



Researchstudie (Update)

F24 AG



COMMUNICATIONS-SERVICES

Erwartungen im 1. HJ 2014 übertroffen

-

Prognosen für das GJ 2015 angehoben

Kursziel: 12,50 € (bisher: 12,00 €)

Rating: Kaufen

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: 12,50

Aktueller Kurs: 7,51
26.8.2014 / ETR
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0F5WM7
WKN: A0F5WM
Börsenkürzel: F2Y
Aktienanzahl³: 2,403
Marketcap³: 18,05
Enterprise Value³: 17,41
³ in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: 25,00 %

Transparenzlevel:
m:access

Marktsegment:
Freiverkehr

Rechnungslegung:
HGB

Geschäftsjahr: 31.12.2014

Designated Sponsor:
VEM Aktienbank AG

Analysten:

Felix Gode
gode@gbc-ag.de

Manuel Hölzle
hoelze@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 10

Unternehmensprofil

Branche: Software

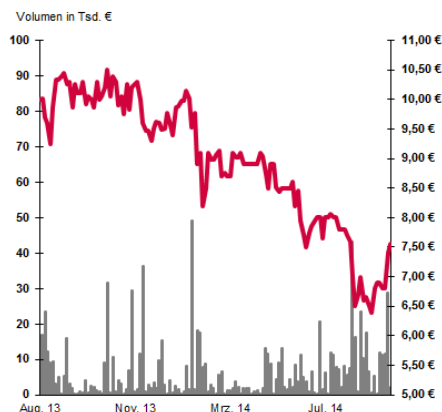
Fokus: Störfall- und Krisenmanagement

Mitarbeiter: 33

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 Krisendienst 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 vier Vertriebsgesellschaften in Großbritannien, Frankreich, Spanien und Tschechien.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014e	31.12.2015e
Umsatz	5,12	5,59	6,27	7,21
EBITDA	1,31	1,09	1,06	1,33
EBIT	1,15	0,91	0,88	1,15
Jahresüberschuss	0,84	0,62	0,60	0,78

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,35	0,26	0,25	0,32
Dividende je Aktie	0,25	0,20	0,20	0,25

Kennzahlen

EV/Umsatz	3,38	3,11	2,78	2,42
EV/EBITDA	13,19	15,97	16,43	13,11
EV/EBIT	15,10	19,20	19,79	15,10
KGV	21,56	28,97	29,88	23,20
KBV		8,39		

Finanztermine

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

29.07.2014: RG / 12,00 / KAUFEN

23.04.2014: RS / 12,00 / KAUFEN

12.03.2014: RS / 12,00 / KAUFEN

29.08.2013: RS / 12,00 / KAUFEN

17.07.2013: RG / 11,60 / KAUFEN

** oben aufgeführte Researchstudien können unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

EXECUTIVE SUMMARY

- Mit 3,01 Mio. € fielen die Umsatzerlöse der F24 AG im 1. HJ 2014 über unseren Erwartungen aus. Die Wachstumsrate lag mit 14,5 % klar über den jeweiligen Zuwächsen der beiden Halbjahre des GJ 2013.
- Hintergrund der deutlichen Zuwächse waren dabei neben dem Neukundenwachstum auch größere Umsatzvolumina, die mit neuen Kunden generiert werden konnten. Zudem zeigt sich das Upselling erfolgreich, indem Kunden zu höheren Produktversionen wechseln.
- Ergebnisseitig überzeugte die F24 AG ebenfalls. Das EBIT lag entgegen unseren Erwartungen mit 0,56 Mio. € sogar um 7,7 % über dem Vorjahreswert. Hintergrund der besser als erwarteten Ergebnisentwicklung waren niedrigere als geplante Entwicklungskosten. Diese betragen im 1. HJ 2014 lediglich 0,51 Mio. €, während wir rund 0,70 Mio. € angenommen hatten. Verantwortlich für die niedriger ausgefallenen Entwicklungskosten waren konservative Planungen und ein guter Projektfortschritt.
- Während wir unsere Umsatzerwartungen von 6,27 Mio. € für das GJ 2014 unverändert belassen, heben wir unsere EBIT-Prognosen deutlich an. Nachdem wir für das GJ 2014 zunächst Entwicklungsaufwendungen von 1,40 Mio. € angenommen hatten, erwarten wir nunmehr, dass sich diese insgesamt nur noch auf 1,10 Mio. € belaufen werden. Dies ist ein wesentlicher Grund dafür, dass wir unsere EBIT-Schätzung von vormals 0,42 Mio. € auf 0,88 Mio. € erhöhen.
- Angehoben haben wir auch unsere Erwartungen für das GJ 2015. Dabei sollten sich die Produktinnovationen bemerkbar machen, bei denen wir derzeit davon ausgehen, dass diese im Q2 2015 erste Umsatzerlöse generieren. Auch die neu strukturierte Vertriebsorganisation sollte sich positiv niederschlagen.
- Insofern erwarten wir für das GJ 2015 ein Umsatzwachstum um 15,0 % auf 7,21 Mio. € sowie einen deutlichen EBIT-Zuwachs auf 1,15 Mio. €. Die EBIT-Marge erwarten wir damit bei 16,0 %, womit diese den historisch erreichten Höchstwerten von rund 20 % bereits wieder sehr nahe kommt. Auch die Dividendenausüttung sollte sich in 2015 weiter erhöhen. Die mittelfristigen, über das Jahr 2015 hinausgehenden, Erwartungen haben wir unverändert belassen.
- **Die guten Fortschritte bei der Entwicklung der neuen Produkte, insbesondere hinsichtlich der mobilen Anwendungen, verkürzen die Dauer der entwicklungsbedingten Ergebnisdelle. Daher sollte die F24 AG bereits in 2015 wieder an die vergangenen Rentabilitätsniveaus anschließen können. Unser bisheriges Kursziel von 12,00 € erhöhen wir vor dem Hintergrund der erhöhten Schätzungen für 2015 auf 12,50 €. Das Rating KAUFEN wird entsprechend dem hohen Kurspotenzial aufrecht erhalten.**

INHALTSVERZEICHNIS

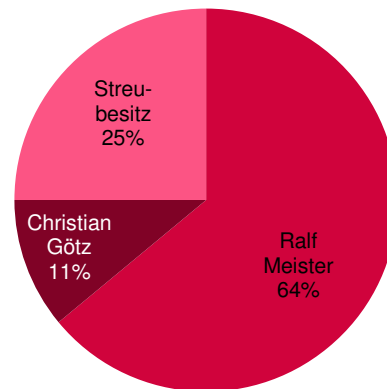
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur (Stand: 31.12.2013)	4
Konsolidierungskreis	4
Wichtige Kunden	4
Geschäftsentwicklung 1. HJ 2014	5
Umsatzentwicklung	5
Ergebnisentwicklung	5
Prognose und Modellannahmen	6
Umsatzprognosen	6
Ergebnisprognosen	6
Bewertung	7
Modellannahmen	7
Bestimmung der Kapitalkosten	7
Bewertungsergebnis	7
DCF-Modell.....	8
Anhang	9

UNTERNEHMEN

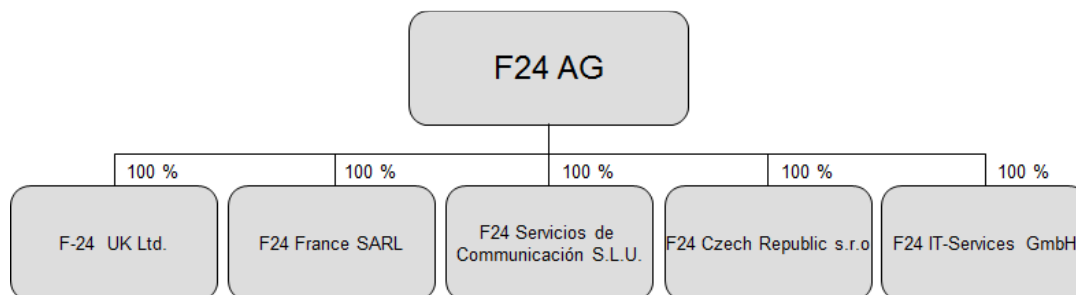
Aktionärsstruktur (Stand: 31.12.2013)

Aktionär	Anteil
Ralf Meister	64 %
Christian Götz	11 %
Streubesitz	25 %
Summe	100 %

Quelle: F24 AG, GBC



Konsolidierungskreis



Quelle: F24 AG, GBC

Wichtige Kunden



Quelle: F24 AG, GBC

Geschäftsentwicklung 1. HJ 2014

GuV (in Mio. €)	1. HJ 2013	Δ zum VJ*	1. HJ 2014
Umsatzerlöse	2,63	+14,5 %	3,01
EBITDA (EBITDA-Marge)	0,60 (22,6 %)	+7,1 %	0,64 (21,2 %)
EBIT (EBIT-Marge)	0,52 (19,8 %)	+7,7 %	0,56 (18,6 %)
Jahresüberschuss	0,35	+6,8 %	0,38

Quelle: F24, GB; *Die Veränderungen beziehen sich auf die nicht gerundeten Größen

Umsatzentwicklung

Mit Umsatzerlösen in Höhe von 3,01 Mio. € konnte die F24 AG unsere Erwartungen im 1. HJ 2014 übertreffen. Die Zuwachsrates betrug damit 14,5 % und übertraf die Wachstumsraten der beiden Vorperioden von jeweils rund 9 % merklich. Dabei war in erster Linie nicht die Anzahl der Neukunden für diesen Zuwachs verantwortlich. Diese bewegten sich in einer ähnlichen Dynamik wie im Vorjahr. Ausschlaggebend war insbesondere die qualitative Verbesserung der Auftragsstruktur. So waren zum einen die Volumina der einzelnen Aufträge größer und zum anderen konnten auch einige Upselling-Erfolge auf höhere Programmversionen erzielt werden. Zudem tragen ergriffene Maßnahmen zur Verbesserung des Vertriebs offenbar Früchte, was sich insbesondere aber ab dem 2. HJ 2014 positiv bei der Neukundengewinnung auswirken sollte.

Die Umsatzentwicklung im 1. HJ 2014 zeigt klar die erfolgreiche Entwicklung der F24 AG auf. Die angestrebte Ausweitung der Umsatzerlöse pro Kunde greift, sowohl hinsichtlich größerer Auftragsvolumina, als auch hinsichtlich der Upselling-Bestrebungen, was zu steigenden Umsatzerlösen pro Kunden führt.

Ergebnisentwicklung

Ergebnisseitig überraschte die F24 AG mit den Halbjahreszahlen noch stärker als umsatzseitig. Mit einem EBIT von 0,56 Mio. € konnte eine Steigerung um 7,7 % gegenüber dem Vorjahr ausgewiesen werden. Dies hatten wir in dieser Größenordnung nicht erwartet, insbesondere da wir von deutlich höheren internen und externen Aufwendungen für die Entwicklung der neuen Produkte ausgegangen waren. Diese lagen nun mit 0,51 Mio. € jedoch unterhalb der Werte, die wir in unseren Prognosen berücksichtigt hatten. Deutlich werden die niedrigeren Kosten in geringer als zunächst angenommenen Zuwächsen der Personalkosten und sonstigen betrieblichen Aufwendungen.

Hintergrund der niedriger ausgefallenen Entwicklungskosten sind in erster Linie die gewohnt konservativen Planungen des Managements der F24 AG. Zum anderen wurden bei der Entwicklung der neuen Produkte, FACT24 2.0 sowie der MobileApp, gute Fortschritte erzielt.

Dank der guten Umsatzentwicklung und der geringeren Entwicklungskosten fielen die Halbjahreszahlen der F24 AG insgesamt deutlich über unseren Erwartungen aus und haben sehr positiv überrascht.

Auch der Cashflow war im 1. HJ 2014 offenkundig sehr stark. Trotz der Dividendenausschüttung in Höhe von 0,48 Mio. € wurde der Cashbestand von 0,63 Mio. € zum 31.12.2013 auf nunmehr 0,66 Mio. € verbessert. Auf Grund der geringen Investitionstätigkeit (Entwicklungsaufwendungen werden nicht aktiviert), ist davon auszugehen, dass der operative Cashflow in einer ähnlichen Größenordnung wie das EBIT ausgefallen ist. Dies wiederum unterstreicht auch einmal mehr die hohe Ergebnisqualität der F24 AG.

Prognose und Modellannahmen

GuV (in Mio. €)	GJ 13	GJ 14e (alt)	GJ 14e (neu)	GJ 15e (alt)	GJ 15e (neu)
Umsatzerlöse	5,59	6,27	6,27	6,95	7,21
EBITDA (Marge)	1,09 (19,4 %)	0,60 (9,6 %)	1,06 (16,9 %)	1,12 (16,2 %)	1,33 (18,4 %)
EBIT (Marge)	0,91 (16,2 %)	0,42 (6,7 %)	0,88 (14,1 %)	0,95 (13,7 %)	0,78 (10,8 %)
Konzernjahres- überschuss	0,62	0,29	0,60	0,64	0,78
EPS in €	0,26	0,12	0,25	0,27	0,32

Quelle: F24, GBC

Umsatzprognosen

Nachdem das 1. HJ 2014 umsatzseitig sehr erfolgreich verlaufen ist, bestätigte das Management die Erwartungen für das Gesamtjahr 2014, mit einer Wachstumserwartung in Höhe 10-12 %. Vor diesem Hintergrund bestätigen auch wir unsere bisherige Umsatzerwartung von 6,27 Mio. €, was einem Wachstum von 12,1 % gleichkommt.

Etwas dynamischer als bislang erwartet, sollte hingegen das GJ 2015 verlaufen. Hierbei sollten sich vor allem die Produktneuentwicklungen positiv niederschlagen. Derzeit gehen wir davon aus, dass diese im Q2 2015 erste Umsatzerlöse beisteuern. Zudem sollte sich der neuorganisierte Vertrieb positiv niederschlagen und insbesondere ab 2015 entsprechende Umsatzeffekte nach sich ziehen. Vor diesem Hintergrund heben wir unsere Umsatzprognose für 2015 von 6,95 Mio. € auf 7,21 Mio. € an und erwarten somit ein Wachstum um 15,0 %.

Ergebnisprognosen

Vor dem Hintergrund der guten Halbjahresergebnisse hat das Management der F24 AG die Ergebnisprognose angehoben und geht nunmehr davon aus, dass in 2014 ein Ergebnis in Höhe des Vorjahres erwirtschaftet wird. In 2013 wurde ein EBIT von 0,91 Mio. € erwirtschaftet.

Maßgeblicher Treiber dieser deutlich angehobenen Prognosen sind die nun niedriger ausfallenden Entwicklungskosten, wenngleich wir davon ausgehen, dass diese im 2. HJ 2014 noch einmal leicht zulegen werden. Während wir bislang mit 1,40 Mio. € Entwicklungsaufwendungen kalkuliert hatten, gehen wir nun von 1,10 Mio. € aus. Entsprechend sollte das Ergebnis höher ausfallen. Gleichzeitig ist auch der allgemeine Kostenzuwachs niedriger als wir bislang annahmen. In der Folge passen wir unsere EBIT-Erwartung für 2014 auf nunmehr 0,88 Mio. € und damit um rund 100 % nach oben an. Unterm Strich sollte sich daraus ein Jahresüberschuss in Höhe von 0,60 Mio. € ergeben, ebenfalls auf Höhe des Vorjahresniveaus.

Im GJ 2015 sollten sich dann die Entwicklungsaufwendungen moderater entwickeln, so dass weitere Ergebnis- und Margenzuwächse zu erwarten sind. Insofern gehen wir davon aus, dass das EBIT dann ein Niveau von 1,15 Mio. € erreichen wird, was einer EBIT-Marge von 16,0 % entspricht. Damit wird gleichzeitig deutlich, dass sich die Ergebnismargen wieder den historisch erreichten Höchstwerten von um die 20 % annähern.

Mit einem sich daraus ergebenden erwarteten Jahresüberschuss in der Größenordnung von 0,78 Mio. € sollte auch eine weitere Anhebung der Dividende möglich sein. Da die F24 AG sehr cashflowstark ist, eine Eigenkapitalquote von über 80 % sowie einen niedrigen Investitionsbedarf in Sachanlagevermögen aufweist, gehen wir davon aus, dass mindestens 75 % des Jahresüberschusses als Dividende ausgeschüttet wird. Gemäß unseren Planungen entspräche dies einer Dividende von 0,25 € für das GJ 2015 bzw. auf aktuellem Kursniveau einer Dividendenrendite von 3,2 %.

BEWERTUNG

Modellannahmen

Die F24 AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2014 und 2015 in Phase 1 erfolgt von 2016 bis 2021 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 31 % 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 unverändert ein Beta von 1,29.

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. Unser bisheriges Kursziel von 12,00 € haben auf Basis der guten Halbjahreszahlen und angehobenen Prognosen für 2015 auf nunmehr **12,50 €** leicht erhöht.

DCF-MODELL

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	24,2%
AFA zu operativen Anlagevermögen	73,5%	effektive Steuerquote im Endwert	31,0%
Working Capital zu Umsatz	30,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 14e	GJ 15e	GJ 16e	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	6267,00	7207,05	8284,50	9523,04	10946,73	12583,27	14464,47	16626,90	
US Veränderung	12,1%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	28,49	105,99	121,83	140,05	160,98	185,05	212,71	244,52	
EBITDA	1060,32	1328,09	2066,98	2376,00	2731,21	3139,53	3608,88	4148,41	
EBITDA-Marge	16,9%	18,4%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	
EBITA	880,32	1153,09	2016,98	2326,00	2681,21	3089,53	3558,88	4098,41	
EBITA-Marge	14,0%	16,0%	24,3%	24,4%	24,5%	24,6%	24,6%	24,6%	24,2%
Steuern auf EBITA	-272,90	-357,46	-625,26	-721,06	-831,17	-957,75	-1103,25	-1270,51	
zu EBITA	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%
EBI (NOPLAT)	607,42	795,63	1391,72	1604,94	1850,03	2131,77	2455,63	2827,90	
Kapitalrendite	40,1%	46,9%	67,4%	62,9%	63,3%	63,6%	63,9%	64,2%	55,9%
Working Capital (WC)	1474,76	1998,33	2485,35	2856,91	3284,02	3774,98	4339,34	4988,07	
WC zu Umsatz	23,5%	27,7%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	
Investitionen in WC	-329,76	-523,57	-487,02	-371,56	-427,11	-490,96	-564,36	-648,73	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	220,00	68,00	68,00	68,00	68,00	68,00	68,00	68,00	
AFA auf OAV	-180,00	-175,00	-50,00	-50,00	-50,00	-50,00	-50,00	-50,00	
AFA zu OAV	81,8%	257,4%	73,5%	73,5%	73,5%	73,5%	73,5%	73,5%	
Investitionen in OAV	-29,00	-23,00	-50,00	-50,00	-50,00	-50,00	-50,00	-50,00	
Investiertes Kapital	1694,76	2066,33	2553,35	2924,91	3352,02	3842,98	4407,34	5056,07	
EBITDA	1060,32	1328,09	2066,98	2376,00	2731,21	3139,53	3608,88	4148,41	
Steuern auf EBITA	-272,90	-357,46	-625,26	-721,06	-831,17	-957,75	-1103,25	-1270,51	
Investitionen gesamt	-358,76	-546,57	-537,02	-421,56	-477,11	-540,96	-614,36	-698,73	
Investitionen in OAV	-29,00	-23,00	-50,00	-50,00	-50,00	-50,00	-50,00	-50,00	
Investitionen in WC	-329,76	-523,57	-487,02	-371,56	-427,11	-490,96	-564,36	-648,73	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	428,66	424,06	904,69	1233,38	1422,93	1640,81	1891,27	2179,17	38550,70

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	27470,09	29537,96
Barwert expliziter FCFs	6478,02	6641,60
Barwert des Continuing Value	20992,07	22896,35
Nettoschulden (Net debt)	-578,01	-497,17
Wert des Eigenkapitals	28048,10	30035,13
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	28048,10	30035,13
Ausstehende Aktien in Mio.	2403,00	2403,00
Fairer Wert der Aktie in EUR	11,67	12,50

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	2,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,29
Eigenkapitalkosten	9,1%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	1,8%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	25,0%
WACC	9,1%

Kapitalrendite	WACC				
	8,5%	8,8%	9,1%	9,4%	9,7%
55,4%	13,63	12,99	12,41	11,88	11,39
55,7%	13,68	13,04	12,45	11,92	11,43
55,9%	13,73	13,09	12,50	11,96	11,47
56,2%	13,78	13,13	12,54	12,00	11,51
56,4%	13,83	13,18	12,59	12,05	11,55

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 oder eine sonstige an der Studiererstellung beteiligte Person 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, CFA, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), Stellv. Chefanalyst
Manuel Hölzle, Dipl. Kaufmann, Chefanalyst

§ 3 Urheberrechte

Dieses Dokument ist urheberrechtlich geschützt. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt und darf nicht reproduziert oder an irgendeine andere Person verteilt werden. Eine Verwendung dieses Dokuments außerhalb den Grenzen des Urhebergesetzes erfordert grundsätzlich die Zustimmung der GBC, bzw. des entsprechenden Unternehmens, sofern es zu einer Übertragung von Nutzungs- und Veröffentlichungsrechten gekommen ist.

GBC AG
Halderstraße 27
D 86150 Augsburg
Tel.: 0821/24 11 33-0
Fax.: 0821/24 11 33-30
Internet: <http://www.gbc-ag.de>

E-Mail: compliance@gbc-ag.de



GBC AG®
- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

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