



Researchstudie (Anno)

F24 AG



COMMUNICATIONS-SERVICES

Entwicklungsaufwendungen belasten Ergebnis vorübergehend
-
Zusätzliches Wachstumspotenzial mit neuem Produkt TrustCase
-
Wieder deutliche Ergebnissteigerung in 2015 erwartet

Kursziel: 12,50 € (bisher: 12,50 €)

Rating: Kaufen

WICHTIGER HINWEIS:

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 16

F24 AG ^{*5a;5b;11}

Rating: KAUFEN
Kursziel: 12,50

Aktueller Kurs: 8,20
21.4.2015 / ETR
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A12UK24
WKN: A12UK2
Börsenkürzel: F2Y
Aktienanzahl³: 2,403
Marketcap³: 19,70
Enterprise Value³: 19,46
³in 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, CFA
gode@gbc-ag.de

Manuel Hölzle
hoelze@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 17

Unternehmensprofil

Branche: Software

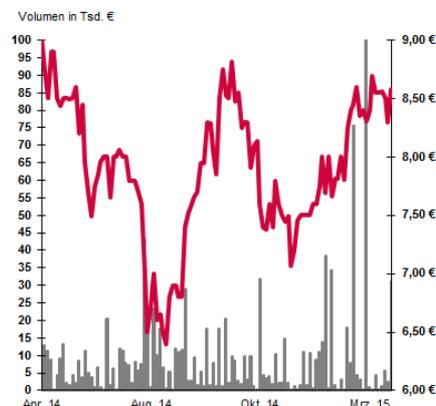
Fokus: Störfall- und Krisenmanagement

Mitarbeiter: 37

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. Ende 2014 wurde darüber hinaus mit der TrustCase GmbH ein neues Tochterunternehmen gegründet, dessen Fokus auf dem Bereich Enterprise Collaboration liegt.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015e	31.12.2016e
Umsatz	5,59	6,23	7,21	8,15
EBITDA	1,09	0,62	1,07	1,63
EBIT	0,91	0,44	0,89	1,60
Jahresüberschuss	0,62	0,34	0,59	1,08

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,26	0,14	0,25	0,45
Dividende je Aktie	0,20	0,00	0,20	0,25

Kennzahlen

EV/Umsatz	3,41	3,12	2,70	2,39
EV/EBITDA	17,50	31,24	18,22	11,94
EV/EBIT	21,03	44,74	21,89	12,16
KGV	31,63	58,64	33,34	18,13
KBV		10,02		

Finanztermine

22.04.2015: m:access Analystenkonferenz
25.06.2015: Hauptversammlung
09.12.2015: MKK

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
08.12.2014: RG / 12,50 / KAUFEN
09.10.2014: RS / 12,50 / KAUFEN
26.08.2014: RS / 12,50 / KAUFEN
29.07.2014: RG / 12,00 / KAUFEN
23.04.2014: RS / 12,00 / KAUFEN

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

EXECUTIVE SUMMARY

- Wie bereits in den Vorjahren, wies die F24 AG auch im GJ 2014 eine gute Wachstumsrate auf. Vor dem Hintergrund niedriger Kündigungsraten seitens der Kunden und neuen Auftragsabschlüssen steigerte die F24 AG ihre Umsatzerlöse in 2014 um 11,5 % auf 6,23 Mio. €.
- Dabei konnte vor allem auch der Auslandsanteil weiter auf nunmehr 36 % gesteigert werden, was die zunehmend internationale Ausrichtung der F24 AG zum Ausdruck bringt. So konnten namhafte Kunden z.B. in Russland, China oder Mexiko gewonnen werden. Insgesamt erhöhte sich die Zahl der Auftraggeber auf 548.
- Auf der Ergebnisseite spiegelte sich einmal mehr die Innovationsoffensive wider, welche bereits in 2013 begonnen wurde. Hierbei geht es um die Erweiterung von Funktionalitäten des Kernproduktes FACT24 sowie die Entwicklung neuer Produkte, wie in 2014 mit TrustCase, einer App-basierten Lösung für die sichere, mobile Kommunikation von Unternehmen.
- Im Zuge dessen lag das EBITDA mit 0,63 Mio. € unterhalb der von uns erwarteten Größenordnung, nachdem wir zum Halbjahr 2014 die Prognosen angehoben hatten. Hintergrund dessen war eine erwartungsgemäß niedrige Entwicklungsaktivität. Auf Grund sich ergebender Opportunitäten wurde im 2. HJ 2014 dann doch eine verstärkte Entwicklungsaktivität vorgenommen, so dass das EBITDA mit 0,63 Mio. € in etwa in Höhe unserer ursprünglichen Erwartung lag.
- Für die Jahre 2015 und 2016 gehen wir weiterhin von zweistelligen Wachstumsraten aus und erwarten Umsatzerlöse von 7,21 Mio. € für 2015 und 8,15 Mio. € für 2016.
- Wenngleich die Entwicklungsanstrengungen in 2015 nochmals auf dem Niveau von 2014 zu erwarten sind, sollte sich bereits eine merkliche Verbesserung der Ergebnisse einstellen. Wir rechnen mit einem EBITDA in Höhe von 1,07 Mio. € bzw. einer EBITDA-Marge von 14,8 %. Für 2016 sollte der Zuwachs vor dem Hintergrund von Skaleneffekten und sinkenden Entwicklungsaufwendungen nochmals dynamischer ausfallen, mit einer EBITDA-Marge von dann 20 %. Zudem sollten die Auswirkungen auf EBIT-Basis verstärkt ausfallen, da Abschreibungen auf immaterielle Vermögenswerte in 2015 auslaufen.
- Insgesamt betrachtet, sehen wir die F24 AG unverändert auf einem guten Weg. Die laufenden Entwicklungsanstrengungen sollten das zukünftige Umsatzpotenzial nochmals erhöhen. Auf Grund der hohen Skalierbarkeit des Geschäftsmodells sollte sich dies auch sehr positiv auf die Ergebnisse auswirken.
- **Auf Grund der unverändert hohen Umsatzdynamik und hohen Rentabilität, welche sich mittelfristig nochmals deutlich verbessern sollte, schätzen wir die Aktie der F24 AG unverändert als sehr attraktiv ein. Unser bisheriges Kursziel von 12,50 € bestätigen wir auf Basis der neuen Schätzungen. Damit behalten wir auch das Rating KAUFEN bei.**

INHALTSVERZEICHNIS

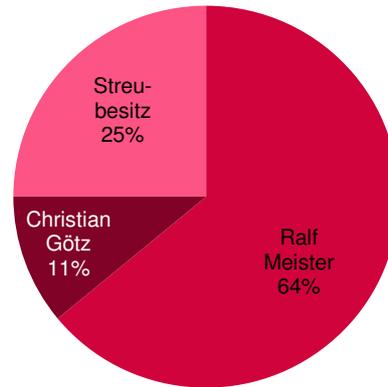
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur (Stand: 31.12.2014)	4
Konsolidierungskreis	4
Wichtige Kunden	4
Markt und Marktumfeld	5
Unternehmensentwicklung & Prognose.....	6
Kennzahlen im Überblick	6
Geschäftsentwicklung 2014	7
Umsatzentwicklung	7
Ergebnisentwicklung	8
Bilanzielle und finanzielle Situation	10
SWOT-Analyse	11
Prognose und Modellannahmen	12
Umsatzprognosen	12
Ergebnisprognosen	13
Bewertung	14
Modellannahmen	14
Bestimmung der Kapitalkosten	14
Bewertungsergebnis	14
DCF-Modell.....	15
Anhang	16

UNTERNEHMEN

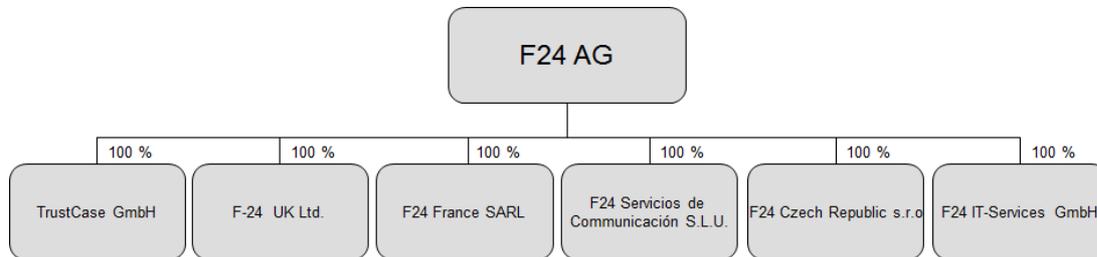
Aktionärsstruktur (Stand: 31.12.2014)

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

Quelle: F24 AG, GBC



Konsolidierungskreis



Quelle: F24 AG, GBC

Wichtige Kunden



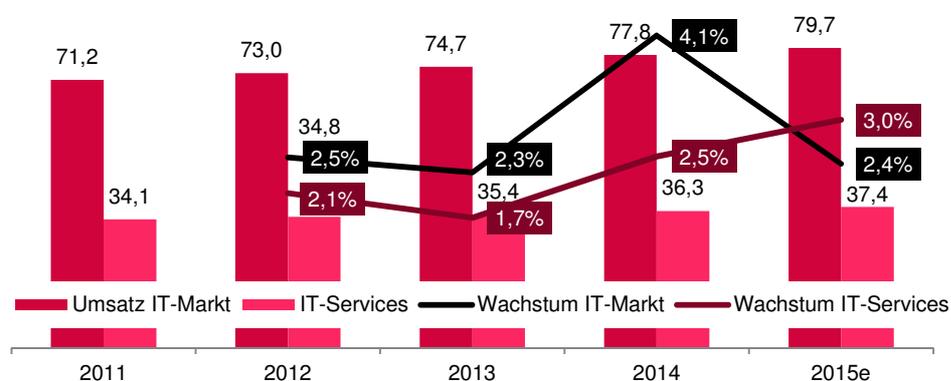
Quelle: F24 AG, GBC

MARKT UND MARKTUMFELD

Der deutsche IT-Markt zeigte sich im Jahr 2014 sehr dynamisch und legte klar überproportional zur Gesamtwirtschaft um 4,1 % auf 77,8 Mrd. € zu. Etwas geringer war das Wachstum im Bereich der IT-Services mit 2,5 % auf 36,3 Mrd. €, was insbesondere auf Projektverschiebungen zurückzuführen war.

Für 2015 erwartet der Branchenverband BITKOM jedoch, dass der Bereich IT-Services mit 3,0 % Wachstum wieder überdurchschnittlich zum gesamten IT-Markt zulegen wird. Die Wachstumstreiber werden dabei gemäß BITKOM die Themen Big Data und Cloud Computing sein.

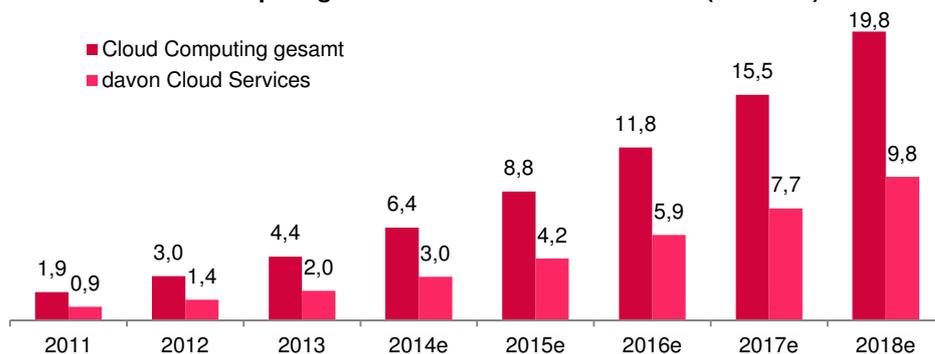
Entwicklung des deutschen IT-Marktes und IT-Service-Marktes (in Mrd. €)



Quelle: BITKOM

Allein der Cloud Computing-Markt mit Unternehmenskunden soll gemäß den Experten von Experton im Jahr 2015 um 39 % auf 8,8 Mrd. € zulegen, nachdem in 2014 voraussichtlich ein Zuwachs um 46 % auf 6,4 Mrd. € erfolgte. Aber auch in den Folgejahren wird das Wachstum voraussichtlich klar zweitstellig bleiben, mit einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 35 %.

Umsatz mit Cloud Computing im B2B-Bereich in Deutschland (in Mrd. €)



Quelle: Experton

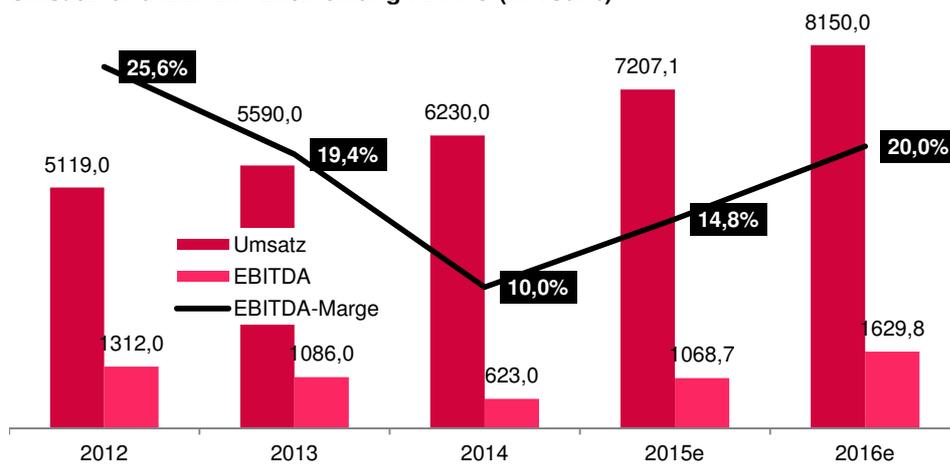
Innerhalb des Cloud Computing ist der Bereich Cloud-Services, der unter anderem den für die F24 AG relevanten Teilbereich Software-as-a-Service (SaaS) umfasst, das wichtigste Segment. 2014 machte dieser einen Anteil bei den Cloud-Lösungen von 47 % aus und soll bis 2018 auf fast 50 % zulegen. Demzufolge ist die erwartete Wachstumsrate bei Cloud-Services mit über 37 % auch entsprechend höher. Als einer der Vorreiter überhaupt im Bereich der SaaS-Lösungen hat die F24 AG damit eine starke Positionierung in diesem Bereich und kann auf eine lange Erfahrungshistorie zurückgreifen.

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG & PROGNOSE

Kennzahlen im Überblick

GuV (in Tsd. €)	GJ 2013		GJ 2014		GJ 2015e		GJ 2016e	
Umsatzerlöse	5590,00	100,0%	6230,00	100,0%	7207,05	100,0%	8150,00	100,0%
sonstige betriebliche Erträge	41,00	0,7%	66,00	1,1%	90,00	1,2%	100,00	1,2%
Materialaufwand	-236,00	-4,2%	-218,00	-3,5%	-216,21	-3,0%	-244,50	-3,0%
Personalaufwand	-2896,00	-51,8%	-3535,00	-56,7%	-3850,00	-53,4%	-4053,00	-49,7%
Abschreibungen	-179,00	-3,2%	-188,00	-3,0%	-180,00	-2,5%	-30,00	-0,4%
sonstige betriebliche Aufwendungen	-1413,00	-25,3%	-1920,00	-30,8%	-2162,12	-30,0%	-2322,75	-28,5%
EBIT	907,00	16,2%	435,00	7,0%	888,72	12,3%	1599,75	19,6%
Zinsergebnis	0,00	0,0%	-12,00	-0,2%	-32,40	-0,4%	-31,19	-0,4%
EBT	907,00	16,2%	423,00	6,8%	856,32	11,9%	1568,57	19,2%
Steueraufwand	-284,00	-5,1%	-87,00	-1,4%	-265,46	-3,7%	-486,26	-6,0%
Jahresüberschuss	623,00	11,1%	336,00	5,4%	590,86	8,2%	1082,31	13,3%
EBITDA	1086,00		623,00		1068,72		1629,75	
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>19,4 %</i>		<i>10,0 %</i>		<i>14,8 %</i>		<i>20,0 %</i>	
EBIT	907,00		435,00		888,72		1599,75	
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>16,2 %</i>		<i>7,0 %</i>		<i>12,3 %</i>		<i>19,6 %</i>	
Ergebnis je Aktie in €	0,26		0,14		0,25		0,45	
Dividende je Aktie in €	0,20		0,00		0,20		0,25	
Aktienzahl in Tsd. Stück	2403,00		2403,00		2403,00		2403,00	

Umsatz- und EBITDA-Entwicklung F24 AG (in Tsd. €)



Quelle: F24, GBC

Geschäftsentwicklung 2014

GuV (in Mio. €)	GJ 2013	Δ zum VJ	GJ 2014
Umsatzerlöse	5,59	+11,5 %	6,23
EBITDA	1,09	--42,6 %	0,62
EBITDA-Marge	19,4%	-9,4 Pp.	10,0%
EBIT	0,91	-52,0 %	0,44
EBIT-Marge	16,2 %	-9,2 Pp.	7,0%
Jahresüberschuss	0,62	-46,1 %	0,34
EPS in €	0,26	-46,1 %	0,14

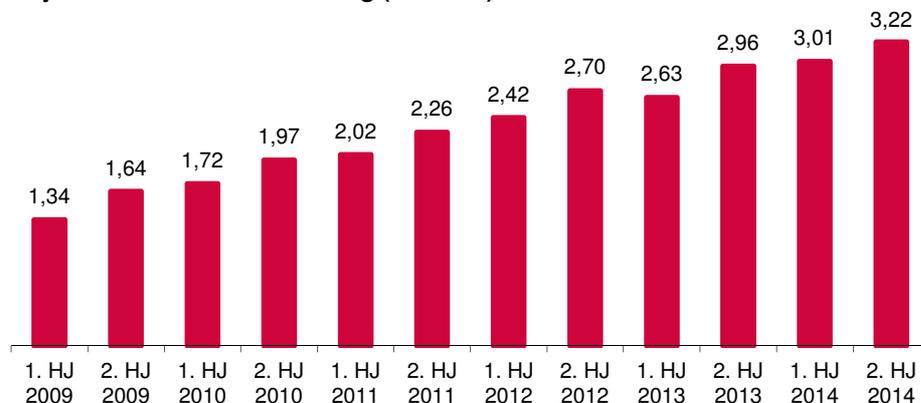
Quelle: F24, GBC

Umsatzentwicklung

Auf Grund der hohen wiederkehrenden Erlöse und der äußerst hohen Kundentreue weist das Geschäftsmodell der F24 AG ein sehr stetiges Wachstum auf, das selbst auf Quartalsebene seit Jahren kaum Unterbrechungen aufweist. Seit dem Börsengang im Jahr 2006 konnte die F24 AG ein durchschnittliches jährliches Wachstum (CAGR) von 18,2 % aufweisen. Auch im GJ 2014 änderte sich an dieser aufwärtsgerichteten Bewegung nichts und das Unternehmen steigerte die Erlöse um 11,5 % auf 6,23 Mio. €.

Ausschlaggebend für die erneut starke Steigerung war einmal mehr der Ausbau des Kundenstamms um 51 Auftraggeber auf 548. Hierbei konnten weitere namhafte Kunden weltweit hinzugewonnen werden, wie die Deutsche Bundesbank, die russische Fluglinie Aeroflot oder HSBC Mexiko.

Halbjährliche Umsatzentwicklung (in Mio. €)

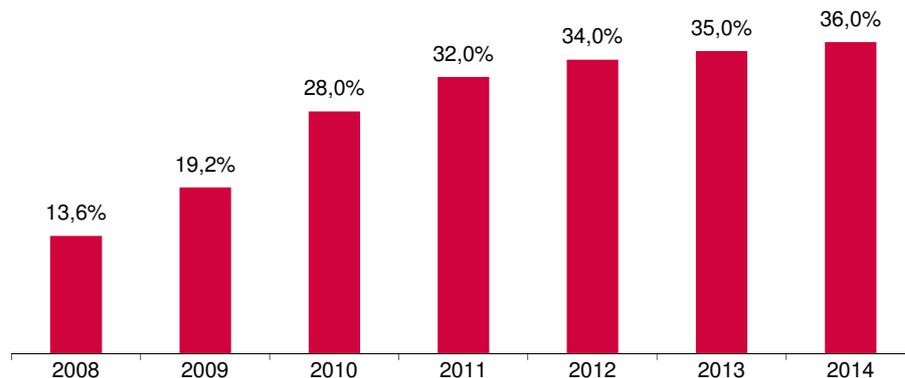


Quelle: F24, GBC

Vor allem waren auch die Auslandsgesellschaften wieder erfolgreich. So wurden in 2014 internationale Kunden z.B. in Russland, Mexiko oder China gewonnen. Dabei spielt auch der Partnervertrieb eine tragende Rolle, der immer besser greift. Inzwischen hat F24 38 Partner für den globalen Vertrieb. In der Folge des erfolgreichen Auslandsvertriebs stieg auch der Umsatzanteil der Auslandsgesellschaften weiter an und lag im Jahr 2014 bereits bei 36 % der Konzernumsätze. Seit Beginn der Internationalisierung im Nachgang des Börsengangs 2006 war ein kontinuierliches Anwachsen des Auslandsanteils zu beobachten.

Insgesamt betrachtet, ist die Umsatzentwicklung der F24 AG auch im GJ 2014 unverändert zufriedenstellend gewesen. Unsere Umsatzprognose von 6,27 Mio. € wurde nahezu exakt erreicht. Dies verdeutlicht vor allem auch, dass die Weiterentwicklungen des Produktes FACT24 von den Kunden entsprechend angenommen werden.

Entwicklung des Umsatzanteils der Auslandsgesellschaften (in %)



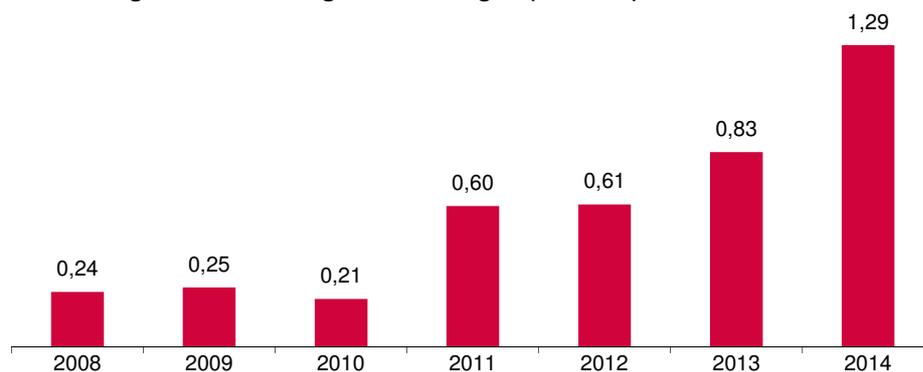
Quelle: F24, GBC

Ergebnisentwicklung

Mit der Veröffentlichung der Halbjahreszahlen 2014 hatten wir unsere Ergebniserwartungen für das GJ 2014 nach oben angepasst. Hintergrund war insbesondere eine niedrigere Erwartung der Entwicklungsaufwendungen die Erweiterungen bei FACT24 sowie neue Produkte betreffend. In der zweiten Jahreshälfte hat das Unternehmen nunmehr doch höhere Entwicklungsaufwendungen gehabt. Dies hat sich aus entsprechenden Opportunitäten ergeben die Entwicklung schneller voranzutreiben, unter anderem personenseitig. Im Zuge dessen war es der F24 AG schneller als geplant möglich das neue Produkt TrustCase, ein verschlüsselter Kommunikationsdienst für Unternehmen, zur Marktreife zu entwickeln.

Die Auswirkungen auf die isolierten Entwicklungsaufwendungen sind entsprechend deutlich gewesen. Mit 1,29 Mio. € lagen diese um 55 % über dem Vorjahresniveau. Davon sind 0,77 Mio. € den eigenen Personalaufwendungen zuzuordnen und 0,52 Mio. € den sonstigen betrieblichen Aufwendungen für extern in Auftrag gegebene Entwicklungsleistungen.

Entwicklung der Entwicklungsaufwendungen (in Mio. €)



Quelle: F24, GBC

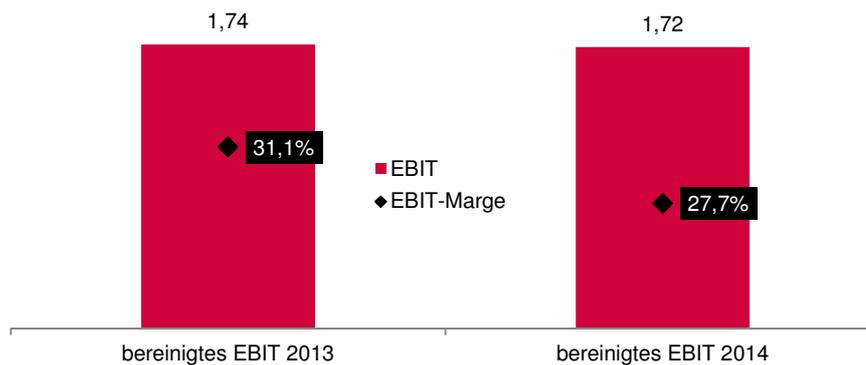
In der Folge der Entwicklungsoffensive sank das EBIT im GJ 2014 von 0,91 Mio. € im Vorjahr auf 0,44 Mio. € in 2014. Damit lag das Ergebnis in Folge der unerwartet verstärkten Entwicklungsaktivität sowohl unterhalb unserer Prognose von 0,88 Mio. €, als auch der Unternehmenseigenen Guidance, die von einem EBIT aus Vorjahresniveau ausging (EBIT 2013: 0,91 Mio. €). Vor unserer Anpassung zum HJ 2014 betrug unsere EBIT-Prognose 0,42 Mio. € und entsprach damit nahezu genau dem erreichten Wert. Dies

zeigt, dass die Abweichung zu unseren Planungen ausschließlich auf die Entwicklungs-offensive zurückzuführen ist, welche im 2. HJ 2014 opportunistisch intensiviert wurde.

Auch von einer anderen Seite aus betrachtet wird deutlich, dass die Prognoseverfehlung ausschließlich auf die Entwicklungsaktivitäten zurückzuführen war. Die nachfolgende Grafik zeigt das um die internen und externen Entwicklungskosten bereinigte EBIT. Mit 1,72 Mio. € lag dieses nahezu auf Vorjahresniveau. Auch die um Entwicklungskosten bereinigte EBIT-Marge lag mit 27,7 % nahe dem Vorjahresniveau.

Das der Vorjahreswert trotz der gesteigerten Umsatzerlöse nicht übertroffen werden konnte, lag an rund 0,10 Mio. € höheren Personalkosten im Zuge der Vorstandserweiterung sowie leicht erhöhten Abschreibungen. Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen, ohne die externen Entwicklungsaufwendungen, blieben nahezu unverändert. Zu beachten ist bei dieser Betrachtung, dass die gestiegenen Personalkosten keinen einmaligen Charakter haben und auch in den Folgejahren entsprechend anfallen werden. Jedoch macht die Betrachtung deutlich, dass die Strukturkosten bei steigenden Umsatzerlösen nur leicht zulegen. Die hohe Skalierbarkeit des Geschäftsmodells der F24 AG wird damit deutlich und zeigt, dass eine Rückkehr zu den historisch bereits erreichten hohen Margenniveaus auf Sicht wieder möglich ist.

Um Entwicklungskosten bereinigtes EBIT (in Mio. €) und bereinigte EBIT-Marge



Quelle: F24, GBC

Nachdem im Vorjahr keine Zinsaufwendungen angefallen waren, beliefen sich diese im GJ 2014 auf 12.000 €. Hintergrund dessen ist die Aufnahme eines Darlehens in Höhe von 1,80 Mio. € zur Finanzierung der Entwicklungsanstrengungen. Im derzeitigen Niedrigzinsumfeld ist diese Fremdkapitalaufnahme sehr günstig und sollte im GJ 2014 zu moderaten Zinsaufwendungen in Höhe von rund 0,03 Mio. € führen.

Mit 20,6 % war auch die effektive Steuerquote sehr niedrig. Hierbei war vor allem das niedrigere Ergebnis in der Muttergesellschaft F24 AG ausschlaggebend, dass durch die Entwicklungsoffensive vorübergehend belastet war.

Bilanzielle und finanzielle Situation

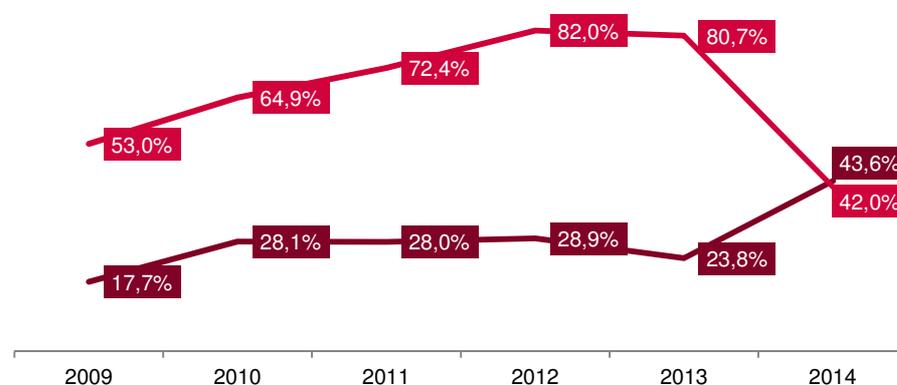
in Mio. €	GJ 2012	GJ 2013	GJ 2014
Eigenkapital	2,10	2,15	1,97
EK-Quote (in %)	82,0 %	80,7 %	42,0 %
Finanzverbindlichkeiten	0,00	0,00	1,80
Liquide Mittel	0,74	0,63	2,04
Nettoverschuldung	-0,74	-0,63	-0,24
Operatives Anlagevermögen	0,46	0,37	0,22
Working Capital	0,91	1,15	1,51

Quelle: F24, GBC

Das bilanzielle Bild der F24 AG wurde im GJ 2014 durch die Entwicklungsoffensive geprägt. Dabei wirkte sich auf die Bilanz insbesondere die Aufnahme des KfW-Darlehens in Höhe von 1,80 Mio. € entsprechend aus. Dadurch verringerte sich die Eigenkapitalquote auf 42,0 %, wohingegen das absolute Eigenkapital mit 1,97 Mio. € gegenüber dem Vorjahr nahezu unverändert blieb.

Dem Darlehen gegenüber standen zum 31.12.2014 2,04 Mio. € an liquiden Mitteln, so dass sich bei der Nettoliquidität gegenüber dem Vorjahr nur eine geringfügige Veränderung ergeben hat. Das aufgenommene Fremdkapital wird insbesondere dazu verwendet, um die vorangeschrittenen Produktentwicklungen zu finanzieren.

Entwicklung von Cashquote und Eigenkapitalquote (in %)



Quelle: F24, GBC

Das operative Anlagevermögen der F24 AG hat im GJ 2014 weiterhin abgenommen. Jedes Jahr nimmt das Unternehmen Abschreibungen in Höhe von 0,125 Mio. € auf den aktivierten Kundenstamm vor. Inzwischen wurde der Kundenstamm über 9 Jahre angeschrieben und beträgt noch 0,125 Mio. €. Im Umkehrschluss wird der Kundenstamm im GJ 2015 letztmalig abgeschrieben, so dass ab dem GJ 2016 eine entsprechend erhöhende Wirkung auf das EBIT und den Jahresüberschuss zu beobachten sein wird. Gleiches gilt des Weiteren für weitere erworbene immaterielle Vermögensgegenstände, deren Abschreibungen in Höhe von 0,36 Mio. € in 2015 zum letzten Mal zu Buche schlagen dürften.

Ende 2015 wird die F24 AG demnach über keine immateriellen Vermögensgegenstände mehr verfügen. Dies unterstreicht die sehr konservative Bilanzierung des Managements, welche für eine hohe bilanzielle Qualität sorgt. Auch die Aufwendungen auf den laufenden Entwicklungsaufwendungen wurden vollständig als Aufwand erfasst und nicht aktiviert.

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> • Hohe Skalierbarkeit des Geschäftsmodells ermöglicht klar 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 % in den vergangenen Jahren • Weiterentwicklungen des Kernproduktes FACT24 werden stetig vorangetrieben, was die Wettbewerbsfähigkeit stärkt 	<ul style="list-style-type: none"> • Noch kleine Unternehmensgröße • Trotz der ebenfalls guten Umsatzentwicklung der Tochtergesellschaften in Tschechien ist die Umsatzbasis noch deutlich niedriger als die der spanischen und französischen Tochtergesellschaften • Durch den geringen Free-Float von 25 % ist die Fungibilität der Aktie eingeschränkt • Rentabilität vorübergehend durch Entwicklungsoffensive beeinträchtigt • Expansion auf den US-Markt wurde auf Grund zu hoher erwarteter Markteintrittskosten wieder gestoppt
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> • Die Aufmerksamkeit für und Nachfrage nach Krisenmanagement nimmt europaweit zu, woraus sich Wachstumspotenziale ergeben • Die Sättigung mit Alarmierungsdienstleistungen in Deutschland und Europa ist noch nicht erreicht • Die Etablierung des Partnervertriebes könnte das Wachstumstempo bei der Neukundengewinnung nochmals beschleunigen, insbesondere in Ländern, in denen die F24 AG nicht mit einer Landesgesellschaft vertreten ist • Die Nachfrage nach den Produkten der F24 hat sich in der Vergangenheit als konjunkturunabhängig erwiesen, was auch in kommenden Rezessionsphasen stützend wirken könnte 	<ul style="list-style-type: none"> • Die geringe Marktsättigung, die steigende Notwendigkeit für Krisenmanagement sowie die hohe Skalierbarkeit des Geschäftsmodells könnte Wettbewerber dazu animieren in den Markt einzutreten • 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

GuV (in Mio. €)	GJ 2014	GJ 2015e (alt)	GJ 2015e (neu)	GJ 2016e
Umsatzerlöse	6,23	7,21	7,21	8,15
EBITDA	0,62	1,33	1,07	1,63
EBITDA-Marge	10,0 %	18,4 %	14,8 %	20,0 %
EBIT	0,44	0,78	0,89	1,60
EBIT-Marge	7,0 %	10,8 %	12,3 %	19,6 %
Konzernjahresüberschuss	0,34	0,78	0,59	1,08
EPS in €	0,14	0,32	0,25	0,45

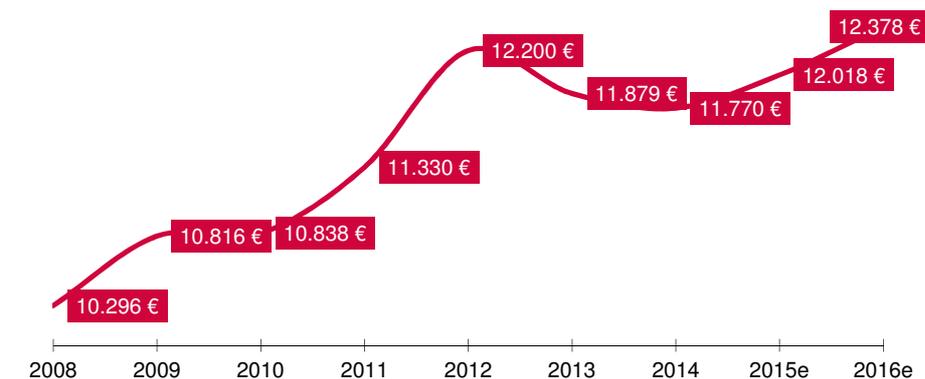
Quelle: F24, GBC

Umsatzprognosen

Für das GJ 2015 hat der Vorstand der F24 AG ein Umsatzwachstum in Höhe von 13-15 % als Guidance ausgegeben. Dies deckt sich ganz überwiegend mit unseren bestehenden Umsatzprognosen, welche ein Umsatz für 2015 von 7,21 Mio. € vorsahen, was einem Zuwachs um 15,7 % gegenüber 2014 entspricht. Insofern bestätigen wir unsere bisherigen Prognosen.

Die Umsatzerlöse in Höhe von 7,21 Mio. € berücksichtigen neben einer unverändert sehr niedrigen Kündigungsrate seitens der Kunden einen weiten Anstieg der Anzahl der Auftraggeber von 548 zum Ende des Jahres 2014 auf 600 zum Jahresende 2015. Darüber hinaus erwarten wir einen Anstieg des durchschnittlichen rechnerischen Jahresumsatzes pro Kunden um rund 2 % auf 12.018 €. Hintergrund dessen sollte die zunehmende Migration der Kunden auf die neue FACT24 Plattform sein, welche weitere Funktionalitäten enthält und eine nochmals verbesserte Servicequalität aufweist. Ende 2014 waren bereits 25 % aller Kunden auf die neue Plattform migriert. Damit haben sich die Möglichkeiten des Upsellings auf die höhere Produktvariante FACT Ultimate erhöht und sollte sich in einer Steigerung des durchschnittlichen Jahresumsatzes pro Auftraggeber niederschlagen. In den vergangenen beiden Jahren war diese Kennzahl rückläufig, da vor allem die Internationalisierung bestehender Kunden, also der Roll-out auf weitere Standorte weltweit, zum Anstieg des Kundenvolumens beigetragen hat.

Durchschnittlicher rechnerischer Jahresumsatz pro Auftraggeber



Quelle: Berechnung GBC

Für 2016 unterstellen wir konservativ einen weiteren Zuwachs der Auftraggeber auf 650 und einen Anstieg des durchschnittlichen Umsatzes pro Auftraggeber um 3,0 % auf 12.378 €. Daher erwarten wir um 13,1 % steigende Umsatzerlöse auf 8,15 Mio. €.

Noch nicht in unseren Prognosen beinhaltet ist das neue Geschäftsfeld Enterprise Collaboration. Im Rahmen der Innovationsoffensive wurde mit TrustCase ein neues Produkt entwickelt, das die sichere, mobile Kommunikation und Zusammenarbeit von Unter-

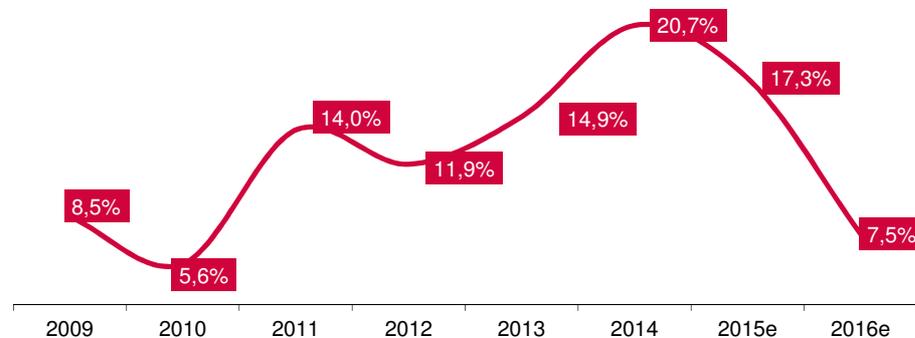
nehmen ermöglicht. Das Produkt ist in Form einer Smartphone-App verfügbar und wird in den nächsten Wochen auf dem Markt kommen. Aber TrustCase wird auch in FACT24 integriert und ist damit von den bestehenden Nutzern von FACT24 nutzbar. Auf Grund der sehr jungen Produkthistorie berücksichtigen wir in unseren Prognosen zunächst keine Umsatzbeiträge aus TrustCase. Dennoch sind wir überzeugt, dass der Bedarf an sicherer Kommunikation gerade auf Unternehmensebene bereits heute ein Kernthema ist und stark zunimmt. Insofern schätzen wir die mittelfristigen Aussichten des Produktes als sehr gut ein.

Ergebnisprognosen

Ergebnisseitig haben vor allem die Entwicklungsaufwendungen der vergangenen Jahre eine wesentliche Rolle gespielt und das Ergebnis vorübergehend belastet. Für das Jahr 2015 hat der Vorstand der F24 AG nochmals Entwicklungsaufwendungen in ähnlicher Größenordnung in Aussicht gestellt. Daher erwarten wir erneut Entwicklungsaufwendungen in Höhe von rund 1,25 Mio. €. Dabei wird jedoch der Anteil der externen Entwicklungsaufwendungen etwas zurückgehen, da die internen personellen Kapazitäten bereits in 2014 nochmals verstärkt wurden. Die Zielrichtung der Entwicklungen soll in 2015 vor allem einen weiteren Ausbau der Funktionalitäten von TrustCase betreffen sowie die Integration in FACT24.

Auf Grund der weiteren Wachstumserwartung gehen wir davon aus, dass der prozentuale Anteil der Entwicklungskosten am Umsatz bereits in 2015 leicht rückläufig sein wird. Noch deutlicher erwarten wir den Rückgang dann in 2016, wo wir deutlich sinkende externe Entwicklungsaufwendungen veranschlagen.

Entwicklungskosten zum Umsatz (in %)



Quelle: Berechnung GBC

Auf EBITDA-Ebene sollten bereits in 2015 merkliche Effekte zu erkennen sein, mit einem Anstieg des EBITDA auf 1,07 Mio. €, was einer EBITDA-Marge von 14,8 % entspricht. Damit liegen wir auch nahe der vom Vorstand ausgegebenen Ziel-EBITDA-Marge für 2015 von 15 %. Noch deutlicher erwarten wir den Anstieg dann für 2016. Einhergehend mit Skaleneffekten und sinkenden Entwicklungsaufwendungen prognostizieren wir einen EBITDA-Anstieg auf 1,63 Mio. € bzw. eine EBITDA-Marge von 20,0 %.

Noch deutlicher sollte der Anstieg in 2016 beim EBIT ausfallen, da Abschreibungen auf den aktvierten Kundenstamm und andere immaterielle Vermögensgegenstände in 2015 auslaufen und das EBIT um insgesamt 0,16 Mio. € pro Jahr entlasten. Der Effekt der Zinsaufwendungen aus dem aufgenommenen Darlehen sollte damit klar überkompensiert werden und auch auf der Nettoebene spürbar positive Effekte hinterlassen.

Zugleich gehen wir vor dem Hintergrund des positiven Ausblicks davon aus, dass für das GJ 2015 wieder die Dividendenzahlung aufgenommen wird, nachdem diese auf Grund der hohen Entwicklungsaufwendungen in 2014 vorübergehend ausgesetzt wird.

BEWERTUNG

Modellannahmen

Die F24 AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2015 und 2016 in Phase 1 erfolgt von 2017 bis 2022 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 10,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 22,5 % 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.

Hinweis: Seit dem 28.01.2015 verwenden wir nicht mehr den Zinssatz für 10-jährige Bundesanleihen, mit einem Mindestsatz von 2,0 %, für die Bestimmung des risikolosen Zinssatzes, sondern eine neue Methodik.

Der risikolose Zinssatz wird fortan gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze nach der Svensson Methode. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen werden die Durchschnittsrenditen der vorangegangenen drei Monate verwendet und das Ergebnis auf 0,25 Basispunkte gerundet. **Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 1,00 %.**

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 8,1 % (bislang: 9,1 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 8,1 % (bisher: 9,1 %).

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 8,1 % errechnet. Unser bisheriges **Kursziel von 12,50 €** haben wir unverändert belassen.

DCF-MODELL

F24 AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Wertetreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase	
Umsatzwachstum	10,0%
EBITDA-Marge	22,5%
AFA zu operativen Anlagevermögen	50,0%
Working Capital zu Umsatz	30,0%

final - Phase	
ewiges Umsatzwachstum	2,0%
ewige EBITA - Marge	22,5%
effektive Steuerquote im Endwert	31,0%

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate		consistency						final
	GJ 15e	GJ 16e	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	Endwert
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	7207,05	8150,00	8965,00	9861,50	10847,65	11932,42	13125,66	14438,22	
<i>US Veränderung</i>	15,7%	13,1%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	2,0%
<i>US zu operativen Anlagevermögen</i>	120,12	148,18	170,76	192,42	214,27	237,17	261,70	288,31	
EBITDA	1068,72	1629,75	2020,71	2222,78	2445,06	2689,57	2958,52	3254,38	
<i>EBITDA-Marge</i>	14,8%	20,0%	22,5%	22,5%	22,5%	22,5%	22,5%	22,5%	
EBITA	888,72	1599,75	1993,21	2196,53	2419,44	2664,25	2933,37	3229,30	
<i>EBITA-Marge</i>	12,3%	19,6%	22,2%	22,3%	22,3%	22,3%	22,3%	22,4%	22,5%
Steuern auf EBITA	-275,50	-495,92	-617,90	-680,92	-750,02	-825,92	-909,34	-1001,08	
<i>zu EBITA</i>	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%
EBI (NOPLAT)	613,22	1103,83	1375,32	1515,61	1669,41	1838,34	2024,02	2228,22	
Kapitalrendite	35,5%	57,9%	60,9%	55,3%	55,5%	55,6%	55,8%	55,9%	52,3%
Working Capital (WC)	1848,08	2205,00	2689,50	2958,45	3254,30	3579,72	3937,70	4331,47	
<i>WC zu Umsatz</i>	25,6%	27,1%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	
<i>Investitionen in WC</i>	-338,08	-356,92	-484,50	-268,95	-295,85	-325,43	-357,97	-393,77	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	60,00	55,00	52,50	51,25	50,63	50,31	50,16	50,08	
<i>AFA auf OAV</i>	-180,00	-30,00	-27,50	-26,25	-25,63	-25,31	-25,16	-25,08	
<i>AFA zu OAV</i>	300,0%	54,5%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	
<i>Investitionen in OAV</i>	-25,00	-25,00	-25,00	-25,00	-25,00	-25,00	-25,00	-25,00	
Investiertes Kapital	1908,08	2260,00	2742,00	3009,70	3304,92	3630,04	3987,85	4381,54	
EBITDA	1068,72	1629,75	2020,71	2222,78	2445,06	2689,57	2958,52	3254,38	
Steuern auf EBITA	-275,50	-495,92	-617,90	-680,92	-750,02	-825,92	-909,34	-1001,08	
Investitionen gesamt	-363,08	-381,92	-509,50	-293,95	-320,85	-350,43	-382,97	-418,77	
<i>Investitionen in OAV</i>	-25,00	-25,00	-25,00	-25,00	-25,00	-25,00	-25,00	-25,00	
<i>Investitionen in WC</i>	-338,08	-356,92	-484,50	-268,95	-295,85	-325,43	-357,97	-393,77	
<i>Investitionen in Goodwill</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	430,14	751,91	893,32	1247,91	1374,19	1513,22	1666,21	1834,52	36281,39

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	27666,56	29147,74
<i>Barwert expliziter FCFs</i>	6594,47	6374,83
<i>Barwert des Continuing Value</i>	21072,09	22772,91
Nettoschulden (Net debt)	-639,74	-887,65
Wert des Eigenkapitals	28306,30	30035,39
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	28306,30	30035,39
Ausstehende Aktien in Mio.	2403,00	2403,00
Fairer Wert der Aktie in EUR	11,78	12,50

Kapitalkostenermittlung:

<i>risikolose Rendite</i>	1,0%
<i>Marktrisikoprämie</i>	5,5%
<i>Beta</i>	1,29
Eigenkapitalkosten	8,1%
<i>Zielgewichtung</i>	100,0%
Fremdkapitalkosten	1,8%
<i>Zielgewichtung</i>	0,0%
Taxshield	25,0%
WACC	8,1%

Kapitalrendite	WACC				
	7,5%	7,8%	8,1%	8,4%	8,7%
48,3%	13,03	12,35	11,75	11,20	10,70
50,3%	13,46	12,76	12,12	11,55	11,03
52,3%	13,90	13,16	12,50	11,90	11,37
54,3%	14,33	13,56	12,88	12,26	11,70
56,3%	14,76	13,97	13,25	12,61	12,03

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: (5a, 5b, 11)

§ 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) a) 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.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Emittenten
- (6) a) 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.
- (6)b) Es erfolgte im Nachgang des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Auftraggebers der Finanzanalyse
- (7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und oder eine sonstige an der Studiererstellung beteiligt 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.
- (10) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen mit dem analysierten Unternehmen geschlossen.

(11) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen, wie z.B. die Gewinnung und/oder Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen bzw. die Gewinnung und/oder Erbringung von Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen (z.B. Präsentation auf Konferenzen, Roundtables, Roadshows etc.)

§ 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