



Researchstudie (Anno)

F24 AG



COMMUNICATIONS-SERVICES

Entwicklungsoffensive stärkt mittelfristiges Wachstumspotenzial

-

2015 wieder zweistellige EBIT-Marge zu erwarten

Kursziel: 12,00 € (bisher: 12,00 €)

Rating: Kaufen

WICHTIGER HINWEIS:

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

F24 AG^{*5}

Rating: KAUFEN
Kursziel: 12,00

Aktueller Kurs: 8,61
22.4.2014 / ETR
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0F5WM7
WKN: A0F5WM
Börsenkürzel: F2Y

Aktienanzahl³: 2,403
Marketcap³: 20,69
Enterprise Value³: 20,06
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 17

Unternehmensprofil

Branche: Software

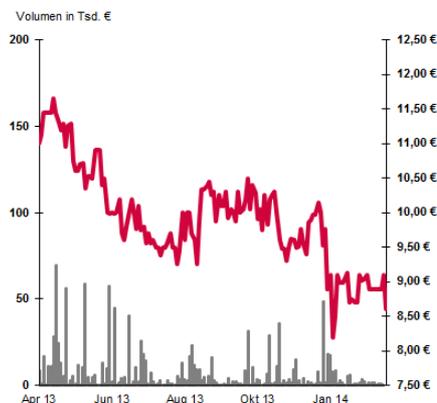
Fokus: Störfall- und Krisenmanagement

Mitarbeiter: 32

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	6,95
EBITDA	1,31	1,09	0,60	1,12
EBIT	1,15	0,91	0,42	0,95
Jahresüberschuss	0,84	0,62	0,29	0,64

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,35	0,26	0,12	0,27
Dividende je Aktie	0,25	0,20	0,10	0,20

Kennzahlen

EV/Umsatz	3,90	3,59	3,20	2,89
EV/EBITDA	15,21	18,40	33,43	17,91
EV/EBIT	17,41	22,04	47,75	21,11
KGV	24,72	33,37	71,34	32,33
KBV		9,62		

Finanztermine

21.05.2014: Münchner Kapitalmarkt Konferenz
02.06.2014: Hauptversammlung

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
12.03.2014: RS / 12,00 / KAUFEN
29.08.2013: RS / 12,00 / KAUFEN
17.07.2013: RG / 11,60 / KAUFEN
02.05.2013: RS / 11,60 / HALTEN
12.02.2013: RG / 11,40 / HALTEN

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

EXECUTIVE SUMMARY

- Die F24 AG konnte im GJ 2013 erneut ein deutliches Wachstum um 9,2 % auf 5,59 Mio. € aufweisen. Ursächlich dafür waren insbesondere Neukunden, die im 2. HJ 2013 gewonnen wurden. Hingegen waren noch im 1. HJ 2013 auf Quartalsbasis vorübergehend leichte Umsatzrückgänge zu verzeichnen, was auf die angespannte Situation im Energiesektor und damit verbundenen Kundenabgängen zurückzuführen war.
- Insgesamt konnte die F24 AG damit die eigenen gesteckten Ziele, die ein Wachstum um 10-15 % vorsahen, nicht ganz erreichen. Auch unsere Umsatzerwartung wurde leicht um 3 % unterschritten.
- Dennoch ist zu konstatieren, dass die F24 AG ihren Wachstumskurs mit deutlichen Zuwächsen fortsetzen konnte. Auch die Auslandsgesellschaften entwickelten sich nach wie vor positiv und konnten ihren Anteil am Konzernumsatz weiter ausbauen. Inzwischen tragen die Gesellschaften in Spanien, Frankreich, Tschechien und UK rund 35 % zum Gesamtumsatz bei.
- Ergebnisseitig war das Jahr 2013 von den Entwicklungsanstrengungen zur Verbesserung und Erweiterung des Kernproduktes FACT24 geprägt. Im Rahmen dessen wurden die Entwicklungsaufwendungen auf 0,83 Mio. € bzw. 14,8 % vom Umsatz erhöht. In den kommenden Perioden sollte dies zu einer nochmals verbesserten Marktstellung und damit stärkeren Wachstumsraten zum einen und zum anderen zu Upselling-Potentialen bei bestehenden Kunden führen.
- Diese temporär erhöhten Entwicklungsleistungen werden auch in 2014 nochmals intensiviert. Gemäß Management-Aussage sollen die Aufwendungen um weitere 70 % und damit auf rund 1,40 Mio. € angehoben werden. Dies wird im GJ 2014 zu einer erneuten Belastung der Ergebniskennzahlen führen. Wir gehen davon aus, dass das EBIT im Zuge des weiteren Mitarbeiteraufbaus von 0,91 Mio. € in 2013 auf nunmehr 0,42 Mio. € im laufenden GJ 2014 zurückgeht. Unterm Strich gehen wir jedoch davon aus, dass mit einem Jahresüberschuss in Höhe von 0,29 Mio. € nach wie vor ein positives Nettoergebnis erreicht wird.
- Im GJ 2015 gehen wir bereits davon aus, dass das Auslaufen der Entwicklungs-offensive zu einer deutlichen Stärkung der Rentabilität beiträgt. So erwarten wir, dass mit einem EBIT von dann 0,95 Mio. € bereits das Niveau von 2013 wieder übertroffen wird. In den darauffolgenden Perioden ist darüber hinaus davon auszugehen, dass sich die EBIT-Margen auf die in der Historie bereits erzielten Größenordnungen von 25 % und höher zubewegen
- **Unser bisheriges Kursziel von 12,00 € haben wir trotz der vorübergehend schwächer erwarteten Ergebnisentwicklung im GJ 2014 unverändert belassen. Hintergrund dessen ist, dass in den kommenden Jahren unverändert mit einem deutlichen Umsatz- und Ergebniszuwachs zu rechnen ist. Das mittelfristige Umsatz- und Ergebnispotenzial wird durch die derzeitigen Investitionen in das Hauptprodukt FACT24 vielmehr noch einmal erhöht. Dieses mittelfristige Potenzial ist unseres Erachtens noch nicht im derzeitigen Kursniveau reflektiert.**

INHALTSVERZEICHNIS

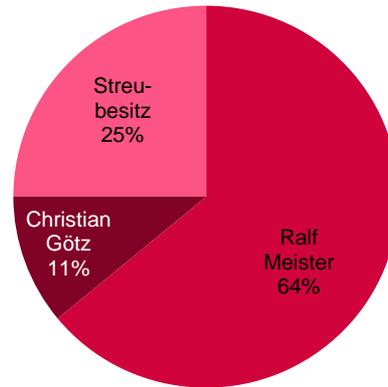
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur (Stand: 31.12.2013)	4
Konsolidierungskreis	4
Wichtige Kunden	4
Markt und Marktumfeld	5
Unternehmensentwicklung & Prognose	6
Kennzahlen im Überblick	6
Geschäftsentwicklung 2013	7
Differenzanalyse	7
Umsatzentwicklung	7
Ergebnisentwicklung	8
Bilanzielle und finanzielle Situation	10
SWOT-Analyse	11
Prognose und Modellannahmen	12
Umsatzprognosen	12
Ergebnisprognosen	12
Bewertung	14
Modellannahmen	14
Bestimmung der Kapitalkosten	14
Bewertungsergebnis	14
DCF-Modell	15
Anhang	16

UNTERNEHMEN

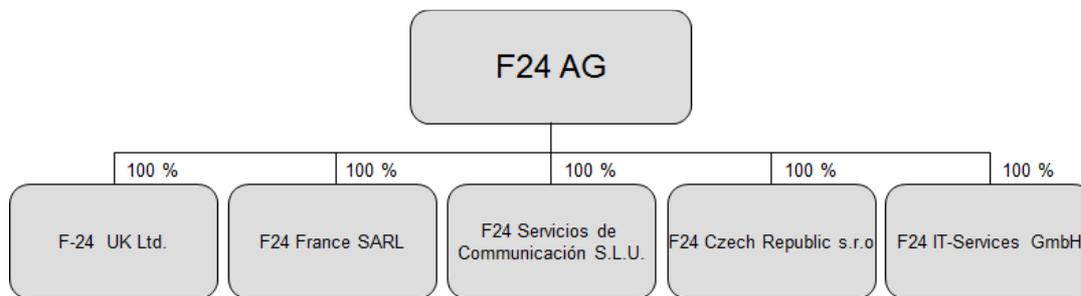
Aktionärsstruktur (Stand: 31.12.2013)

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

Quelle: F24 AG, GBC



Konsolidierungskreis



Quelle: F24 AG, GBC

Wichtige Kunden

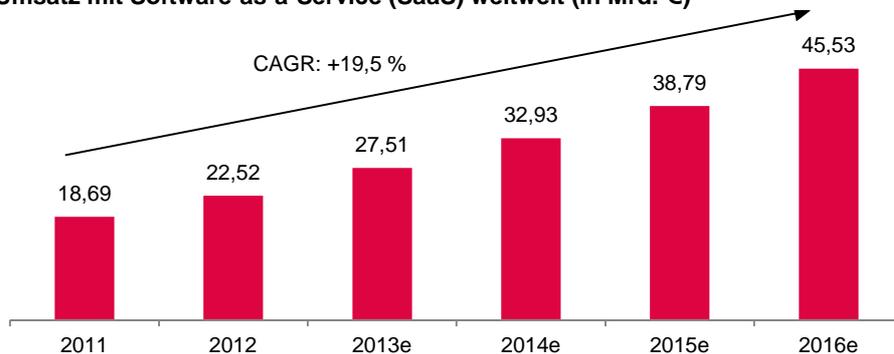


Quelle: F24 AG, GBC

MARKT UND MARKTUMFELD

Der Wachstumstrend Cloud Computing ist unaufhaltsam und konnte auch in 2013 wieder merkliche Steigerungsraten aufweisen. Allein in Deutschland wuchs der Markt für Cloud-Dienste um 47 % auf inzwischen 7,8 Mrd. €. Noch deutlicher war der Zuwachs im B2B-Bereich, wo das Wachstum sogar bei 53 % auf 4,6 Mrd. € lag. Als Anbieter für webbasiertes Alarmierungs- und Krisenmanagement ist die F24 AG als Software-as-a-Service-Anbieter (SaaS), ein Teilbereich des Cloud Computing, einzuordnen. Diese Form der Bereitstellung von Software hat sich in den letzten Jahren weltweit zunehmend durchgesetzt. Dies zeigen auch die Marktdaten, die einen deutlichen Wachstumstrend aufzeigen, mit durchschnittlichen jährlichen Wachstumsraten (CAGR) von 19,5 %.

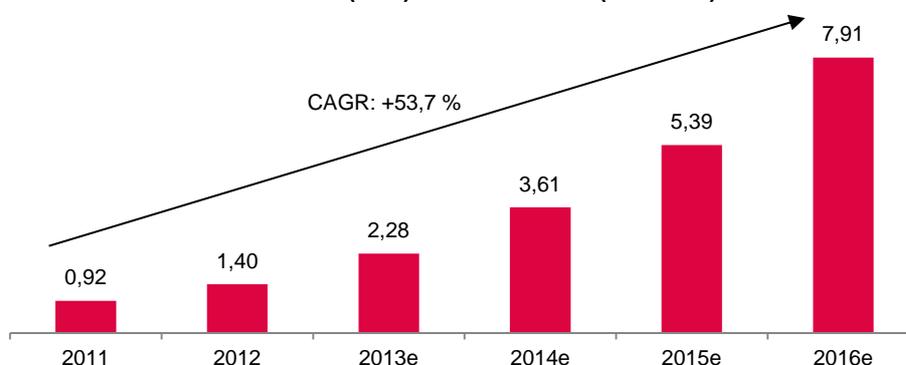
Umsatz mit Software-as-a-Service (SaaS) weltweit (in Mrd. €)



Quelle: Gartner

In Deutschland ist die Entwicklung zunächst etwas langsamer von statten gegangen. In 2013 flossen nur 5 % der IT-Investitionen deutscher Unternehmen in Cloud-Technologien. Aber die Dynamik sollte sich in den kommenden Jahren beschleunigen. So rechnen die Branchenexperten von Experton damit, dass sich die zunehmende Digitalisierung aller Lebens- und vor allem Geschäftsbereiche auch positiv auf die Adaption von Cloud-Technologien auswirken wird. Im Zuge dessen wird auch bereits für 2014 mit einem Wachstum von über 50 % gerechnet. Vor allem im Bereich der Cloud-Services, zu denen insbesondere auch SaaS zu zählen ist, sieht Experton in den kommenden Jahren ein überproportionales Wachstumspotenzial und rechnet allein für 2014 mit 58,3 % Wachstum. Von 2011 bis 2016 sollte sich ein CAGR von 53,7 % ergeben.

Marktvolumen Cloud-Services (B2B) in Deutschland (in Mrd. €)



Quelle: Experton

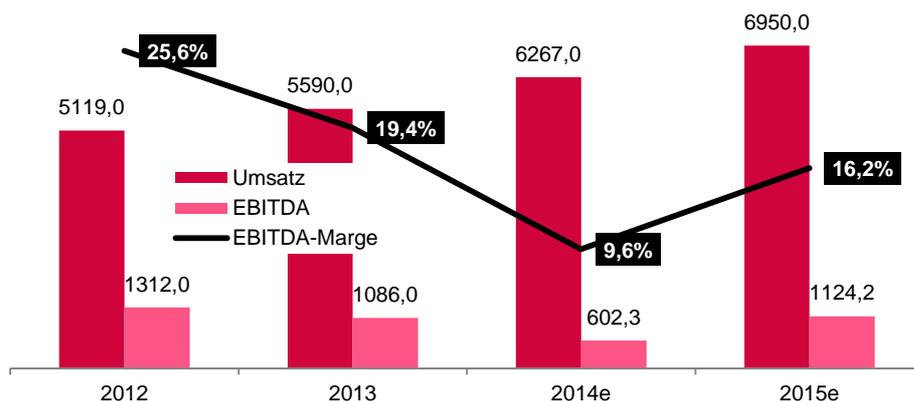
Im Zuge dieses Wachstumstrends im Bereich Cloud Computing und SaaS gehen wir davon aus, dass auch die angebotenen Dienstleistungen der F24 AG weiter an Aufmerksamkeit gewinnen werden, wenngleich das Unternehmen seit 2006 bereits einen CAGR von über 20 % erzielen konnte.

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG & PROGNOSE

Kennzahlen im Überblick

GuV (in Tsd. €)	GJ 2012		GJ 2013		GJ 2014e		GJ 2015e	
Umsatzerlöse	5119,000	100,00%	5590,000	100,00%	6267,000	100,00%	6950,000	100,00%
sonstige betriebliche Erträge	19,000	0,37%	41,000	0,73%	40,000	0,64%	40,000	0,58%
Materialaufwand	-222,000	-4,34%	-236,000	-4,22%	-240,000	-3,83%	-250,000	-3,60%
Personalaufwand	-2394,000	-46,77%	-2896,000	-51,81%	-3864,000	-61,66%	-4185,000	-60,22%
Abschreibungen	-166,000	-3,24%	-179,000	-3,20%	-180,000	-2,87%	-175,000	-2,52%
sonstige betriebliche Aufwendungen	-1210,000	-23,64%	-1413,000	-25,28%	-1600,700	-25,54%	-1430,770	-20,59%
EBIT	1146,000	22,39%	907,000	16,23%	422,300	6,74%	949,230	13,66%
Zinsergebnis	-5,000	-0,10%	0,000	0,00%	-4,050	-0,06%	-24,300	-0,35%
EBT	1141,000	22,29%	907,000	16,23%	418,250	6,67%	924,930	13,31%
Steueraufwand	-304,000	-5,94%	-284,000	-5,08%	-129,658	-2,07%	-286,728	-4,13%
Jahresüberschuss	837,000	16,35%	623,000	11,14%	288,593	4,60%	638,202	9,18%
EBITDA	1312,00		1086,00		602,30		1124,23	
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>25,6 %</i>		<i>19,4 %</i>		<i>9,6 %</i>		<i>16,2 %</i>	
EBIT	1146,00		907,00		422,30		949,23	
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>22,4 %</i>		<i>16,2 %</i>		<i>6,7 %</i>		<i>13,7 %</i>	
Ergebnis je Aktie in €	0,35		0,26		0,12		0,27	
Dividende je Aktie in €	0,25		0,20		0,10		0,20	
Aktienzahl in Tsd. Stück	2403,00		2403,00		2403,00		2403,00	

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



Quelle: F24, GBC

Geschäftsentwicklung 2013

GuV (in Mio. €)	GJ 2012	Δ zum VJ	GJ 2013	GJ 2013e GBC
Umsatzerlöse	5,12	+9,2 %	5,59	5,76
EBITDA	1,31	-17,2 %	1,09	1,13
EBITDA-Marge	25,6 %	-6,2 Pp.	19,4%	19,7 %
EBIT	1,15	-20,9 %	0,91	0,97
EBIT-Marge	22,4%	-6,2 Pp.	16,2 %	16,9%
Jahresüberschuss	0,84	-25,6 %	0,62	0,68
EPS in €	0,35	-25,6 %	0,26	0,28

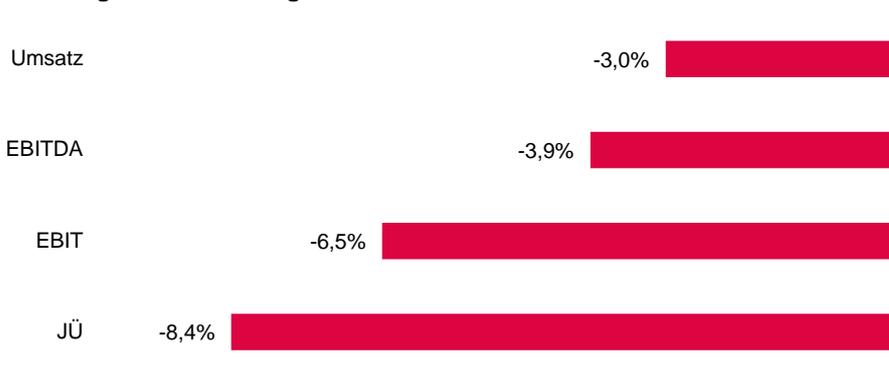
Quelle: F24, GBC

Differenzanalyse

Die F24 AG konnte unsere Erwartungen für das GJ 2013 nicht ganz erfüllen und lag umsatz- und ergebnisseitig leicht unterhalb unserer Prognosen. Die Umsatzerlöse lagen um 0,17 Mio. € bzw. 3,0 % unter unseren Erwartungen, aber dennoch um 9,2 % über dem Vorjahreswert. Das vom Unternehmen abgestrebte Umsatzplus lag bei 10-15 %. Für das unter unseren Erwartungen liegende Wachstum ist vor allem das 1. HJ 2013 ursächlich gewesen, da die Kundenbasis in den ersten sechs Monaten nicht in dem Maße ausgebaut werden konnte wie geplant. Ursächlich hierfür waren Kundenabgänge aus dem Energiesektor vor dem Hintergrund der derzeit schwierigen Umfeldbedingungen in dieser Branche. Diese Abgänge konnten erst im 2. HJ 2013 wieder kompensiert werden.

Das EBITDA lag um 3,9 % und damit auch nur leicht unterhalb unseren Prognosen. Die absolute Abweichung ist mit 0,04 Mio. € ebenfalls als geringfügig einzuschätzen. Da die Abschreibungen in Folge einer Softwareinvestition etwas über unseren Erwartungen lagen, ist auch bei der EBIT-Prognose ein tatsächlicher Wert erreicht worden, der um 0,06 Mio. € unterhalb unserer Erwartungsgröße lag. In der gleichen Größenordnung ergab sich auch die Abweichung auf der Nettoebene.

Abweichung GBC-Schätzungen und tatsächlich erreichte Zahlen



Quelle: F24, GBC

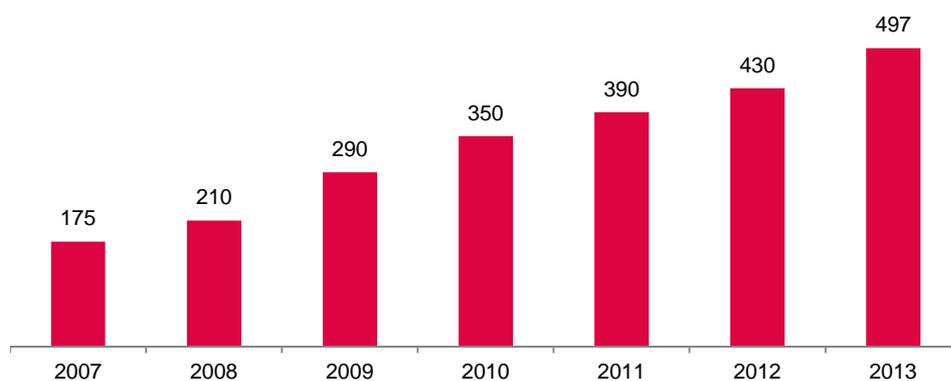
Umsatzentwicklung

Das etwas unter den Erwartungen liegende Umsatzwachstum lag insbesondere in zwei Faktoren begründet. Zum einen waren im 1. HJ 2013 Kundenverluste zu verzeichnen, die erst im 2. HJ 2013 wieder aufgeholt wurden. Zum anderen wiesen die ausländischen Tochtergesellschaften ein gegenüber dem Vorjahr etwas verlangsamtes Umsatzwachstum auf, was insbesondere an den schwachen konjunkturellen Verhältnissen in Frankreich und Spanien lag. Dennoch wies das Auslandsgeschäft der F24 AG ein zum In-

landsgeschäft überproportionales Wachstum auf, so dass sich der Umsatzanteil auf 35 % (2012: 34 %) leicht erhöhte. Noch nicht in zufriedenstellendem Maße hat sich der Partnervertrieb in 2013 entwickelt. Hier waren noch keine wesentlichen Umsatzimpulse zu spüren, wenngleich die Anzahl der Vertriebspartner von 21 auf 36 nahezu auf das Doppelte gestiegen ist. Dennoch konnten bereits zahlreiche Kunden außerhalb der Sitzländer der F24-Gesellschaften gewonnen werden. Vor allem aber gehen wir davon aus, dass sich die Zahl der Vertriebspartner in den kommenden Jahren bemerkbar machen sollte, wenn diese nach einer gewissen Vorlaufzeit einen besseren Marktzugang aufbauen.

In der zweiten Jahreshälfte konnte die F24 AG jedoch die leichten Rückschläge des 1. HJ 2013 überwinden und die Dynamik bei der Neukundengewinnung wieder erhöhen. So waren zum Jahresende 2013 497 Kundenaufträge zu verzeichnen, nachdem es zur Jahresmitte noch 450 waren. Unsere Jahreserwartung von lediglich 460 Kundenverträgen wurde damit klar übertroffen. Diese wirkten sich in 2013 noch nicht maßgeblich umsatz erhöhend aus, sondern werden vor allem in 2014 einen entsprechenden Beitrag leisten und begründen damit eine gute Basis für weiteres Wachstum im laufenden Jahr.

Entwicklung Auftraggeber FACT24



Quelle: F24, GBC

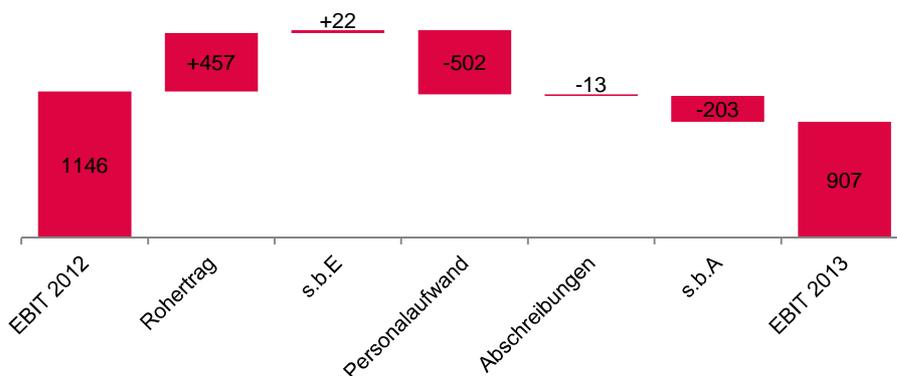
Ergebnisentwicklung

Das Ergebnis war im GJ 2013 insbesondere durch die Entwicklungsoffensive geprägt. Hierbei wurde nicht nur das interne Entwicklerteam ausgeweitet, sondern auch externe Entwicklungsleistungen hinzugekauft. So wurden 4 neue Entwicklungsmitarbeiter eingestellt, was der maßgebliche Grund für die Steigerung der Personalaufwendungen um 0,50 Mio. € war. Die externen Entwicklungsaufwendungen lagen bei 0,28 Mio. € und führten zu einem Anstieg der sonstigen betrieblichen Aufwendungen um 0,20 Mio. €. Bereinigt um die externen Entwicklungsaufwendungen betrug der Anstieg der sonstigen betrieblichen Aufwendungen gegenüber dem GJ 2012 0,12 Mio. € bzw. 11,3 % und damit proportional zum Umsatz.

Insgesamt beliefen sich die Entwicklungsaufwendungen auf 0,83 Mio. € und lagen um 36,1 % über dem Vorjahresniveau. In Relation zum Umsatz war eine Steigerung von 11,9 % auf 14,8 % zu beobachten. Zu betonen ist dabei, dass die Entwicklungsoffensive nicht nur das mittelfristige Wachstumspotenzial stärkt, sondern vor allem eine kostenseitige Entlastung eintreten wird, sobald die Offensive abgeschlossen ist.

Die Veränderungen der sonstigen betrieblichen Erträge und Abschreibungen waren nur von untergeordneter Bedeutung und prägten die Ergebnisentwicklung nicht maßgeblich.

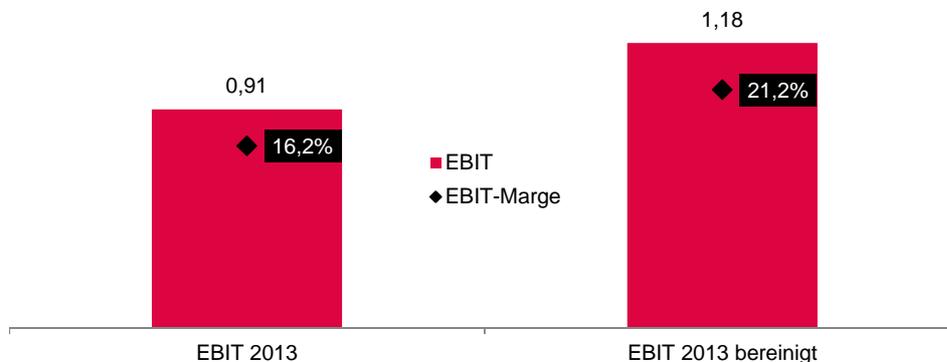
EBIT-Brücke 2012-2013 (in Tsd. €)



Quelle: F24, GBC

Insgesamt war damit ein EBIT-Rückgang um 20,9 % auf 0,91 Mio. € zu verzeichnen gewesen. Die EBIT-Marge lag dennoch im deutlich zweistelligen Bereich bei 16,2 %. Bereinigt man das erreichte EBIT nur um die externen Entwicklungskosten, wäre dieses bei 1,18 Mio. € gelegen, was einer EBIT-Marge von 21,2 % entspräche und damit im Durchschnitt der in den vergangenen drei Jahren erzielten Werte läge. Dies macht deutlich, dass sich an der Kernrentabilität der F24 AG nichts verändert hat und der Rückgang ausschließlich der vorübergehend erhöhten Entwicklungskosten geschuldet ist. Vielmehr liegt die Kernrentabilität noch höher, da die interne Entwicklungskraft ebenfalls deutlich ausgebaut wurde.

EBIT 2013 und EBIT 2013 bereinigt um externe Entwicklungskosten



Quelle: Berechnung GBC

Da die F24 AG unverschuldet ist, war das Finanzergebnis in 2013 ohne Bedeutung. Die Steuerquote beträgt 31,3 %, nach 26,6 % im Vorjahr. Im Jahr 2012 konnten noch Verlustvorträge bei Tochtergesellschaften genutzt werden, was in 2013 nicht mehr möglich war. Zudem sind die noch anfallenden Abschreibungen auf den Kundenstamm in Höhe von 0,13 Mio. € pro Jahr nicht steuerlich abzugsfähig. Insofern sollte ab dem Jahr 2016 mit dem Auslaufen der Abschreibungen auf den Kundenstamm eine Steuererleichterung eintreten.

Der Jahresüberschuss lag mit 0,62 Mio. € um 39,3 % unter dem Vorjahreswert bzw. betrug das EPS 0,26 €. Daraus soll der Hauptversammlung eine Dividende von 0,20 € vorgeschlagen werden.

Bilanzielle und finanzielle Situation

in Mio. €	GJ 2011	GJ 2012	GJ 2013
Eigenkapital	1,69	2,10	2,15
EK-Quote (in %)	72,4 %	82,0 %	80,7 %
Finanzverbindlichkeiten	0,16	0,00	0,00
Liquide Mittel	0,65	0,74	0,63
Nettoverschuldung	-0,49	-0,74	-0,63
Operatives Anlagevermögen	0,59	0,46	0,37
Working Capital	0,61	0,91	1,15

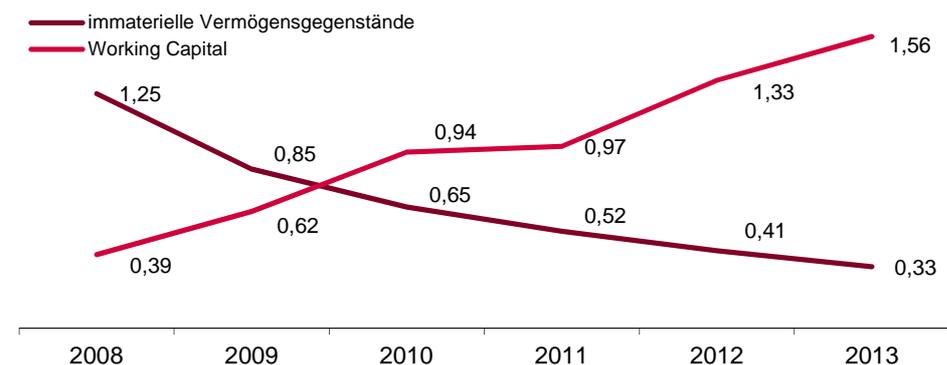
Quelle: F24, GBC

Das bilanzielle Bild der F24 AG ist passivseitig durch den hohen Eigenkapitalbestand geprägt. Mit 2,15 Mio. € Eigenkapital ergibt sich eine Eigenkapitalquote in Höhe von 80,7 %. Die Verbindlichkeiten setzen sich überwiegend aus kurzfristig fälligen Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen sowie Steuerverbindlichkeiten zusammen. Bankverbindlichkeiten weist die F24 AG nicht aus.

Im Umkehrschluss dessen finanziert die F24 AG die derzeitige Entwicklungsoffensive ausschließlich aus dem laufenden Cashflow bzw. vorhandenen Eigenmitteln. Dabei ist ebenfalls erwähnenswert, dass der Entwicklungsaufwand in Höhe von 0,83 Mio. € vollständig als Aufwand verbucht und nicht aktiviert wurde. In den Vorperioden wurden ebenfalls keine Entwicklungsleistungen aktiviert.

Die Konsequenz dieser konservativen Bilanzierungspraxis ist eine außerordentlich hohe bilanzielle Qualität. Inzwischen haben sich die immateriellen Vermögensgegenstände, die überwiegend aus Kundenstamm bestehen und linear abgeschrieben werden, auf 0,33 Mio. € reduziert. Im Jahr 2016 werden die Kundenstammabschreibungen vollständig ausgelaufen sein und das EBIT pro Jahr um 0,13 Mio. € entlasten.

Entwicklung von immateriellen Vermögenswerten und Forderungen



Quelle: F24, GBC

Auf der Aktivseite sind die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen die dominierende Bilanzposition. Diese haben in den vergangenen Jahren stetig zugenommen, was im Rahmen der steigenden Kundenbasis nachvollziehbar ist, da Rechnungen gemäß dem abonnementähnlichen Geschäftsmodell monatlich gestellt werden und sich entsprechend jeweils zum Monatsende hin kumulieren. Eine hohe Schwankungsbreite des Forderungsbestandes ist daher nicht zu erwarten. Diese Linearität des Forderungsbestandes zum Umsatzwachstum, die gleichzeitig breite Kundenbasis, mit sehr geringfügigen Forderungsausfällen und Kündigungsquoten von unter 2 % über die vergangenen Jahre, ist zudem eine wesentliche Komponente hinsichtlich der stabilen operativen Cashflows über die vergangenen Geschäftsjahre hinweg.

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 2013	GJ 2014e	GJ 2015e
Umsatzerlöse	5,59	6,27	6,95
EBITDA	1,09	0,60	1,12
EBITDA-Marge	19,4 %	9,6 %	16,2 %
EBIT	0,91	0,42	0,95
EBIT-Marge	16,2 %	6,7 %	13,7 %
Konzernjahresüberschuss	0,62	0,29	0,64
EPS in €	0,26	0,12	0,27

Quelle: F24, GBC

Umsatzprognosen

Für das GJ 2014 rechnet der Vorstand der F24 AG mit einem Umsatzwachstum von 10-12 %. Gemäß unseren Umsatzplanungen erwarten wir in 2014 einen Umsatz von 6,27 Mio. €, was einem Anstieg um 12,1 % entspricht. Dabei gehen wir insbesondere davon aus, dass ein weiterer Zuwachs bei der Kundenzahl zu diesem Anstieg beitragen wird. Während sich auf der einen Seite die starken Neukundengewinne des 2. HJ 2013 positiv niederschlagen werden, erwarten wir bis zum Jahresende 2014 eine Steigerung des Kundenbestandes auf 520.

Damit gehen wir auch davon aus, dass sich der Zugewinn bei den Neukunden gegenüber den Vorjahren leicht abschwächen wird, was jedoch insbesondere damit zu tun haben sollte, dass die Vertriebsaktivitäten auf den Bereich Upselling bei bestehenden Kunden gelegt werden. Im Zuge der laufenden Funktionalitätserweiterung beim Hauptprodukt FACT24 oder der seit September 2013 verfügbaren App F24 Alert! für mobile Alarmaktivierungen soll nicht nur der Kundennutzen und die Kundenbindung, sondern auch der durchschnittliche Umsatz pro Kunde erhöht werden.

Wir gehen nicht davon aus, dass sich dies bereits in 2014 maßgeblich bemerkbar machen wird, sondern wir rechnen vor allem ab dem Jahr 2015 mit einer weiteren Erhöhung der durchschnittlichen Umsatzerlöse pro Kunde. In diesem Zuge gehen wir auch davon aus, dass sich das Umsatzniveau im GJ 2015 dann in Richtung der 7,00 Mio. €-Marke bewegen wird.

Durchschnittlicher Jahresumsatz pro Auftraggeber



Quelle: Berechnung GBC

Ergebnisprognosen

Ergebnisseitig sollte das Jahr 2014 noch einmal deutlicher von der Entwicklungsoffensive geprägt sein als 2013, da die Entwicklungsaufwendungen nochmals um 70 % erhöht werden sollen. Im Zentrum der Entwicklungsaktivitäten stehen dabei die Themen Si-

cherheit und Mobilität, die das Produkt FACT24 für die Kunden noch nutzbringender und attraktiver machen sollen.

Nachdem bereits in GJ 2013 ein Entwicklungsaufwand in Höhe von 0,83 Mio. € aufgewendet wurde, soll dieses Budget nun auf knapp 1,40 Mio. € ausgeweitet werden. Gemessen an unserer Umsatzerwartung würden die Entwicklungskosten zum Umsatz auf 22,3 % ansteigen (siehe nachfolgende Grafik). Dabei wird der Großteil des Anstieges im Bereich der Personalaufwendungen anfallen. Der externe Entwicklungsaufwand, der in den sonstigen betrieblichen Aufwendungen erfasst wird, sollte gegenüber 2013 nur geringfügig zulegen. Insofern ist von einem überproportionalen Anstieg der Personalaufwendungen auszugehen, während die sonstigen betrieblichen Aufwendungen in etwa proportional zum Umsatzanstieg verlaufen sollten.

Entwicklungskosten zum Umsatz



Quelle: Berechnung GBC

Im Zuge dieser nochmals um rund 0,60 Mio. € höheren Entwicklungsaufwendungen sollten die Ergebniskennzahlen für das GJ 2014 vorübergehend noch einmal stärker belastet werden, so dass wir davon ausgehen, dass das EBIT bei 0,42 Mio. € liegen wird. Auf der Nettoebene rechnen wir im Zuge dessen mit einem Jahresüberschuss in Höhe von 0,29 Mio. €.

Die erwarteten Ergebnisse für 2014 liegen zwar deutlich unter den Vorjahresniveaus, aber der Rückgang ist nicht strukturell bedingt, sondern allein auf die Entwicklungsoffensive und konservative Bilanzierung zurückzuführen. Während die Umsatzentwicklung unverändert dynamisch ist, werden keinerlei Aktivierungen von Eigenleistungen vorgenommen. Insofern wären die ausgewiesenen Ergebnisse und Margenniveaus deutlich höher. Wie bereits in 2013 liegt auch die in 2014 zu erwartende Kern-EBIT-Marge bei erwartungsgemäß über 20 %. Deutlich zeigen wird sich dies beim operativen Cashflow, der in 2014 merklich oberhalb des EBIT ausfallen dürfte.

Während das GJ 2014 damit als Übergangsjahr bezeichnet werden kann, sollten sich im Jahr 2015 zum einen bereits die Upselling-Effekte bemerkbar machen und zum anderen die Entwicklungsaufwendungen dann auf ein wieder „normalisiertes“ Niveau von 15,8 % in Relation zum Umsatz zurückfallen.

Beides sollte sich dann deutlich auf der Ergebnisseite bemerkbar machen und zu einem EBIT-Anstieg um erwartungsgemäß 125 % auf 0,95 Mio. € führen. Damit gehen wir auch davon aus, dass das absolute EBIT-Niveau oberhalb des in 2013 erzielten Wertes ausfällt. Netto sollte bereits wieder ein Wert von 0,64 Mio. € erreicht werden können.

Noch deutlicher erwarten wir die Zuwächse darüber hinaus ab dem GJ 2016. Hier machen sich neben dem fortgesetzten Umsatzwachstum und eintretenden Skaleneffekten dann auch entfallende Abschreibungen auf den Kundenstamm bemerkbar, die das EBIT derzeit noch mit 0,13 Mio. € pro Jahr belasten.

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 wir trotz der vorübergehend schwächer erwarteten Ergebnisentwicklung im GJ 2014 unverändert belassen. Hintergrund dessen ist, dass in den kommenden Jahren unverändert mit einem deutlichen Umsatz- und Ergebniszuwachs zu rechnen ist. Das mittelfristige Umsatz- und Ergebnispotenzial wird durch die derzeitigen Investitionen in das Hauptprodukt FACT24 vielmehr noch einmal 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	23,7%
AFA zu operativen Anlagevermögen	73,5%	effektive Steuerquote im Endwert	31,0%
Working Capital zu Umsatz	27,5%		

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	6950,00	7989,03	9183,38	10556,30	12134,47	13948,57	16033,88	
US Veränderung	12,1%	10,9%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	28,49	102,21	117,49	135,05	155,24	178,45	205,13	235,79	
EBITDA	602,30	1124,23	1993,26	2291,25	2633,80	3027,55	3480,17	4000,45	
EBITDA-Marge	9,6%	16,2%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	
EBITA	422,30	949,23	1943,26	2241,25	2583,80	2977,55	3430,17	3950,45	
EBITA-Marge	6,7%	13,7%	24,3%	24,4%	24,5%	24,5%	24,6%	24,6%	23,7%
Steuern auf EBITA	-130,91	-294,26	-602,41	-694,79	-800,98	-923,04	-1063,35	-1224,64	
zu EBITA	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%
EBI (NOPLAT)	291,39	654,97	1340,85	1546,47	1782,82	2054,51	2366,82	2725,81	
Kapitalrendite	19,2%	38,6%	74,2%	68,3%	68,7%	69,2%	69,5%	69,8%	59,8%
Working Capital (WC)	1474,76	1739,75	2196,98	2525,43	2902,98	3336,98	3835,86	4409,32	
WC zu Umsatz	23,5%	25,0%	27,5%	27,5%	27,5%	27,5%	27,5%	27,5%	
Investitionen in WC	-329,76	-264,99	-457,23	-328,45	-377,55	-434,00	-498,88	-573,46	
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	1807,75	2264,98	2593,43	2970,98	3404,98	3903,86	4477,32	
EBITDA	602,30	1124,23	1993,26	2291,25	2633,80	3027,55	3480,17	4000,45	
Steuern auf EBITA	-130,91	-294,26	-602,41	-694,79	-800,98	-923,04	-1063,35	-1224,64	
Investitionen gesamt	-358,76	-287,99	-507,23	-378,45	-427,55	-484,00	-548,88	-623,46	
Investitionen in OAV	-29,00	-23,00	-50,00	-50,00	-50,00	-50,00	-50,00	-50,00	
Investitionen in WC	-329,76	-264,99	-457,23	-328,45	-377,55	-434,00	-498,88	-573,46	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	112,63	541,98	883,62	1218,02	1405,27	1620,51	1867,94	2152,35	36602,22

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	26433,55	28289,47
Barwert expliziter FCFs	6502,48	6550,37
Barwert des Continuing Value	19931,06	21739,09
Nettoschulden (Net debt)	-261,98	-539,36
Wert des Eigenkapitals	26695,52	28828,82
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	26695,52	28828,82
Ausstehende Aktien in Mio.	2403,00	2403,00
Fairer Wert der Aktie in EUR	11,11	12,00

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%
59,3%	13,08	12,47	11,92	11,41	10,95
59,6%	13,12	12,51	11,96	11,45	10,98
59,8%	13,17	12,56	12,00	11,49	11,02
60,1%	13,21	12,60	12,04	11,52	11,05
60,3%	13,26	12,64	12,08	11,56	11,09

ANHANG

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen aus dieser Studie stammen aus Quellen, welche GBC für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt verwandt, sicherzustellen, dass die verwendeten Fakten und dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind. Trotz allem kann keine Gewähr oder Haftung für deren Richtigkeit übernommen werden – und zwar weder ausdrücklich noch stillschweigend. Darüber hinaus können alle Informationen unvollständig oder zusammengefasst sein. Weder GBC noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieses Dokuments oder seines Inhalts oder auf andere Weise in diesem Zusammenhang entstehen.

Weiter weisen wir darauf hin, dass dieses Dokument weder eine Einladung zur Zeichnung noch zum Kauf irgendeines Wertpapiers darstellt und nicht in diesem Sinne auszulegen ist. Auch darf es oder ein Teil davon nicht als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in diesem Zusammenhang als verlässliche Quelle herangezogen werden. Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem voraussichtlichen Verkaufsangebot für Wertpapiere, des oder der in dieser Publikation besprochenen Unternehmen sollte ausschließlich auf der Grundlage von Informationen in Prospekten oder Angebotsschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

GBC übernimmt keine Garantie dafür, dass die angedeutete Rendite oder die genannten Kursziele erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieses Dokument beruht, können einen materiellen Einfluss auf die angestrebten Renditen haben. Das Einkommen aus Investitionen unterliegt Schwankungen. Anlageentscheidungen bedürfen stets der Beratung durch einen Anlageberater. Somit kann das vorliegende Dokument keine Beratungsfunktion übernehmen.

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

Diese Publikation darf, sofern sie im UK vertrieben wird, nur solchen Personen zugänglich gemacht werden, die im Sinne des Financial Services Act 1986 als ermächtigt oder befreit gelten, oder Personen gemäß Definition § 9 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Erlass 1988 (in geänderter Fassung), und darf an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder andere Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen.

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

<http://www.gbc-ag.de/de/Disclaimer.htm>

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

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung.htm>

§ 2 (I) Aktualisierung:

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse(n) zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. GBC AG behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings sind mit folgenden Erwartungen verbunden:

KAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\geq + 10 \%$.
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt dabei $> - 10 \%$ und $< + 10 \%$.
VERKAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\leq - 10 \%$.

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen Wert je Aktie, welcher auf Grundlage allgemein anerkannter und weit verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse, wie etwa dem DCF-Verfahren, dem Peer-Group-Vergleich und/ oder dem Sum-of-the-Parts Verfahren, ermittelt wird, festgestellt. Dies erfolgt unter Einbezug fundamentaler Faktoren wie z.B. Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufen, etc.

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

Die historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung.htm>

§ 2 (IV) Informationsbasis:

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) wurden öffentlich zugängliche Informationen über den/die Emittenten, (soweit vorhanden, die drei zuletzt veröffentlichten Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekt, Unternehmenspräsentationen, etc.) verwendet, die GBC als zuverlässig einschätzt. Des Weiteren wurden zur Erstellung der vorliegenden Analyse(n) Gespräche mit dem Management des/der betreffenden Unternehmen geführt, um sich die Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV:

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des §34b WpHG nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5)

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

- (1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3 % der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- (5) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (7) Der zuständige Analyst hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen, vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikte vorzubeugen bzw. diese sofern vorhanden, offen zu legen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, Markus Lindermayr, Email: lindermayr@gbc-ag.de.

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

Die GBC AG wird derzeit vertreten durch Ihre Vorstände Manuel Hölzle (Vorsitz), Jörg Grunwald und Christoph Schnabel.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Felix Gode, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), 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