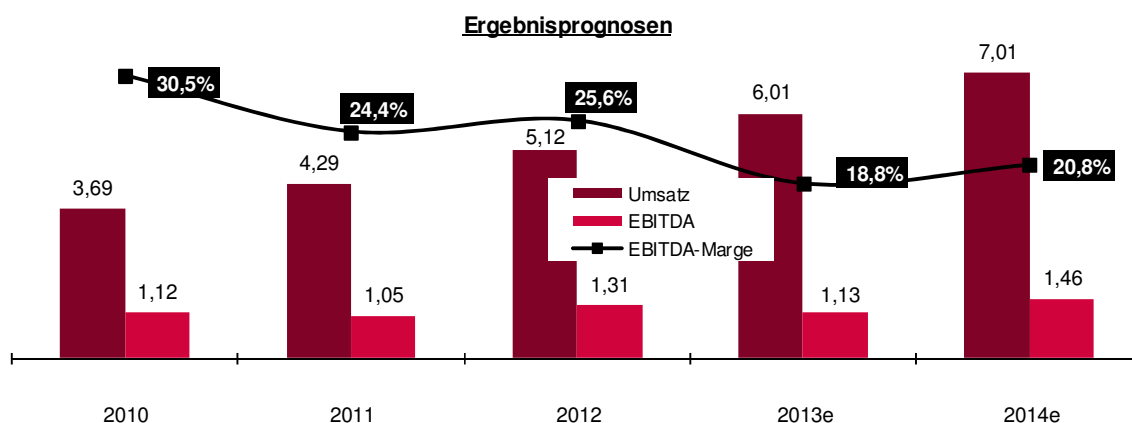
Quelle: PAC, GBC

Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick

GuV (in Tsd. €)	GJ 2010	in %	GJ 2011	in %	GJ 2012	in %	GJ 2013e	in %	GJ 2014e	in %
Umsatzerlöse	3685,000	100,0 %	4285,000	100,0%	5119,000	100,0%	6013,000	100,0%	7010,000	100,0%
Sonstige betriebliche Erträge	66,000	1,8%	100,000	2,3%	19,000	0,4%	20,000	0,3%	20,000	0,3%
Materialaufwand	-127,000	-3,5%	-118,000	-2,8%	-222,000	-4,3%	-150,000	-2,5%	-170,000	-2,4%
Personalaufwand	-1717,000	-46,6%	-2015,000	-47,0%	-2394,000	-46,8%	-3400,000	-56,5%	-4000,000	-57,1%
Abschreibungen	-176,000	-4,8%	-160,000	-3,7%	-166,000	-3,2%	-160,000	-2,7%	-155,000	-2,2%
sonstige betr. Aufwendungen	-784,000	-21,3%	-1205,000	-28,1%	-1210,000	-23,6%	-1350,000	-22,5%	-1400,000	-20,0%
Finanzergebnis	-15,000	-0,4%	-9,000	-0,2%	-5,000	-0,1%	-5,000	-0,1%	-5,000	-0,1%
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	932,000	25,3%	878,000	20,5%	1141,000	22,3%	968,000	16,1%	1300,000	18,5%
Ertragssteuern	-367,000	-10,0%	-277,000	-6,5%	-304,000	-5,9%	-287,360	-4,8%	-416,000	-5,9%
Minderheitenanteile	1,000	0,0%	0,000	0,0 %	0,000	0,0%	0,000	0,0%	0,000	0,0 %
Konzernergebnis	566,000	15,3%	601,000	14,0%	837,000	16,4%	680,640	11,3%	884,000	12,6%

EBITDA	1123,00	1047,00	1312,00	1133,00	1460,00
in %	30,5 %	24,4 %	25,6 %	18,8 %	20,8 %
EBIT	947,00	887,00	1146,00	973,00	1305,00
in %	25,7 %	20,7 %	22,4 %	16,2 %	18,6 %
Ergebnis je Aktie in €	0,24	0,25	0,35	0,28	0,37
Dividende je Aktie in €	0,17	0,17	0,25	0,25	0,30



Quelle: F24, GBC

Geschäftsentwicklung 2012 - Wachstum um 20% - Ergebnisse und Margen verbessert

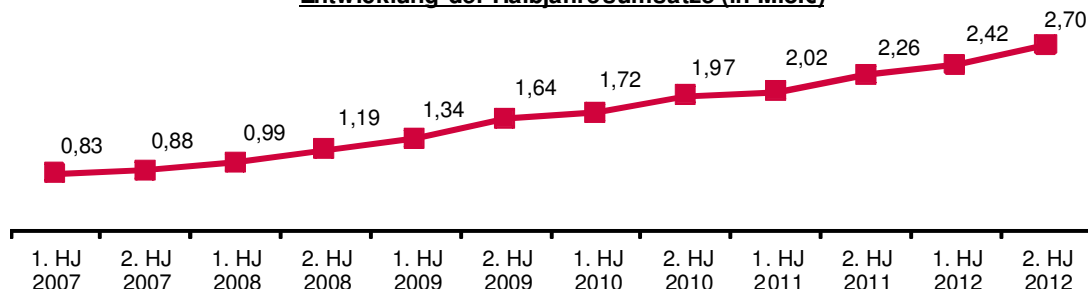
In Mio. €	GJ 2010	GJ 2011	GJ 2012	Delta 2011/2012
Umsatzerlöse	3,69	4,29	5,12	+19,5 %
EBITDA (Marge)	1,12 (30,5 %)	1,05 (24,4 %)	1,31 (25,6 %)	+25,3 %
EBIT (Marge)	0,95 (25,7 %)	0,89 (20,7 %)	1,15 (22,4 %)	+29,2 %
Konzernergebnis	0,57	0,60	0,84	+39,3 %

Quelle: F24, GBC

Umsatzentwicklung - 2012 voll im Rahmen der Erwartungen - Prognosen erfüllt

Im abgelaufenen GJ 2012 zeigte die F24 AG eine Fortsetzung des Wachstumskurses der vergangenen Jahre auf. Dabei konnte das Unternehmen seine eigene Zielsetzung eines Wachstums um 20 % erreichen und erlöste 5,12 Mio. €. Unsere Umsatzprognose von 5,10 Mio. € wurde ebenfalls leicht übertroffen. Die Betrachtung der beiden Halbjahre zeigt darüber hinaus auf, dass die Kontinuität bei der Umsatzentwicklung beibehalten werden konnte, mit jeweiligen Zunahmen gegenüber der vorhergehenden Periode.

Entwicklung der Halbjahresumsätze (in Mio.€)



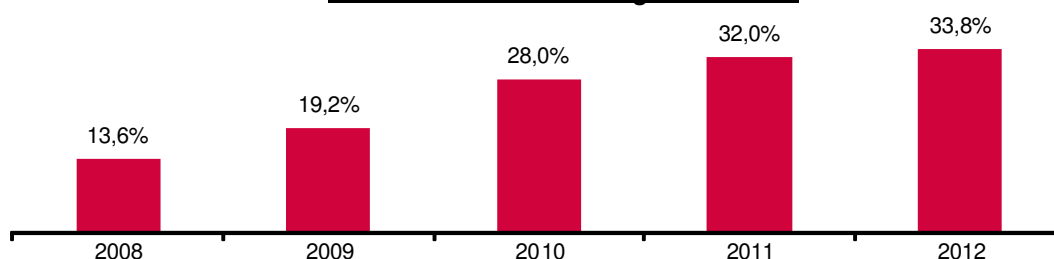
Quelle: F24, GBC

Dabei trugen eine weitere Steigerung der Zahl der Auftraggeber auf 430 sowie die Erhöhung der durchschnittlichen Umsatzerlöse pro Auftraggeber zur sehr erfreulichen Umsatzentwicklung bei. Durch eine stetige Weiterentwicklung und Funktionserweiterung des Kernproduktes FACT24 konnte die F24 AG in den vergangenen Jahren Upselling-Potenziale für sich nutzen (siehe auch Seite 11).

Aber auch der in 2011 eingeführte Partnervertrieb verläuft inzwischen erfolgreich und trägt um Kundenwachstum bei. Mittlerweile zählt die F24 AG 21 Vertriebspartner, 19 davon im Ausland. Der Partnervertrieb ermöglicht der F24 AG die Erschließung neuer Märkte, ohne vor Ort eigene Tochtergesellschaften öffnen zu müssen. So konnten in 2012 z.B. Kunden in Mexiko, der Ukraine oder in Dubai über den Partnervertrieb gewonnen werden.

Entsprechend der erfolgreichen Entwicklung des Partnervertriebs, aber auch der guten Entwicklung der Auslandsgesellschaften, nimmt der internationale Umsatzanteil der F24 AG stark zu. So lag das Wachstum der Auslandsgesellschaften in 2012 bei 26 % und damit über dem Konzernschnitt. Auch der Anteil am Konzernumsatz wird immer bedeutsamer und liegt inzwischen bei 34 %. Die Anfang 2012 gegründete Auslandsgesellschaft in den USA leistete in 2012 noch keinen Umsatzbeitrag, entwickelte sich nach Unternehmensausagen jedoch gut und hat bereits eine vielversprechende Vertriebspipeline aufgebaut.

Umsatzanteil der Auslandsgesellschaften



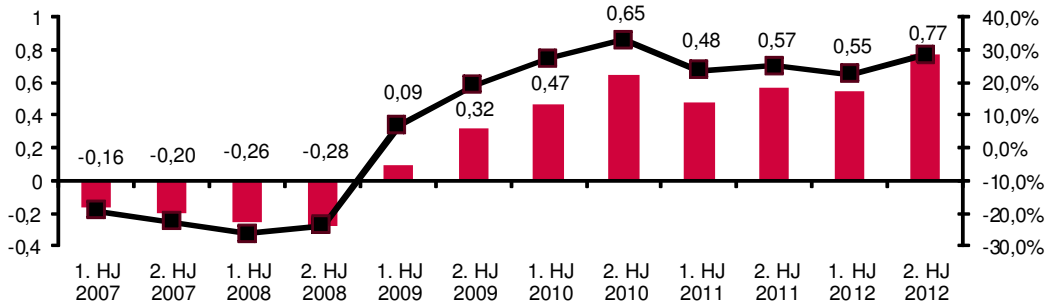
Quelle: F24, GBC

Ergebnisentwicklung - Starke Margen trotz Entwicklungsaufwand - Rekord-ROCE

In Mio. €	GJ 2012e GBC	GJ 2012a	Delta
EBITDA (Marge)	1,15 (22,6 %)	1,31 (25,6 %)	+13,9 %
EBIT (Marge)	1,00 (19,6 %)	1,15 (22,4 %)	+15,0 %
Jahresüberschuss	0,68	0,84	+23,5 %

Auch unsere Ergebniserwartungen konnte die F24 AG im abgelaufenen GJ 2012 übertreffen. Dabei lag das EBIT mit 1,15 Mio. € um 15,0 % über unseren Prognosen (siehe Tabelle oben). Auch auf den weiteren Ergebnisstufen lagen die tatsächlich erreichten Werte leicht über unseren Schätzungen.

Entwicklung EBITDA (in Mio. €) und EBITDA-Marge



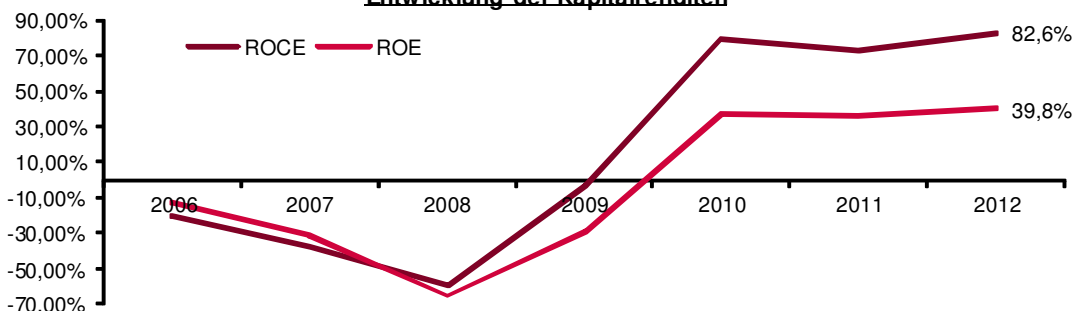
Quelle: Berechnungen GBC

Insgesamt lag das Ergebnis- und das Margen-Niveau oberhalb der Vorjahreswerte, trotz anhaltend hoher Entwicklungsaufwendungen. So investierte die F24 AG im GJ 2012 insgesamt 0,60 Mio. € in die Entwicklung von FACT24 2.0, wovon 0,19 Mio. € externen Entwicklungsaufwand darstellten. 0,41 Mio. € sind durch Personalaufbau zu begründen und sind insofern als wiederkehrend zu klassifizieren. Bereits im Vorjahr investierte das Unternehmen ebenfalls 0,60 Mio. € in die Weiterentwicklung von FACT24, um den steigenden Anforderungen an Kundenzahlen, Internationalität und Komplexität gerecht zu werden. Im 2. HJ 2012 konnte die F24 AG mit 0,77 Mio. € sogar einen neuen Rekordwert beim EBITDA erzielen, nachdem der Entwicklungsaufwand in den drei Halbjahren zuvor niedrigere Werte verursachte. Hierbei schlagen sich zum einen die Vertriebsserfolge nieder und zum anderen die hohe Skalierbarkeit des Geschäftsmodells der F24 AG.

Auf Grund der vollständigen Rückzahlung des bestehenden KfW-Darlehens in 2012 reduzierte sich zudem der Zinsaufwand deutlich auf 0,05 Mio. €. Auch die effektive Steuerquote lag mit 26,6 % auf einem niedrigen Niveau, da bestehende Verlustvorträge bei den Tochterunternehmen, die aus der Anlaufphase resultieren, genutzt werden konnten. In der Folge fiel der Zuwachs beim Jahresüberschuss mit 39,3 % nochmals dynamischer aus.

Als Resultat der in unseren Augen sehr überzeugenden operativen Entwicklung im GJ 2012 verbesserten sich die erzielten Kapitalrenditen der F24 AG nochmals. Sowohl die Eigenkapitalrendite (ROE), als auch die Rendite auf das eingesetzte Kapital (ROCE), verbesserten sich auf die höchsten in der Unternehmensgeschichte erzielten Größenordnungen.

Entwicklung der Kapitalrenditen



Quelle: Berechnungen GBC

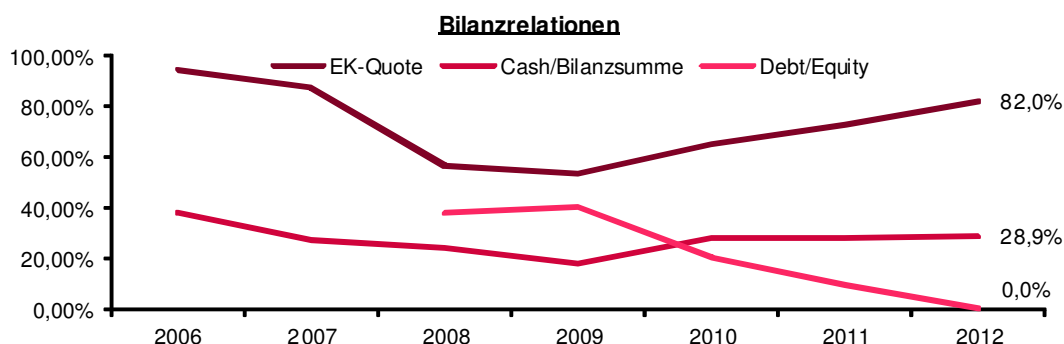
Bilanzielle und finanzielle Situation - hohe bilanzielle Qualität prägt das Gesamtbild

in Mio. €	GJ 2010	GJ 2011	GJ 2012
Eigenkapital	1,51	1,69	2,10
EK-Quote	64,9 %	72,4 %	82,0 %
Bankverbindlichkeiten	0,30	0,16	0,00
Operatives Anlagevermögen	0,70	0,57	0,46
Working Capital	0,49	0,65	0,93
Liquide Mittel	0,65	0,65	0,74

Quelle: F24, GBC

Kongruent zur starken operativen Positionierung der F24 AG ist auch die Bilanz von einer hohen Stärke geprägt. So verfügte das Unternehmen zum Ende des GJ 2012 über eine Eigenkapitalquote in Höhe von 82,0 %. Gleichzeitig wurde der in 2008 zur Finanzierung der Auslandstochtergesellschaften aufgenommene KfW-Kredit im GJ 2012 vollständig getilgt. Damit ist die F24 AG nunmehr schuldenfrei.

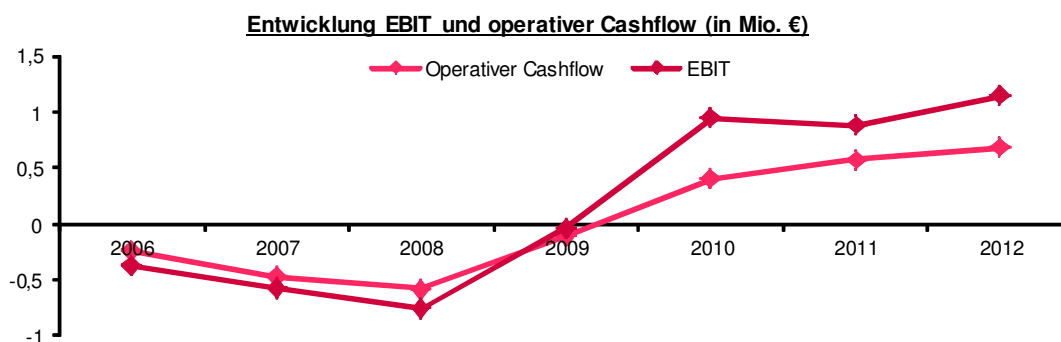
Damit ist die Finanzierungssituation der F24 AG als äußerst komfortabel anzusehen, was für die kommenden Perioden einen großen Wachstumsspielraum eröffnet. Sowohl aus eigenen Mitteln, als auch über die Neuaufnahme von Fremdmitteln, steht dem Unternehmen das Finanzierungsspektrum in ausreichendem Maße zur Verfügung.



Quelle: F24, GBC

Positiv hervorzuheben ist auch der Umstand, dass die hohen Entwicklungskosten, insbesondere der vergangenen beiden Jahre, als Kosten in der jeweiligen Berichtsperiode erfasst und nicht aktiviert wurden. Der daraus resultierende niedrige Bestand an immateriellen Vermögensgegenständen erhöht die bilanzielle Qualität beträchtlich und wirkt unterstützend, die starken Kapitalrenditen betreffend (siehe Seite 8). Die Tatsache, dass sich die operativen Ergebnismargen trotz der Erfassung der Entwicklungsaufwendungen als Kosten im zweistelligen Prozentbereich bewegen, verdeutlicht vielmehr umso klarer die hohe Rentabilität des Geschäftsmodells der F24 AG.

Auch die Ergebnisqualität befindet sich auf Grund der konservativen Bilanzierungspolitik auf einem anhaltend hohen Niveau. Seit dem Break-even im GJ 2010 befinden sich Ergebnisse und operative Cashflows auf hohen, ansteigenden Niveaus.



Quelle: F24, GBC

SWOT - ANALYSE F24 AG

Stärken

- Hohe Skalierbarkeit des Geschäftsmodells ermöglicht zweistellige Margenniveaus
- Internationalisierung des Geschäftsmodells hat sich als erfolgreich bewährt. Auslandstöchter tragen inzwischen mehr als 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

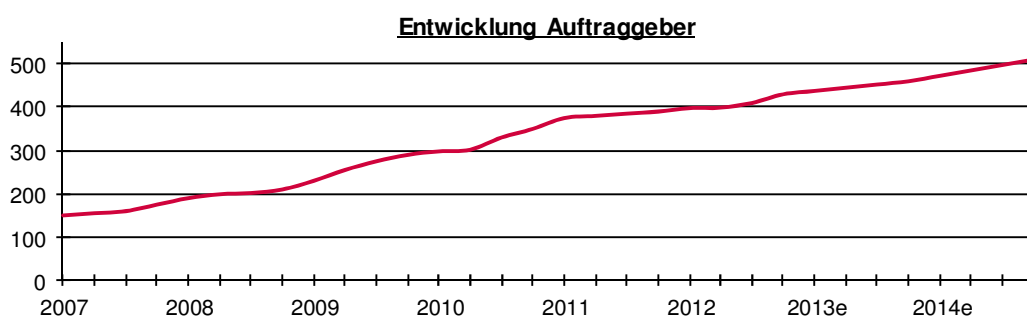
Prognose und Modellannahmen - eingeschlagener Wachstumstrend wird fortgesetzt

In Mio. €	GJ 2012	GJ 2013 (alt)	GJ 2013e (neu)	GJ 2014e
Umsatzerlöse	5,10	6,12	6,01	7,01
EBITDA (Marge)	1,15 (22,6 %)	1,35 (22,0 %)	1,13 (18,8 %)	1,46 (20,8 %)
EBIT (Marge)	1,00 (19,6 %)	1,20 (19,5 %)	0,97 (16,2 %)	1,31 (18,6 %)
Konzernergebnis	0,68	0,81	0,68	0,88
Dividende	0,25	0,30	0,25	0,30

Quelle: Berechnungen GBC

Umsatzprognosen - Steigerungen bei Kundenzahl und Durchschnittsumsatz

Die Umsatzentwicklung der F24 AG ist insbesondere von zwei Faktoren abhängig. Zum einen ist entscheidend, wie viele Auftraggeber in einer Periode neu hinzugewonnen werden können. Da die Kunden eine jährliche Gebühr entrichten, kumulieren sich die wiederkehrenden Umsatzerlöse für die F24 AG mit jedem weiteren Auftraggeber. Zum anderen ist die Entwicklung der durchschnittlichen Umsatzerlöse pro Kunde entscheidend. Hier konnte die F24 AG in den vergangenen Jahren eine sukzessive Erhöhung erreichen indem das Produkt FACT24 stetig weiterentwickelt wurde und bei den Bestandskunden Upselling-Erfolge erzielt werden konnten. Darüber hinaus beinhaltet ein Auftraggeber in vielen Fällen mehrere Einzelaufträge, etwa für mehrere Niederlassungen oder Werke. Auch dies steigert die Umsatzerlöse pro Auftraggeber.

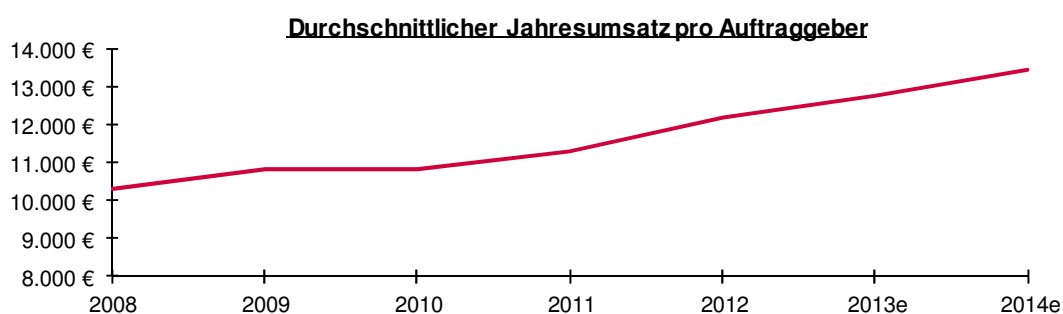


Quelle: Berechnungen GBC

Zum Ende des GJ 2013 verfügte die F24 AG über 430 Auftraggeber, ca. 40 mehr als zu Jahresbeginn. Bei 5,00 Mio. € FACT24-Umsätzen errechnet sich ein durchschnittlicher Umsatz pro Auftraggeber in Höhe von 12.200 € und somit 7,7 % mehr als im Vorjahr.

Für die Umsatzprognosen 2013 und 2014 haben wir eine weitere Steigerung der Zahl an Auftraggebern um 30 in 2013 und 50 in 2014 bzw. einen Anstieg der Auftraggeber auf 460 bzw. 510 unterstellt. Auf Grund der derzeitigen konjunkturellen Unsicherheit haben wir für 2013 konservativ eine niedrigere Zahl an Neukunden unterstellt als in 2012. Gleichzeitig gehen wir davon aus, dass auch der durchschnittliche Umsatz pro Auftraggeber jährlich um ca. 5 % erhöht werden kann. Dies entspricht dem Durchschnittswert der vergangenen 5 Geschäftsjahre.

Unter Berücksichtigung der Umsatzerlöse der F24 IT-Services GmbH in Höhe von jährlich 0,15 Mio. € ergeben sich Umsatzerwartungen für den F24-Konzern in Höhe von 6,01 Mio. € für das GJ 2013 sowie 7,01 Mio. € für das GJ 2014.



Quelle: Berechnungen GBC

Ergebnisprognosen - Entwicklungsaufwand belastet Ergebnisse kurzfristig

Wie bereits die vergangenen beiden Geschäftsjahre werden auch die Jahre 2013 und 2014 durch erhöhte Entwicklungsaufwendungen geprägt sein. Lagen die Entwicklungskosten in 2011 und 2012 bei jeweils rund 0,60 Mio. €, gehen wir für das GJ 2013 und 2014 von nochmals erhöhten Werten aus. Die F24 AG plant die Entwicklung von FACT24 nochmals zu intensivieren, um die marktführende Stellung zu verteidigen bzw. auszubauen. Zudem werden dem Produkt neue Funktionalitäten hinzugefügt, um den sich wandelnden Anforderungen der Kunden gerecht zu werden, z.B. hinsichtlich der zunehmenden Verbreitung von Smartphones und Tablets.

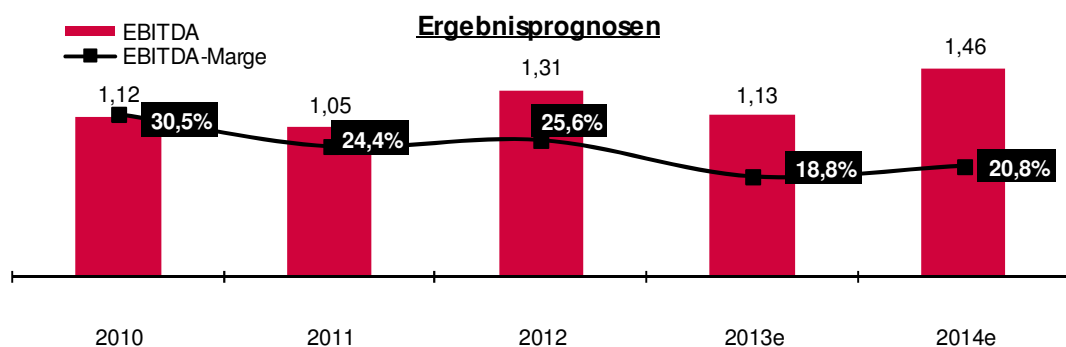
Nachdem die Entwicklungskosten im GJ 2012 11,8 % der Umsatzerlöse ausmachten, rechnen wir für das GJ 2013 und GJ 2014 mit einer Quote von 16,6 %, respektive 14,3 %. Dabei gehen wir insbesondere davon aus, dass interne Entwicklungskapazitäten aufgebaut werden, was sich in deutlich steigenden Personalaufwendungen niederschlagen sollte. Zudem wird sich die jüngst erfolgte Erweiterung des Vorstandes in den Personalaufwendungen bemerkbar machen.



Quelle: Berechnungen GBC

In Folge der nochmals erhöhten Entwicklungsanstrengungen prognostizieren wir für das GJ 2013 zunächst einen Rückgang der Ergebnisse gegenüber dem GJ 2012, da die zusätzlichen Umsatzerlöse in Folge der Entwicklungsleistungen erst in den Folgeperioden zum Tragen kommen werden. Vor diesem Hintergrund erwarten wir im GJ 2013 einen Rückgang des EBITDA um ca. 14 % auf 1,13 Mio. €. Dies entspricht einer EBITDA-Marge in Höhe von 18,8 %, nach 25,6 % im GJ 2012. Für das GJ 2014 gehen wir dann bereits wieder davon aus, dass das EBITDA mit 1,46 Mio. € einen neuen Rekordwert erreicht und die EBITDA-Marge mit 20,8 % bereits wieder die 20%-Schwelle nachhaltig überschreitet. Mittelfristig sind EBITDA-Margen von über 30 % als sehr realistisch einzuschätzen. Diese Größenordnungen erreichte das Unternehmen in der Vergangenheit bereits.

Wenngleich die Entwicklungsleistungen, die nicht aktiviert werden, zunächst die Ergebnisse belasten, werden sich die Investitionen in den Folgejahren positiv bemerkbar machen und das Umsatzwachstum beschleunigen. Dabei werden erwartungsgemäß sowohl die durchschnittlichen Umsätze pro Auftraggeber weiter steigen, als auch der Neukundenumsatz. Zudem ist das Ergebnis- und Margenniveau trotz der starken Entwicklungstätigkeit sehr hoch. So gehen wir trotz unserer leichten Adjustierung der Ergebnisprognosen nach unten davon aus, dass die F24 AG auch für das GJ 2013 eine unveränderte Dividende in Höhe von 0,25 € pro Aktie ausschütten wird, mit steigender Tendenz in den Folgejahren.



Quelle: Berechnungen GBC

Bewertung

DCF-Bewertung

Modellannahmen

Die F24 AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2013 und 2014 in Phase 1 erfolgt von 2015 bis 2020 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 15,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 25,0 % 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 %.

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 % (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 %.

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 2013 entspricht als **Kursziel 11,60 €**. Damit haben wir das bisherige Kursziel von 11,40 € leicht nach oben genommen.

F24 AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	15,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	25,0%	ewige EBITA - Marge	24,0%
AFA zu operativen Anlagevermögen	40,0%	effektive Steuerquote im Endwert	32,0%
Working Capital zu Umsatz	20,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Tsd. EUR	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e	GJ 2018e	GJ 2019e	GJ 2020e	
Umsatz	6013,00	7010,00	8058,00	9262,67	10647,43	12239,23	14068,99	16172,30	
<i>US Veränderung</i>	17,5%	16,6%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	2,0%
<i>US zu operativen Anlagevermögen</i>	15,15	20,50	26,40	32,72	39,45	46,73	54,71	63,60	
EBITDA	1133,00	1460,00	2014,50	2315,67	2661,86	3059,81	3517,25	4043,08	
<i>EBITDA-Marge</i>	18,8%	20,8%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	
EBITA	973,00	1305,00	1877,70	2193,59	2548,61	2951,86	3412,48	3940,21	
<i>EBITA-Marge</i>	16,2%	18,6%	23,3%	23,7%	23,9%	24,1%	24,3%	24,4%	24,0%
Steuern auf EBITA zu EBITA	-288,84	-417,60	-600,86	-701,95	-815,56	-944,59	-1091,99	-1260,87	
	29,7%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%
EBI (NOPLAT)	684,16	887,40	1276,84	1491,64	1733,06	2007,26	2320,49	2679,35	
Kapitalrendite	49,3%	56,3%	73,2%	77,8%	81,1%	83,7%	85,6%	87,2%	77,0%
Working Capital (WC)	1180,00	1402,00	1611,60	1852,53	2129,49	2447,85	2813,80	3234,46	
<i>WC zu Umsatz</i>	19,6%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	
<i>Investitionen in WC</i>	-249,00	-222,00	-209,60	-240,93	-276,95	-318,36	-365,95	-420,66	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	397,00	342,00	305,20	283,12	269,87	261,92	257,15	254,29	
<i>AFA auf OAV</i>	-160,00	-155,00	-136,80	-122,08	-113,25	-107,95	-104,77	-102,86	
<i>AFA zu OAV</i>	40,3%	45,3%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	
<i>Investitionen in OAV</i>	-100,00	-100,00	-100,00	-100,00	-100,00	-100,00	-100,00	-100,00	
Investiertes Kapital	1577,00	1744,00	1916,80	2135,65	2399,36	2709,77	3070,95	3488,75	
EBITDA	1133,00	1460,00	2014,50	2315,67	2661,86	3059,81	3517,25	4043,08	
Steuern auf EBITA	-288,84	-417,60	-600,86	-701,95	-815,56	-944,59	-1091,99	-1260,87	
Investitionen gesamt	-349,00	-322,00	-309,60	-340,93	-376,95	-418,36	-465,95	-520,66	
<i>Investitionen in OAV</i>	-100,00	-100,00	-100,00	-100,00	-100,00	-100,00	-100,00	-100,00	
<i>Investitionen in WC</i>	-249,00	-222,00	-209,60	-240,93	-276,95	-318,36	-365,95	-420,66	
<i>Investitionen in Goodwill</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	495,16	720,40	1104,04	1272,78	1469,35	1696,85	1959,30	2261,54	37004,16
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	27251,93	29003,67							
<i>Barwert expliziter FCFs</i>	7102,01	7025,86							
<i>Barwert des Continuing Value</i>	20149,93	21977,82							
Nettoschulden (Net debt)	-629,41	-744,06							
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00							
Wert des Eigenkapitals	27881,34	29747,73							
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00							
Wert des Aktienkapitals	27881,34	29747,73							
Ausstehende Aktien in Tsd.	2403,000	2403,000							
Fairer Wert der Aktie in EUR	11,60	12,38							

Kapitalkostenermittlung :

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

WACC **9,1%**

Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR

Kapitalrendite	WACC				
	8,1%	8,6%	9,1%	9,6%	10,1%
57,0%	10,86	10,05	9,37	8,78	8,27
67,0%	12,25	11,29	10,48	9,79	9,19
77,0%	13,63	12,54	11,60	10,80	10,11
87,0%	15,02	13,78	12,72	11,81	11,03
97,0%	16,41	15,02	13,84	12,82	11,95

Fazit

Umsatzentwicklung auch 2013 und 2014 sehr dynamisch erwartet - Ergebnisse zwischenzeitlich belastet - Kursziel auf 11,60 € angehoben - Rating HALTEN

Das GJ 2012 ist für die F24 AG erneut sehr gut verlaufen. So konnten die Umsatzerlöse abermals klar zweistellig um 19,5 % auf 5,12 Mio. € gesteigert werden. Die unternehmens-eigene Prognose, als auch die GBC-Prognose, wurden damit erreicht. Zum Wachstum trugen einmal mehr insbesondere die ausländischen Tochtergesellschaften bei, die sich mit einem Wachstum um 26 % überdurchschnittlich entwickelten. Der Umsatzanteil der Auslandstöchter hat damit auch in 2012 zugenommen und liegt nunmehr bei 34 %. Ebenfalls gut entwickelt hat sich das Partnervertriebsmodell, welches der F24 AG den Eintritt in Märkte ermöglicht, ohne eigene Tochtergesellschaften vor Ort zu unterhalten.

Auch die Ergebnisentwicklung überzeugte einmal mehr. Gegenüber dem Vorjahr konnte das EBITDA um 25,3 % auf 1,31 Mio. € verbessert werden. Auch die EBITDA-Marge stieg von 24,4 % auf 25,6 %. Diese gute Ergebnisentwicklung wurde trotz der Tatsache erreicht, dass im GJ 2012 erneut rund 0,60 Mio. € an Entwicklungsleistungen aufgewendet wurden, um das Kernprodukt FACT24 weiterzuentwickeln. In der Folge der guten Zahlen erhöht die F24 AG zudem die Dividende und schüttet für das GJ 2012 0,25 € pro Aktie aus.

Für die erwartete Umsatzentwicklung gehen wir davon aus, dass sich diese unverändert dynamisch zeigt und im GJ 2013 eine erneut zweistellige Zuwachsrate von 17,5 % zu verzeichnen sein wird. Auch für das GJ 2014 erwarten wir eine vergleichbare Größenordnung. Hintergrund dieser starken Wachstumsraten ist insbesondere die steigende Kundenbasis. Auf Grund wiederkehrender Umsatzerlöse und sehr niedriger Kündigungsraten von unter 2 % kumulieren sich die Umsatzbeiträge neu gewonnener Kunden zunehmend auf und sorgen für einen entsprechenden Anstieg der monatlichen Umsatzerlöse. Dabei weist die F24 gute Erfolge bei der Neukundenakquise auf. Inzwischen zählt das Unternehmen rund 430 Auftraggeber.

Zudem konnte die F24 AG in den vergangenen Jahren auf Grund der stetigen Weiterentwicklung des Kernproduktes FACT24 steigende durchschnittliche Umsatzerlöse pro Kunde erreichen. Im Rahmen der Entwicklungsoffensive seit 2011 gehen wir davon aus, dass sich dieser Trend in den kommenden Jahren noch einmal beschleunigen und somit zu einem zusätzlichen Wachstumseffekt in Folge von Upselling-Erfolgen führen kann.

Die Entwicklungsoffensive der F24 AG wird auch in den Jahren 2013 und 2014 fortgesetzt werden. Mehr noch sollen die Aufwendungen hierfür nochmals angehoben werden. Dies wird sich insbesondere in überproportional steigenden Personalaufwendungen niederschlagen. Entsprechend prognostizieren wir für das GJ 2013 ein um 13,6 % rückläufiges EBITDA von 1,13 Mio. €, was einer erwarteten EBITDA-Marge von 18,8 % entspricht. Jedoch gehen wir bereits für 2014 davon aus, dass die EBITDA-Marge wieder nachhaltig über die 20%-Schwelle klettert.

Die F24 AG ist ein wachstumsstarkes und hochprofitables Unternehmen. Wenngleich die derzeit erhöhten Entwicklungsaufwendungen die Ergebnisse vorübergehend belasten, wird sich dies in den Folgejahren erwartungsgemäß in einem nochmals beschleunigtem Wachstum und verbesserten Ergebnissen niederschlagen. Die äußerst niedrige Volatilität der Umsatzerlöse verleiht zudem eine gute Planbarkeit für die Entwicklung des Unternehmens.

Unser bisheriges Kursziel von 11,40 € konnte die Aktie der F24 AG jüngst erreichen. Im Rahmen der Prognoseanpassung für 2013 sowie der erstmaligen Einbeziehung des GJ 2014 in den konkreten Prognosezeitraum heben wir das Kursziel nun auf 11,60 € an. Angesichts des aktuellen Kursniveaus von 11,23 € beträgt das Kurspotenzial derzeit damit weniger als 10 %. Entsprechend passen wir das Rating von vormals KAUFEN auf nunmehr HALTEN an.

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 verwandt, 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 Angebotsschreiben 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-ag.de/de/Disclaimer.htm>

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:
<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung.htm>

§ 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/de/Offenlegung.htm>

§ 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;7)

§ 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), stellvertr. 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