



Researchstudie (Update)

F24 AG



COMMUNICATIONS-SERVICES

Starke Entwicklung im 1. HJ 2016

-

Ergebnisprognosen für 2016 und 2017 angehoben

-

20 % EBITDA-Marge in 2017 angestrebt

Kursziel: 20,80 € (bislang: 17,00 €)

Rating: Kaufen

WICHTIGER HINWEIS:

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 11

F24 AG *5a;5b;11

Rating: Kaufen
Kursziel: 20,80

Aktueller Kurs: 18,95
16.8.2016 / ETR

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A12UK24
WKN: A12UK2
Börsenkürzel: F2Y

Aktienanzahl³: 2,403
Marketcap³: 45,54
Enterprise Value³: 48,10*

³ in Mio. / in Mio. EUR
*Nettoverschuldung zum 30.06.2016 geschätzt

Streubesitz: 26,00 %

Transparenzlevel:
m:access

Marktsegment:
Freiverkehr

Rechnungslegung:
HGB

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:
Dero Bank AG

Analysten:

Felix Gode, CFA
gode@gbc-ag.de

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 12

Unternehmensprofil

Branche: Software

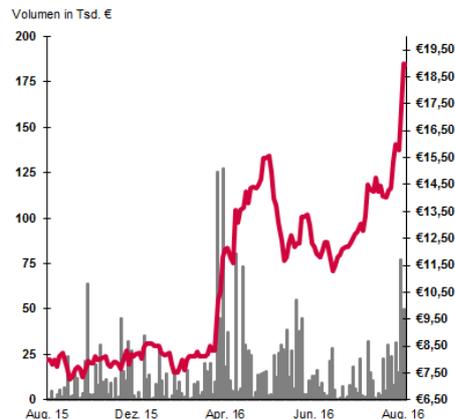
Fokus: Störfall- und Krisenmanagement

Mitarbeiter: 68

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. Anfang 2016 wurde das Schweizer Unternehmen Dolphin Systems übernommen. Das Unternehmen entwickelt und betreibt standardisierte und individuelle Cloud-Lösungen für professionelles Kommunizieren, Informieren, Überwachen und Alarmieren.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016e	31.12.2017e
Umsatz	6,23	7,34	15,24	16,48
EBITDA	0,62	1,13	2,80	3,30
EBIT	0,44	0,95	1,95	2,46
Jahresüberschuss	0,34	0,49	1,10	1,39

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,14	0,21	0,46	0,58
Dividende je Aktie	0,00	0,18	0,25	0,30

Kennzahlen

EV/Umsatz	7,72	6,55	3,16	2,92
EV/EBITDA	77,21	42,42	17,21	14,57
EV/EBIT	110,58	50,69	24,73	19,55
KGV	135,53	92,93	41,40	32,76
KBV		18,73		

Finanztermine

08.12.2016: 22. Münchner Kapitalmarkt Konf.

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

26.04.2016: RS / 17,00 / KAUFEN

17.03.2016: RS / 12,50 / KAUFEN

11.11.2015: RS / 12,50 / KAUFEN

28.08.2015: RS / 12,50 / KAUFEN

24.04.2015: RS / 12,50 / 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 7,51 Mio. € konnte die F24 AG eine deutliche Steigerung der Umsatzerlöse gegenüber dem Vorjahr um 116,7 % erreichen. Dabei ist zu berücksichtigen, dass die im April 2016 akquirierte und seit 01.01.2015 konsolidierte Dolphin Systems AG einen wesentlichen Umsatzbeitrag geleistet hat. Dieser dürfte rund 3,60 Mio. € betragen haben. F24 wies mit dem Kernprodukt FACT24 ein organisches Wachstum um 13 % auf und lag damit zum Halbjahr am oberen Ende der für das Gesamtjahr 2016 ausgegebenen Spanne.
- In der Ergebnisentwicklung spiegelte sich die gute Umsatzentwicklung ebenfalls wider. So kletterte das EBITDA im 1. HJ 2016 auf 1,62 Mio. €. Die EBITDA-Marge erreichte mit 21,5 % einen sehr guten Wert, deutlich über der 20 %-Marke. Neben der organischen Umsatzausweitung bei F24 hat auch die Akquisition für einen entsprechend ergebniserhöhenden Effekt gesorgt. Wir rechnen damit, dass F24 und Dolphin Systems absolut betrachtet in etwa ähnliche Ergebnisbeiträge beigesteuert haben.
- Nicht zuletzt hatte auch der deutliche Rückgang der externen Entwicklungsleistungen einen ergebniserhöhenden Effekt. Nachdem die neue High-end-Produktvariante FACT24 Ultimate+ sowie der sichere Messaging-Dienst TrustCase auf den Markt gebracht wurden, sind die laufenden Entwicklungsleistungen überwiegend mit internen Ressourcen darstellbar.
- Vor dem Hintergrund des starken 1. HJ 2016 hat die F24 AG ihre Erwartungen für das GJ 2016 nach oben korrigiert. Nunmehr geht das Management davon aus, Umsatzerlöse von mehr als 15 Mio. € zu erwirtschaften, bei einer EBITDA-Marge von mindestens 18 %.
- Wir hatten bereits antizipiert, dass die Umsatzerlöse über 15 Mio. € ausfallen werden, weshalb wir unsere Umsatzprognose von 15,24 Mio. € bestätigen. Auch für 2017 haben wir unsere Umsatzerwartung unverändert belassen, wobei wir davon ausgehen, dass diese als konservativ anzusehen ist. Weder die Upselling-Potenziale aus FACT24 Ultimate+ sowie mögliche Synergiepotenziale zwischen F24 und Dolphin Systems sind in der Umsatzprognose reflektiert.
- Bei den Ergebnisprognosen haben wir eine Anpassung nach oben vorgenommen. Nachdem wir bislang für 2016 ein EBITDA von 2,60 Mio. € erwartet haben, gehen wir nunmehr von 2,80 Mio. € aus, was einer EBITDA-Marge von 18,4 % entspricht. Für 2017 erwarten wir bereits das Erreichen der Ziel-EBITDA-Marge von 20 %.
- **Auf Basis der überzeugenden Halbjahreszahlen haben wir unsere Ergebnisprognosen nach oben hin angepasst. In diesem Zusammenhang haben wir gleichzeitig ein neues Kursziel ermittelt. Nachdem wir für die Aktien der F24 AG bislang einen fairen Wert von 17,00 € angesetzt haben, liegt das neue Kursziel nunmehr bei 20,80 €. Auf Basis des aktuellen Aktienkurses von 18,95 € errechnet sich somit ein Kurspotenzial von rund 10 %. Das Rating lautet entsprechend unverändert KAUFEN.**

INHALTSVERZEICHNIS

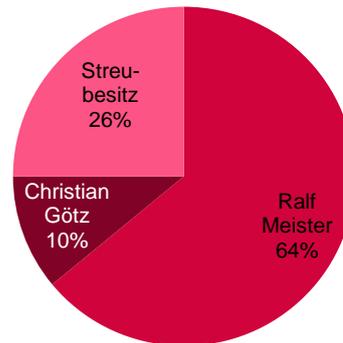
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur (Stand: 30.06.2016)	4
Konsolidierungskreis (Stand: 30.06.2016)	4
Wichtige Kunden.....	4
Geschäftsentwicklung 1. HJ 2016.....	5
Umsatzentwicklung	5
Ergebnisentwicklung	6
Prognose und Modellannahmen	7
Umsatzprognosen	7
Ergebnisprognosen	8
Bewertung	9
Modellannahmen	9
Bestimmung der Kapitalkosten	9
Bewertungsergebnis	9
DCF-Modell.....	10
Anhang	11

UNTERNEHMEN

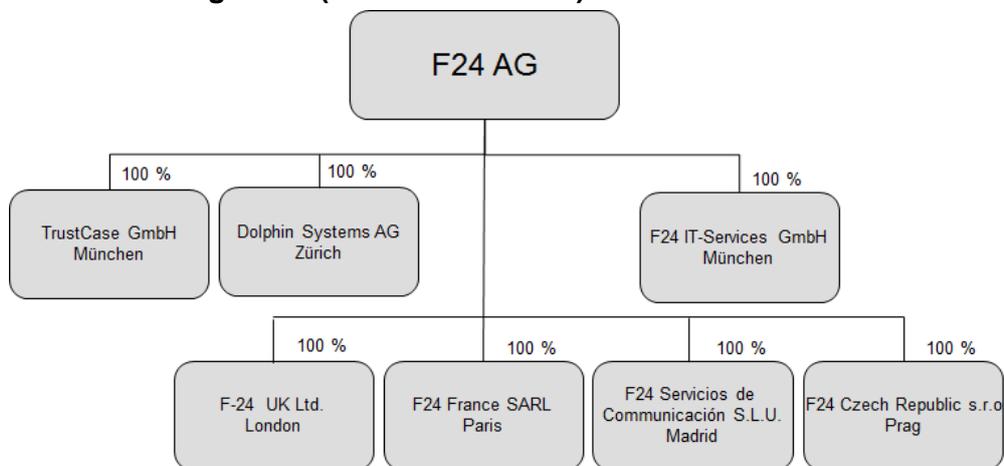
Aktionärsstruktur (Stand: 30.06.2016)

Aktionär	Anteil
Ralf Meister	64 %
Christian Götz	10 %
Streubesitz	26 %
Summe	100 %

Quelle: F24 AG, GBC



Konsolidierungskreis (Stand: 30.06.2016)



Quelle: F24 AG, GBC

Wichtige Kunden



Quelle: F24 AG, GBC

Geschäftsentwicklung 1. HJ 2016

GuV (in Mio. €)	1.HJ 2015	Δ zum VJ	1.HJ 2016
Umsatzerlöse	3,464	+116,7 %	7,506
EBITDA (Marge)	0,345 (10,0 %)	+370,4 %	1,623 (21,6 %)
EBIT (Marge)	0,268 (7,7 %)	+321,6 %	1,130 (15,1 %)
Periodenergebnis	0,120	+485,8 %	0,703

Quelle: F24, GBC

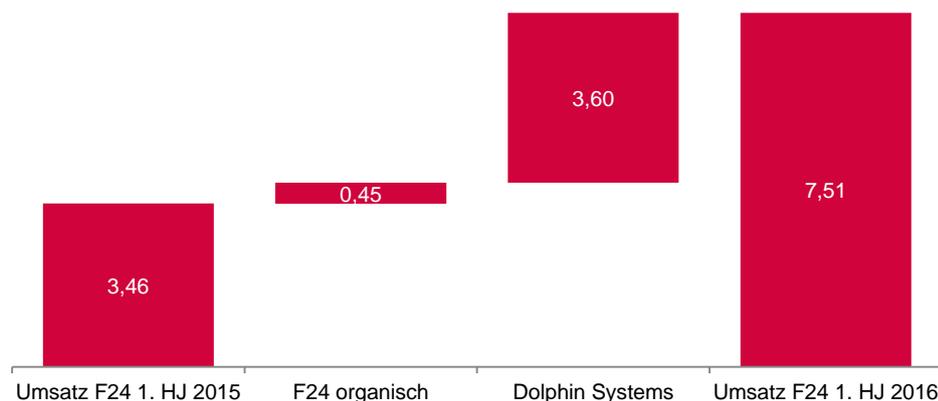
Umsatzentwicklung

Mit 7,51 Mio. € lagen die Umsatzerlöse der F24 AG im 1. HJ 2016 deutlich um 116,7 % über dem Vorjahresniveau. Hierbei wirkte sich maßgeblich die im April 2016 getätigte Übernahme der Dolphin Systems AG aus. Während die Vorjahreswerte ausschließlich die Umsätze der F24 enthielten, steuerte Dolphin Systems nunmehr 3,60 Mio. € bei.

Der Umsatzbeitrag der F24 AG betrug entsprechend 3,91 Mio. €, nach 3,46 Mio. € im Vorjahr. Damit konnte das Unternehmen ein organisches Wachstum um gute 13 % aufweisen. Für das Gesamtjahr 2016 hatte der Vorstand ein Wachstum zwischen 11-13 % in Aussicht gestellt, womit sich F24 zum Halbjahr am oberen Ende der Spanne bewegte. Hintergrund der guten Entwicklung bei F24 sind unverändert die hohen wiederkehrenden Umsatzbeiträge, in Verbindung mit sehr niedrigen Kündigungsquoten. Somit erhöhen Neukunden die Umsatzbasis sukzessive. Auch im 1. HJ 2016 konnte die F24 AG die Kundenanzahl weiter erhöhen und internationale Unternehmen wie 3M, Novartis oder die Banco de Costa Rica als Kunden gewinnen.

Insgesamt hat sich die Kundenanzahl der F24 AG durch die Übernahme der Dolphin Systems AG deutlich auf 1.450 erhöht, womit die Zahl mit den historischen Angaben zu den Kundenaufträgen von FACT24 nicht mehr vergleichbar ist. Erwähnenswert ist jedoch, dass auch das Geschäftsmodell der Dolphin Systems zu rund einem Drittel auf wiederkehrenden Erlösen basiert und das Unternehmen daneben ebenfalls über eine sehr stabile Kundenbasis verfügt.

Entwicklung der Umsatzerlöse (in Mio. €)



Quelle: F24, GBC

Insgesamt betrachtet, schätzen wir die Entwicklung der F24 AG als sehr zufriedenstellend ein. Organisch konnte das Unternehmen erneut mit zweistelligen Zuwachsraten überzeugen und durch die Übernahme der Dolphin Systems AG ist das Unternehmen nicht nur in eine neue Umsatzdimension vorgestoßen, sondern festigt durch die Erweiterung des Produktangebots auch seine Stellung als führendes Unternehmen auf dem europäischen Markt für Alarmierungs- und Krisenmanagement-Lösungen.

Ergebnisentwicklung

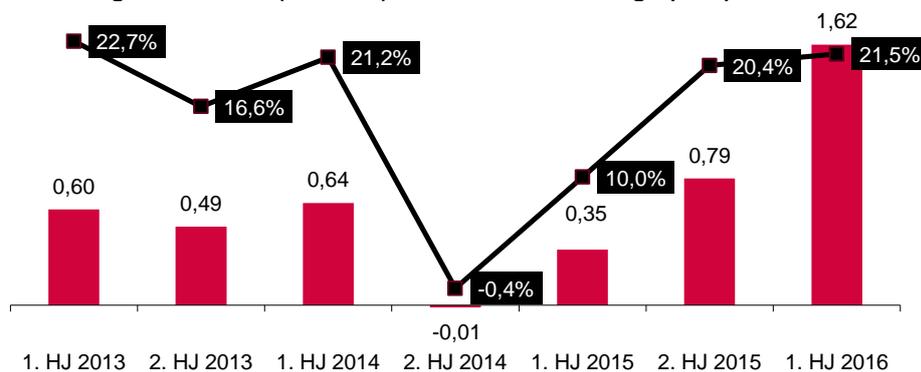
Entsprechend der Umsatzentwicklung wirkte sich die Übernahme der Dolphin Systems AG auch auf die Ergebnisse deutlich erhöhend aus. So lag das EBITDA per 30.06.2016 bei 1,62 Mio. € und damit bereits zum Halbjahr höher als im gesamten GJ 2015. In Anbetracht der historischen Entwicklung der F24 sowie der Dolphin Systems war der EBITDA-Beitrag unserer Einschätzung nach zum Halbjahr in etwa paritätisch.

Dies bestätigt auch die im Zwischenbericht des Unternehmens getroffene Angabe des pro-forma Periodenergebnisses der F24 AG in Höhe von 0,49 Mio. €, bereinigt um die Auswirkungen der Übernahme. Dies berücksichtigt, wird auch bei F24, also ohne Dolphin Systems, deutlich, dass eine maßgebliche Verbesserung des Ergebnisses stattgefunden hat. Denn, im 1. HJ 2015 stand noch ein Periodenergebnis in Höhe von 0,12 Mio. € zu Buche. Hintergrund dieser maßgeblichen Verbesserung ist dabei das Auslaufen der Entwicklungsoffensive, welche das Unternehmen über die Jahre 2014 und 2015 hinweg vorangetrieben hatte. Dabei wurde nicht nur ein Aufbau der internen Entwicklungsressourcen getätigt, sondern auch stark auf externe Entwicklungspartner zurückgegriffen. Dies belastete das Ergebnis sowie die Margen in den Jahren 2014 und 2015. Im 1. HJ 2016 wurden die externen Entwicklungsdienstleistungen nun deutlich reduziert.

Vor diesem Hintergrund war bei den sonstigen betrieblichen Aufwendungen, trotz der Übernahme der Dolphin Systems, nur ein geringer Anstieg von 1,07 Mio. € auf 1,30 Mio. € zu verzeichnen. Die Kostenquote reduzierte sich entsprechend signifikant von 30,9 % auf 17,3 %. Vor diesem Hintergrund ist auch die unterproportionale Entwicklung der Personalaufwendungen zu sehen. Während in den vergangenen Quartalen vor allem im Bereich der Entwicklung Personal eingestellt wurde, sind nunmehr ausreichend interne Entwicklungskapazitäten vorhanden, so dass zunächst kein weiterer Aufbau von Personal in diesem Bereich von Nöten ist. Somit hat sich die Personalkostenquote von 57,3 % im Vorjahr auf nunmehr 51,6 % reduziert.

Mit einem EBITDA von 1,62 Mio. € betrug die EBITDA-Marge im 1. HJ 2016 21,5 % und erreichte damit wieder die Niveaus von vor dem Beginn der Entwicklungsoffensive. Vor allem im 2. HJ 2014 und im 1. HJ 2015 fielen die Margenniveaus temporär niedriger aus.

Entwicklung des EBITDA (in Mio. €) und der EBITDA-Marge (in %)



Quelle: F24, GBC

Die Ergebnisentwicklung der F24 AG zeigte sich im 1. HJ 2016 sehr zufriedenstellend. Die Übernahme der Dolphin Systems hat das absolute Ergebnisniveau in eine neue Größenordnung gehoben, bei gleichbleibend starken Margen. Vor allem indiziert das erreichte Margenniveau der vergangenen beiden Halbjahre, dass auch auf Gesamtjahressicht ähnliche Größenordnungen erreicht werden können.

Prognose und Modellannahmen

GuV (in Mio. €)	GJ 2015	GJ 2016e (alt)	GJ 2016e (neu)	GJ 2017e (alt)	GJ 2017e (neu)
Umsatzerlöse	7,34	15,24	15,24	16,48	16,48
EBITDA (Marge)	1,13 (15,5%)	2,60 (17,0%)	2,80 (18,4%)	3,00 (18,2%)	3,30 (20,0%)
EBIT (Marge)	0,95 (12,9%)	1,75 (11,5%)	1,95 (12,8%)	2,16 (13,1%)	2,46 (14,9%)
Jahresüberschuss	0,49	0,90	1,10	1,18	1,39
EPS in €	0,21	0,37	0,46	0,49	0,58

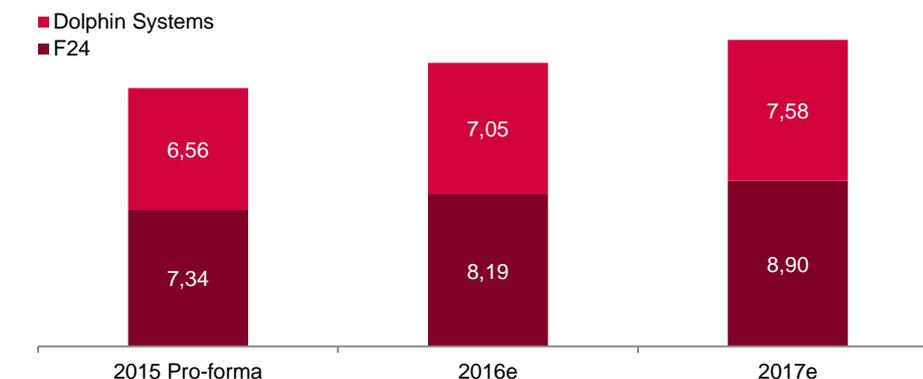
Quelle: F24, GBC

Umsatzprognosen

Im Zuge der Übernahme der Dolphin Systems AG war das Management der F24 AG davon ausgegangen, die Umsatzerlöse gegenüber dem Vorjahr knapp zu verdoppeln. Damit lag die Umsatz-Guidance bei rund 14,7 Mio. €. Nach dem erfolgreichen Verlauf des 1. HJ 2016 wurde die Guidance nun nach oben korrigiert und es werden Umsatzerlöse von nun mindestens 15 Mio. € angestrebt.

In unseren bisherigen Prognosen hatten wir bereits ein Übertreffen der ursprünglichen Guidance antizipiert und waren von einem Wert von 15,24 Mio. € ausgegangen. Dabei haben wir insbesondere zu Grund gelegt, dass mit FACT24 ein Wachstum am oberen Ende der ausgegebenen Spanne von 11-13 % erzielt wird. Zum Halbjahr bestätigte sich dies. Hintergrund des guten Wachstums mit dem Kernprodukt FACT24 ist dabei das gute Kundenwachstum im vergangenen Jahr, aber auch im bisherigen Jahresverlauf 2016. Dabei dürften auch die Entwicklungsarbeiten der vergangenen Jahre eine entscheidende Rolle gespielt haben, welche das Produkt um zahlreiche Funktionalitäten erweitert und damit die Attraktivität und den Nutzen für Kunden gesteigert haben.

Erwartete Verteilung der Umsatzerlöse (in Mio. €)



Quelle: Berechnung GBC

Vor diesem Hintergrund haben wir unsere Umsatzprognosen für 2016, als auch 2017, unverändert belassen. Dabei sind wir jedoch weiterhin der Auffassung, dass vor allem die Erwartung für 2017 als konservativ zu sehen ist. Jüngst brachte die F24 AG die neueste high-end Produktvariante *FACT24 Ultimate+* auf den Markt, welches mit einem Krisenmanagement-Modul ausgestattet ist und in welchem der ebenfalls von F24 entwickelten Massaging-Dienst *TrustCase* integriert ist. Daneben eröffnen sich mit *FACT24 Ultimate+* auch Upselling-Potenziale mit bestehenden Kunden.

Noch nicht in den Prognosen erfasst sind zudem mögliche Synergiepotenziale zwischen F24 und Dolphin Systems, die sich erst in den kommenden Perioden eröffnen werden. Jedoch hat das Management hier bereits verschiedene Ansätze identifiziert, die nun schrittweise umgesetzt werden sollen.

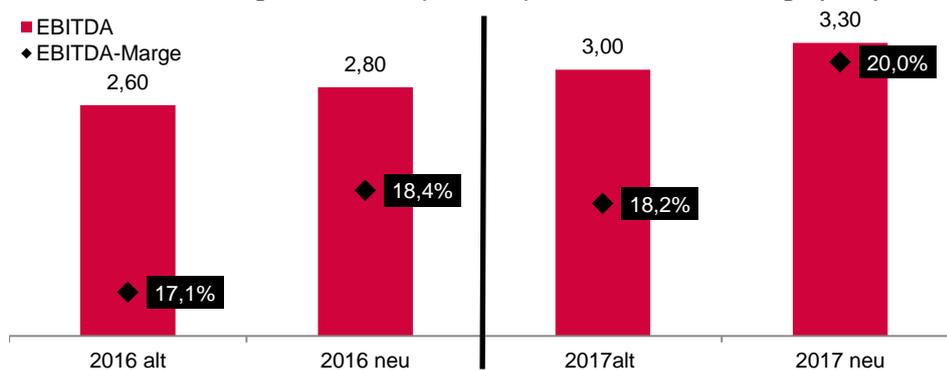
Ergebnisprognosen

Auch bei der Ergebnisentwicklung zeigte sich das 1. HJ 2016 außerordentlich stark, weshalb das Management der F24 AG auch bei der Ergebnisentwicklung die Prognose für das GJ 2016 anheb. Bislang wurde eine EBITDA-Marge von mindestens 15 % angestrebt. Nun wurde die Prognose auf einen Wert von mindestens 18 % angehoben.

Ein wesentlicher Faktor für die erwartete Margensteigerung auf Gesamtjahressicht sind neben der Umsatzverbesserung die gegenüber dem Vorjahr deutlich reduzierten externen Entwicklungsaufwendungen bei F24. Nachdem die Entwicklung von FACT Ultimate+ sowie von TrustCase in den vergangenen zwei Jahren auch substantielle externe Entwicklungsunterstützung benötigte, können die laufenden Entwicklungsprojekte nunmehr überwiegend mit internen Ressourcen vorangetrieben werden.

Deutlich wird die Entwicklung der externen Entwicklungskosten in den sonstigen betrieblichen Aufwendungen. Diese lagen im 1. HJ 2016 mit 1,30 Mio. € lediglich um 0,23 Mio. € über dem Vorjahreswert, wobei in dem Wert 2016 Dolphin Systems bereits enthalten ist.

Erwartete Entwicklung des EBITDA (in Mio. €) und der EBITDA-Marge (in %)



Quelle: Berechnung GBC

Wir heben mit den Halbjahreszahlen 2016 auch unsere Ergebnisprognosen für das GJ 2016 sowie 2017 an. Nachdem wir bislang ein EBITDA von 2,60 Mio. € erwartet hatten, gehen wir nunmehr von 2,80 Mio. € aus. Die erwartete EBITDA-Marge liegt damit nun bei 18,4 %. Für das erwartete EBITDA 2017 haben wir ebenfalls eine Anpassung nach oben, auf 3,30 Mio. €, vorgenommen, was einer EBITDA-Marge von 20 % entspricht. Damit erwarten wir für 2017 bereits das Erreichen der Ziel-EBITDA-Marge.

Bereits in der Vergangenheit hat die F24 AG gezeigt, dass EBITDA-Werte in dieser Größenordnung erreicht werden können. Nicht zuletzt vor dem Hintergrund der neu entwickelten Produkte sollte es dem Unternehmen möglich sein, wieder in diese Margenregion zu gelangen. Auch die Übernahme der Dolphin Systems sollte dabei unterstützend wirken, denn das Unternehmen weist eine ähnliche Margenstruktur wie F24 auf. Zudem sind potenzielle Synergiepotenziale derzeit noch nicht in den Prognosen berücksichtigt. Zu denken ist hierbei etwa an eine verstärkte Zusammenarbeit beider Unternehmen in den Bereichen Vertrieb oder Entwicklung, was für Kostensynergien sorgen könnte.

Insgesamt sehen wir die F24 AG auf einem unverändert guten Weg, vor allem auch was den mittel- und langfristigen Zeitraum über die kommenden Jahre anbelangt. Aufgrund der Kombination eines starken Geschäftsmodells bzw. starker Produkte in einer attraktiven Marktnische sollte es dem Unternehmen auch in den kommenden Jahren gelingen, gute Wachstumsraten zu generieren, bei gleichzeitig hohen Ergebnismargen.

BEWERTUNG

Modellannahmen

Die F24 AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2016 und 2017 in Phase 1 erfolgt von 2018 bis 2023 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 20 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 40 % 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.

Der risikolose Zinssatz wird 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 % (bislang: 1,50 %).**

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: 8,6 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 95 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 7,8 % (bisher: 8,3 %).

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 7,8 % errechnet. Daraus errechnet sich ein fairer Wert je Aktie in Höhe von 20,80 €. Unser bisheriges Kursziel von 17,00 € haben wir entsprechend angehoben. Hintergrund der deutlichen Anhebung des Kursziels ist dabei neben dem niedrigeren risikolosen Zinssatz die angehobenen Ergebnisprognosen für 2016 und 2017.

DCF-MODELL

F24 AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Wertetreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	10,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	20,0%	ewige EBITA - Marge	17,0%
AFA zu operativen Anlagevermögen	14,5%	effektive Steuerquote im Endwert	31,0%
Working Capital zu Umsatz	0,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate		consistency						final
	GJ 16e	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	Endwert
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	15,24	16,48	18,13	19,94	21,94	24,13	26,54	29,20	
US Veränderung	107,7%	8,2%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	2,32	2,83	3,57	4,65	6,25	8,83	13,60	24,92	
EBITDA	2,80	3,30	3,63	3,99	4,39	4,83	5,31	5,84	
EBITDA-Marge	18,3%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	
EBITA	1,95	2,46	2,78	3,11	3,51	3,95	4,43	4,96	
EBITA-Marge	12,8%	14,9%	15,3%	15,6%	16,0%	16,4%	16,7%	17,0%	17,0%
Steuern auf EBITA	-0,76	-0,96	-1,11	-1,24	-1,40	-1,58	-1,77	-1,98	
zu EBITA	39,0%	39,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	31,0%
EBI (NOPLAT)	1,19	1,50	1,67	1,87	2,10	2,37	2,66	2,98	
Kapitalrendite	37,8%	26,8%	32,1%	39,8%	53,9%	75,8%	113,5%	190,5%	298,1%
Working Capital (WC)	-0,68	-0,47	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
WC zu Umsatz	-4,5%	-2,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
Investitionen in WC	1,00	-0,21	-0,47	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	6,56	5,82	5,07	4,29	3,51	2,73	1,95	1,17	
AFA auf OAV	-0,85	-0,84	-0,84	-0,88	-0,88	-0,88	-0,88	-0,88	
AFA zu OAV	13,0%	14,4%	14,5%	14,5%	14,5%	14,5%	14,5%	14,5%	
Investitionen in OAV	-7,31	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	
Investiertes Kapital	5,87	5,35	5,07	4,29	3,51	2,73	1,95	1,17	
EBITDA	2,80	3,30	3,63	3,99	4,39	4,83	5,31	5,84	
Steuern auf EBITA	-0,76	-0,96	-1,11	-1,24	-1,40	-1,58	-1,77	-1,98	
Investitionen gesamt	-6,31	-0,31	-0,57	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	
Investitionen in OAV	-7,31	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	
Investitionen in WC	1,00	-0,21	-0,47	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-4,27	2,03	1,94	2,65	2,88	3,15	3,44	3,76	59,95
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	49,84	51,70							
Barwert expliziter FCFs	14,38	13,47							
Barwert des Continuing Value	35,47	38,23							
Nettoschulden (Net debt)	2,97	1,73							
Wert des Eigenkapitals	46,87	49,97							
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00							
Wert des Aktienkapitals	46,87	49,97							
Ausstehende Aktien in Mio.	2,40	2,40							
Fairer Wert der Aktie in EUR	19,51	20,80							

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,29
Eigenkapitalkosten	8,1%
Zielgewichtung	95,0%
Fremdkapitalkosten	3,2%
Zielgewichtung	5,0%
Taxshield	25,0%
WACC	7,8%

Kapitalrendite	WACC				
	7,2%	7,5%	7,8%	8,1%	8,4%
294,1%	22,99	21,72	20,58	19,56	18,64
296,1%	23,12	21,83	20,69	19,66	18,73
298,1%	23,24	21,95	20,80	19,76	18,83
300,1%	23,36	22,06	20,90	19,86	18,92
302,1%	23,49	22,18	21,01	19,96	19,02

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 anderen 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 Wertes 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, Aktienrückkäufe, 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 eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Auftraggebers.
- (7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und 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.
- (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 möglichen Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese, sofern vorhanden, offenzulegen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, Susanne Klebl, Email: klebl@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) und Jörg Grunwald.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Felix Gode, CFA, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), Stellv. Chefanalyst
Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Finanzanalyst

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

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