



Researchstudie (Update)



COMMUNICATIONS SERVICES

Margenentwicklung im 1. HJ 2013 über Erwartungen - Entwicklungsoffensive steigert Upselling-Potenziale

Rating: KAUFEN (bisher: HALTEN)

Fairer Wert: 12,00 € (bisher: 11,60 €)

WICHTIGER HINWEIS:
Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 9

F24 AG *5

Rating: Kaufen

Kursziel: 12,00

aktueller Kurs: 9,30

29.8.2013 / ETR

Kurszeit: 17:14

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0F5WM7

WKN: A0F5WM

Börsenkürzel: F2Y

Aktienanzahl³: 2,403

Marketcap³: 22,35

EnterpriseValue³: 21,61

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 11

Unternehmensprofil

Branche: Software

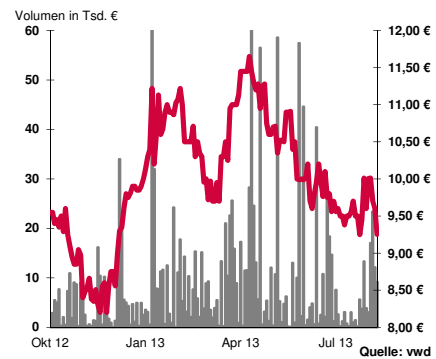
Fokus: Störfall- und Krisenmanagement

Mitarbeiter: 29 Stand: 30.6.2013

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	5,76	6,68
EBITDA	1,05	1,31	1,13	1,36
EBIT	0,89	1,15	0,97	1,21
Jahresüberschuss	0,60	0,84	0,68	0,82

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	0,25	0,35	0,28	0,34
Dividende je Aktie	0,17	0,25	0,25	0,25

Kennzahlen				
EV/Umsatz	5,10	4,22	3,75	3,23
EV/EBITDA	20,87	16,47	19,09	15,85
EV/EBIT	24,64	18,86	22,23	17,89
KGV	37,18	26,70	32,86	27,39
KBV		10,63		

Finanztermine:

Datum: Ereignis

****letztes Research von GBC:**

Datum: Veröffent. / Kursziel in EUR / Rating

17.7.2013: RG / 11,60 / KAUFEN

2.5.2013: RS / 11,60 / HALTEN

12.2.2013: RG / 11,40 / HALTEN

11.2.2013: RS / KAUFEN

5.11.2012: RG / 11,40 / KAUFEN

RS = Research Studie; RG = Research Guide;

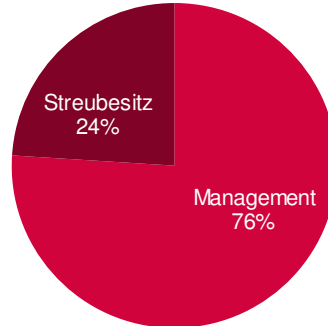
** oben aufgeführte Researchstudie kann unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D 86150 Augsburg angefordert werden.

Unternehmen

Aktionärsstruktur

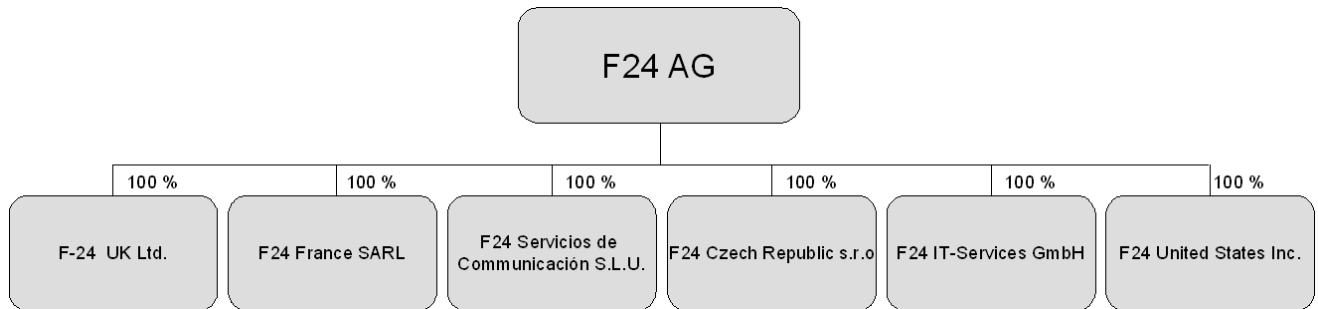
Aktionärsstruktur 31.12.2012

Aktionär	Anteil
Management	76 %
Streubesitz	24 %
Summe	100 %



Quelle: F24, GBC

Konsolidierungskreis



Quelle: F24, GBC

Wichtige Kunden



Quelle: F24

Geschäftsentwicklung 1.HJ 2013 - Wachstumsrate leicht schwächer - Marge steigt

In Mio. €	HJ 2012	HJ 2013	Delta 2012/2013
Umsatzerlöse	2,42	2,63	+8,8 %
EBITDA (Marge)	0,55 (22,5 %)	0,60 (22,7 %)	+9,4 %
EBIT (Marge)	0,47 (19,5 %)	0,52 (19,8 %)	+10,6 %
Konzernergebnis	0,34	0,35	+3,8 %

Quelle: F24, GBC

Umsatzentwicklung - Wachstum um 8,8 % - Konjunktur in Spanien belastet

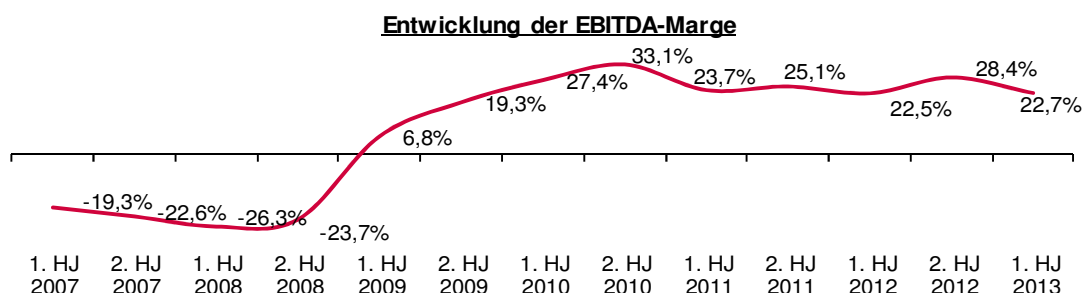
Die Entwicklung der Zahl der Kunden der F24 AG lag im 1. HJ 2013 genau im Rahmen unserer Erwartungen. In unserer Researchstudie (Anno) vom 02.05.2013 haben wir die Annahme getroffen, dass die Ausweitung der Kundenbasis im laufenden GJ 2013 voraussichtlich etwas unterhalb des Vorjahresniveaus liegen wird. Diese Annahme ist insbesondere mit der schwachen konjunkturellen Situation in Spanien zu begründen. Die spanische Gesellschaft war in den vergangenen Geschäftsjahren die erfolgreichste Tochtergesellschaft der F24 AG. Insgesamt hatten wir daher für das GJ 2013 30 neue Kundenverträge antizipiert, nach jeweils 40 in den beiden Vorjahren. Mit rund 450 Kundenverträgen zum Halbjahr liegt die F24 AG damit klar auf Kurs diese Erwartungen zu erfüllen.

Dennoch lag das Wachstum im 1. HJ 2013 mit 8,8 % unter unseren Erwartungen, bzw. flachte sich gegenüber den Vorperioden leicht ab. Angesichts der im Plan liegenden Auftragsentwicklung ist eine geringere Steigerung der durchschnittlichen Umsatzerlöse pro Kunde für das flachere Wachstum verantwortlich, also niedriger als erwartete Umsatzerlöse mit Bestandskunden.

Insgesamt ist die Umsatzsteigerung auf 2,63 Mio. € jedoch unverändert dynamisch und als zufriedenstellend einzuschätzen. Positiv hervorzuheben ist in diesem Zusammenhang auch die Flexibilität der spanischen Tochtergesellschaft, welche auf Grund der verhaltenen konjunkturellen Situation in Spanien die Kundenakquise auf Lateinamerika ausgeweitet hat und Kunden z.B. in Venezuela und Mexiko gewinnen konnte.

Ergebnisentwicklung - hohes, zweistelliges Margenniveau erneut bestätigt

Ergebnisseitig überraschte uns die F24 AG hingegen positiv und konnte ein EBITDA in Höhe von 0,60 Mio. € erwirtschaften und damit 9,4 % mehr als im Vorjahr. Zudem verbesserte sich die EBITDA-Marge um 0,2 Prozentpunkte auf 22,7 %. Das hohe, zweistellige Margenniveau wurde damit erneut bestätigt. Hintergrund der guten Ergebnisentwicklung war neben den Umsatzzuwächsen auch ein niedriger als erwarteter Entwicklungsaufwand. So lagen die internen und externen Entwicklungskosten für die laufende Innovations-Offensive bei 0,38 Mio. € und damit nur leicht über dem Vorjahreswert von 0,30 Mio. €. Unsere Planungen sehen für das GJ 2013 Entwicklungsaufwendungen in Höhe von insgesamt 1,0 Mio. € vor. Jedoch haben sich die Entwicklungsaufwendungen aus personellen Gründen etwas verzögert und werden nun im 2. HJ 2013 deutlich stärker ins Gewicht fallen, jedoch nicht ganz so hoch wie bislang angenommen. Vielmehr ist mit einer partiellen Verschiebung in das GJ 2014 zu rechnen. Die Entwicklungsoffensive des Unternehmens ist indes durch die Verlagerung ins 2. HJ nicht beeinträchtigt. Vielmehr erscheint Anfang September 2013 das neue App „F24 Alert“, mit welchem die Alarmsequenzen nun auch ortsunabhängig per Smartphone oder Tablet-PC ausgelöst werden können. Damit wird deutlich, dass die Entwicklungsanstrengungen erste Erfolge aufweisen.



Quelle: F24, GBC

Prognose und Modellannahmen - Umsatzprognose leicht gesenkt - Marge höher

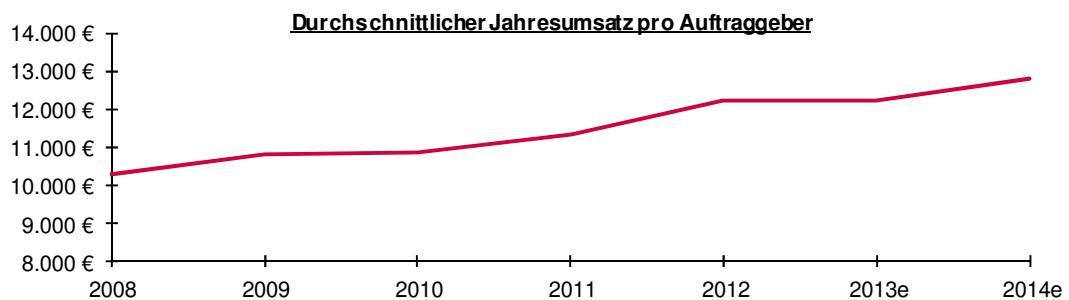
In Mio. €	GJ 2012	GJ 2013e (alt)	GJ 2013e (neu)	GJ 2014e (alt)	GJ 2014e (neu)
Umsatzerlöse	5,12	6,01	5,76	7,01	6,68
EBITDA (Marge)	1,31 (25,6 %)	1,13 (18,8 %)	1,13 (19,7 %)	1,46 (20,8 %)	1,36 (20,4 %)
EBIT (Marge)	1,15 (22,4 %)	0,97 (16,2 %)	0,97 (16,9 %)	1,31 (18,6 %)	1,21 (18,1 %)
Konzernergebnis	0,84	0,68	0,68	0,88	0,82

Quelle: Berechnungen GBC

Umsatzprognosen - Produktinnovationen treiben Umsatzwachstum an

An unserer Erwartungshaltung hinsichtlich der Kundenverträge halten wir unverändert fest und gehen davon aus, dass zum Jahresende 460 Kundenverträge zu Buche stehen werden und damit 30 mehr als zum Ende des Jahres 2012. Jedoch berücksichtigen wir die geringere Steigerung der durchschnittlichen Umsatzerlöse pro Kunde im 1. HJ 2013 und adjustieren unsere Umsatzerwartung für das GJ 2013 daher leicht um 4 % von 6,01 Mio. € auf 5,76 Mio. €. Damit liegt unsere neue Umsatzerwartung, die einem Wachstum von 12,6 % gegenüber 2012 entspricht, auch innerhalb der vom Vorstand ausgegebenen Prognosespanne von 10-15 %.

Entsprechend der Adjustierung für das GJ 2013 passen wir auch unsere Erwartungen für das GJ 2014 proportional an. Weiterhin erwarten wir für 2014 eine deutlich höhere Umsatzdynamik von dann 16,0 %. Dabei wird die laufende Entwicklungsoffensive bereits eine entscheidende Rolle spielen. So wird bspw. das neu gelaunchte App „F24 Alert“ nur in den FACT24-Versionen „premium“ und „ultimate“ verfügbar sein, so dass hier auf Grund des hohen Nutzens für Kunden Upgrade-Potenziale bestehen, was sich positiv auf die durchschnittlichen Umsatzerlöse pro Kunde auswirken sollte. Wir rechnen für das GJ 2014 mit einer Steigerung der durchschnittlichen Umsatzerlöse pro Kunde um 5 %.



Quelle: Berechnungen GBC

Ergebnisprognosen - Ergebnisprognosen unverändert belassen - erneut Dividende

Trotz der leicht reduzierten Umsatzprognosen behalten wir unsere absoluten Ergebnisschätzungen für das GJ 2013 gegenüber unserer Researchstudie (Anno) vom 02.05.2013 unverändert bei. Wenngleich für das 2. HJ 2013 von erhöhten Kosten für Entwicklungen auszugehen ist, sollten diese auf Grund der beschriebenen Verzögerungen etwas niedriger ausfallen als bislang geplant. Entsprechend erwarten wir ein EBITDA für das GJ 2013 in Höhe von weiterhin 1,13 Mio. €, was einem Rückgang um 13,7 % gegenüber dem Vorjahreswert entspricht. Die erwartete EBITDA-Marge verbessert sich hingegen leicht auf einen Wert von 19,7 %, nach zuvor 18,8 %. Die Entwicklungsaufwendungen werden sich vielmehr ins GJ 2014 verschieben, weshalb wir unsere Ergebnisprognosen für 2014 entsprechend angepasst haben und nunmehr ein EBITDA in Höhe von 1,36 Mio. € erwarten.

Unterm Strich wird das Jahresergebnis der F24 AG mit 0,68 Mio. € voraussichtlich etwas deutlicher zurückgehen als auf Ebene des EBITDA. Hintergrund dessen ist ein erwartungsgemäß höherer Steueraufwand als in den Vorjahren, da Verlustvorträge aufgebraucht sind und ein normalisierter effektiver Steuersatz zum Tragen kommt. Dies verdeutlicht die erfolgreiche Entwicklung der ausländischen Tochtergesellschaften. Auf Grund des trotz Entwicklungsanstrengungen hohen Nettoergebnisses rechnen wir zudem mit einer erneuten Dividendenausschüttung auf Niveau des Vorjahres 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 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.

Mit Vorlage des Halbjahresberichtes haben wir eine Prolongation des Kursziels vollzogen. Damit hat dieses nunmehr einen Zeithorizont bis Ende des GJ 2014 (bisher Ende GJ 2013). Das bisherige Kursziel von 11,60 € erhöht sich im Zuge dessen leicht auf **12,00 € (bislang: 11,60 €)**.

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	24,3%
AFA zu operativen Anlagevermögen	45,0%	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	5762,00	6683,00	7686,79	8841,34	10169,31	11696,74	13453,59	15474,32	
<i>US Veränderung</i>	12,6%	16,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	2,0%
<i>US zu operativen Anlagevermögen</i>	14,51	19,54	26,68	34,21	42,00	50,16	58,94	68,61	
EBITDA	1132,00	1363,00	1921,70	2210,34	2542,33	2924,19	3363,40	3868,58	
<i>EBITDA-Marge</i>	19,6%	20,4%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	
EBITA	972,00	1208,00	1767,80	2080,69	2426,02	2815,22	3258,47	3765,87	
<i>EBITA-Marge</i>	16,9%	18,1%	23,0%	23,5%	23,9%	24,1%	24,2%	24,3%	24,3%
Steuern auf EBITA zu EBITA	-288,52	-386,56	-565,69	-665,82	-776,33	-900,87	-1042,71	-1205,08	
	29,7%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%
EBI (NOPLAT)	683,48	821,44	1202,10	1414,87	1649,70	1914,35	2215,76	2560,79	
Kapitalrendite	49,2%	52,1%	71,6%	77,5%	81,4%	84,1%	86,1%	87,7%	78,7%
Working Capital (WC)	1180,00	1336,60	1537,36	1768,27	2033,86	2339,35	2690,72	3094,86	
<i>WC zu Umsatz</i>	20,5%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	
<i>Investitionen in WC</i>	-249,00	-156,60	-200,76	-230,91	-265,59	-305,49	-351,37	-404,15	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	397,00	342,00	288,10	258,46	242,15	233,18	228,25	225,54	
<i>AFA auf OAV</i>	-160,00	-155,00	-153,90	-129,65	-116,30	-108,97	-104,93	-102,71	
<i>AFA zu OAV</i>	40,3%	45,3%	45,0%	45,0%	45,0%	45,0%	45,0%	45,0%	
<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	1678,60	1825,46	2026,72	2276,01	2572,53	2918,97	3320,40	
EBITDA	1132,00	1363,00	1921,70	2210,34	2542,33	2924,19	3363,40	3868,58	
Steuern auf EBITA	-288,52	-386,56	-565,69	-665,82	-776,33	-900,87	-1042,71	-1205,08	
Investitionen gesamt	-349,00	-256,60	-300,76	-330,91	-365,59	-405,49	-451,37	-504,15	
<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	-156,60	-200,76	-230,91	-265,59	-305,49	-351,37	-404,15	
<i>Investitionen in Goodwill</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	494,48	719,84	1055,24	1213,60	1400,41	1617,83	1869,32	2159,36	36004,06
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	26411,22	28087,26							
<i>Barwert expliziter FCFs</i>	6805,88	6703,43							
<i>Barwert des Continuing Value</i>	19605,35	21383,83							
Nettoschulden (Net debt)	-628,73	-740,32							
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00							
Wert des Eigenkapitals	27039,95	28827,57							
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00							
Wert des Aktienkapitals	27039,95	28827,57							
Ausstehende Aktien in Tsd.	2403,000	2403,000							
Fairer Wert der Aktie in EUR	11,25	12,00							

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%
58,7%	11,19	10,37	9,68	9,07	8,55
68,7%	12,62	11,66	10,84	10,13	9,52
78,7%	14,05	12,94	12,00	11,18	10,48
88,7%	15,48	14,22	13,16	12,24	11,44
98,7%	16,91	15,51	14,32	13,29	12,40

Fazit

Wachstum im 1. HJ 2013 etwas verlangsamt - Margenniveau aber über Vorjahr - Kursziel auf 12,00 € angehoben - Rating von HALTEN auf KAUFEN erhöht

Das 1. HJ 2013 der F24 AG war umsatzseitig von einer unverändert guten Wachstumsrate von 8,8 % geprägt. Jedoch fiel das Wachstum gegenüber den Vorperioden niedriger aus, was insbesondere auf die schwache konjunkturelle Situation in Spanien zurückzuführen ist. Zwar lag die Neukundengewinnung im Rahmen unserer Erwartungen, die durchschnittlichen Umsatzerlöse pro Kunde konnten jedoch nicht in dem Maße gesteigert werden, wie wir dies erwartet hatten.

Auf Grund der laufenden Entwicklungsanstrengungen wird sich dies jedoch voraussichtlich in den kommenden Perioden ändern. Als erstes Neuprodukt der Innovationsoffensive erscheint Anfang September 2013 das App „F24 Alert“, zur ortsungebundenen Aktivierung von Alarmen per Smartphone. Da diese Funktionalität nur für die höherpreisigen Produktversionen „premium“ und „ultimate“ verfügbar sind, aber gleichzeitig ein hoher Kundennutzen von der App ausgeht, ist daher mit Upselling-Erfolgen zu rechnen, so wie es die F24 AG bereits in den vergangenen Jahren kontinuierlich aufzeigen konnte.

Die Entwicklungsaufwendungen werden auf der anderen Seite die Ergebnisse für das GJ 2013 und 2014 noch belasten. Wir rechnen für die Jahre 2013 und 2014 mit internen und externen Entwicklungsaufwendungen in Höhe von 0,9 Mio. €, respektive 1,0 Mio. €, was Entwicklungskostenquoten von jeweils über 15 % entspricht.

Umso erfreulicher ist es, dass dennoch davon auszugehen ist, dass die F24 AG weiterhin starke, zweistellige Ergebnismargen erzielen sollte. So haben wir unsere Prognosen für das GJ 2013 bestätigt und gehen unverändert von einer EBITDA-Erwartung von 1,13 Mio. € aus. Die EBITDA-Marge erwarten wir im Zuge der leicht niedrigeren Umsatzannahmen nunmehr bei 19,7 %. Diese Steigerung der EBITDA-Marge sollte dabei aus einer Verschiebung von Teilen der Entwicklungsaufwendungen in das Jahr 2014 herrühren.

Unterm Strich antizipieren wir ein Periodenergebnis im GJ 2013 von 0,68 Mio. €, was erneut eine attraktive Dividendenausschüttung von 0,25 € ermöglicht. Auf aktuellem Kursniveau entspricht dies einer Dividendenrendite von 2,7 %.

Mit Vorlage der Halbjahreszahlen haben wir das Kursziel der F24 AG prolongiert und ziehen nunmehr einen Zeithorizont bis Ende GJ 2014 heran (bislang Ende GJ 2013). Im Zuge dessen erhöht sich das Kursziel für die Aktien der F24 AG von vormals 11,60 € leicht auf nunmehr 12,00 €. Angesichts der Anhebung des Kursziels und der jüngsten Korrektur des Aktienkurses ergibt sich ein derzeitiges Kurspotenzial von rund 30 %. Daher heben wir das bisherige Rating HALTEN auf KAUFEN 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)**§ 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