



Researchstudie (Update)

F24 AG



COMMUNICATIONS-SERVICES

Deutlich weniger Entwicklungsaufwand im 2. HJ 2015

-

Umsatz- und Ergebnisprognose für GJ 2015 bestätigt

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 11

F24 AG *5a;5b;11

Rating: KAUFEN
Kursziel: 12,50

Aktueller Kurs: 7,80
28.8.2015 / ETR

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A12UK24
WKN: A12UK2
Börsenkürzel: F2Y

Aktienanzahl³: 2,403
Marketcap³: 18,74
Enterprise Value³: 18,50
³in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: 26,00 %

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 12

Unternehmensprofil

Branche: Software

Fokus: Störfall- und Krisenmanagement

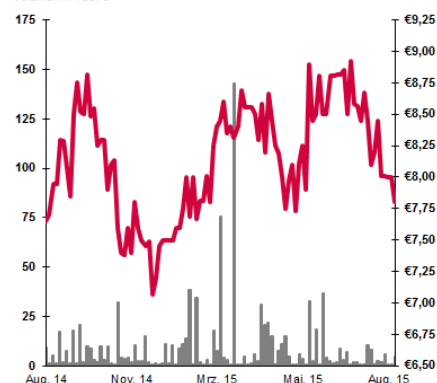
Mitarbeiter: 36 (Stand: 30.06.2015)

Gründung: 2000

Firmensitz: München

Vorstand: Ralf Meister, Christian Götz, Jochen Schütte

Volumen in Tsd. €



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	1,09

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,26	0,14	0,25	0,45
Dividende je Aktie	0,20	0,00	0,15	0,25

Kennzahlen

EV/Umsatz	3,24	2,97	2,57	2,27
EV/EBITDA	16,61	29,70	17,32	11,35
EV/EBIT	19,97	42,53	20,81	11,56
KGV	30,09	55,78	31,71	17,24
KBV		9,53		

Finanztermine

09.12.2015: MKK

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

22.04.2015: RS / 12,50 / KAUFEN

02.02.2015: RG / 12,50 / KAUFEN

08.12.2014: RG / 12,50 / KAUFEN

09.10.2014: RS / 12,50 / KAUFEN

26.08.2014: 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 Umsatzerlösen in Höhe von 3,46 Mio. € lag die F24 AG mit ihrer Entwicklung im 1. HJ 2015 genau im Rahmen der Erwartungen. Die Steigerung gegenüber dem Vorjahr betrug rund 15 %, womit das Unternehmen die Gesamtjahres-Guidance von einem Wachstum zwischen 13 % und 15 % gut erreichen können sollte.
- Die Ergebnisse waren im 1. HJ 2015 durch höher als von uns zunächst erwartete Entwicklungsaufwendungen belastet. Diese betragen in den ersten sechs Monaten insgesamt 0,91 Mio. €, wobei der Großteil von 0,53 Mio. € auf externe Entwicklungsleistungen zurückzuführen war. Diese wurden insbesondere aufgewendet, um die neue, hochsichere Kommunikationslösung TrustCase zur Marktreife zu bringen.
- Vor diesem Hintergrund lag das EBIT im 1. HJ 2015 mit 0,27 Mio. € deutlich unterhalb des Vorjahresniveaus von 0,56 Mio. €. Dabei ist jedoch zu betonen, dass die Kernrentabilität der F24 AG unverändert hoch ist. Bereinigt um die externen Entwicklungskosten lag das EBIT mit 0,80 Mio. € in etwa auf Vorjahresniveau, bei einer bereinigten EBIT-Marge von 23,0 %.
- Für das 2. HJ 2015 geht das Management der F24 AG davon aus, dass die Entwicklungsaufwendungen niedriger ausfallen werden als im 1. HJ 2015. Angesichts einer unverändert erwarteten Umsatzdynamik und einer stabilen Fixkostenstruktur, sollte das EBIT in der zweiten Jahreshälfte merklich verbessert ausfallen. Wir erwarten, dass das EBIT auf Gesamtjahressicht bei 0,89 Mio. € liegt, bei einer EBIT-Marge von 12,3 %. Insofern haben wir unsere bisherigen Prognosen unverändert belassen.
- Auch für das GJ 2016 haben wir unsere Prognosen bestätigt. Weiterhin erwarten wir ein Wachstum um 13,1 % sowie dann einen merklichen EBIT-Zuwachs auf 1,60 Mio. € bzw. eine EBIT-Marge von 19,6 %. Neben dem Umsatzzuwachs sollten merklich reduzierte externe Entwicklungsaufwendungen dafür Sorge tragen. Zudem sollte der Zuwachs durch auslaufende Abschreibungen auf den Kundstamm begünstigt werden, was das EBIT mit 0,13 Mio. € pro Jahr entlasten wird.
- Vor dem Hintergrund der erwarteten Ergebnissteigerungen gehen wir auch davon aus, dass die Dividendenzahlung wieder aufgenommen wird. Bereits für das GJ 2015 rechnen wir mit einer Ausschüttung in Höhe von 0,15 Euro pro Aktie. 2016 sollte wieder ein Dividendenniveau von 0,25 € pro Aktie möglich sein.
- Mit den Entwicklungsanstrengungen der vergangenen Perioden hat die F24 AG die Funktionalität und damit die Attraktivität ihres Kernproduktes FACT24 erweitert. Zudem wurden die Grundlagen für die Erschließung neuer Nutzergruppen gelegt. Insgesamt hat das Unternehmen seine marktführende Position gefestigt und zukünftiges Wachstumspotenzial ausgeweitet. Wenngleich dies vorübergehend zu Lasten der Rentabilität ging, sollten sich die Investitionen mittel- und langfristig bezahlt machen.
- **Angesichts der unverändert belassenen Schätzungen für das GJ 2015 und 2016 behalten wir auch das Kursziel von 12,50 € bei. Entsprechend lautet das Rating ebenfalls unverändert KAUFEN.**

INHALTSVERZEICHNIS

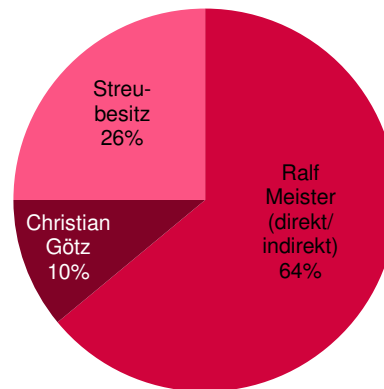
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur (Stand: 31.12.2014)	4
Konsolidierungskreis	4
Wichtige Kunden	4
Unternehmensentwicklung & Prognose.....	5
Geschäftsentwicklung 1. HJ 2015.....	5
Umsatzentwicklung	5
Ergebnisentwicklung	6
Prognose und Modellannahmen	7
Umsatzprognosen	7
Ergebnisprognosen	7
Bewertung	9
Modellannahmen	9
Bestimmung der Kapitalkosten	9
Bewertungsergebnis	9
DCF-Modell.....	10
Anhang	11

UNTERNEHMEN

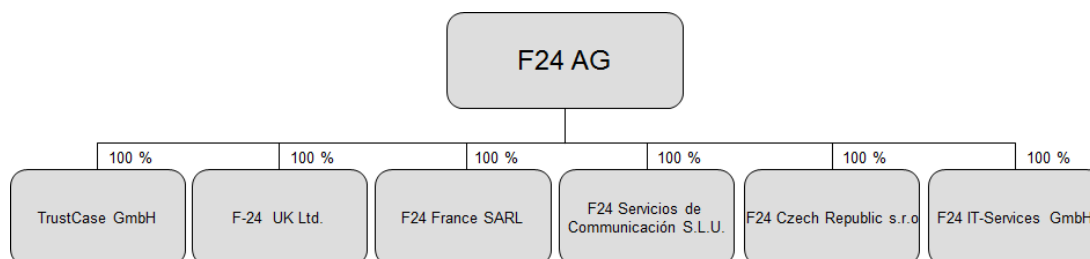
Aktionärsstruktur (Stand: 25.06.2015)

Aktionär	Anteil
Ralf Meister (direkt/indirekt)	64 %
Christian Götz	10 %
Streubesitz	26 %
Summe	100 %

Quelle: F24 AG, GBC



Konsolidierungskreis



Quelle: F24 AG, GBC

Wichtige Kunden



Quelle: F24 AG, GBC

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG & PROGNOSE

Geschäftsentwicklung 1. HJ 2015

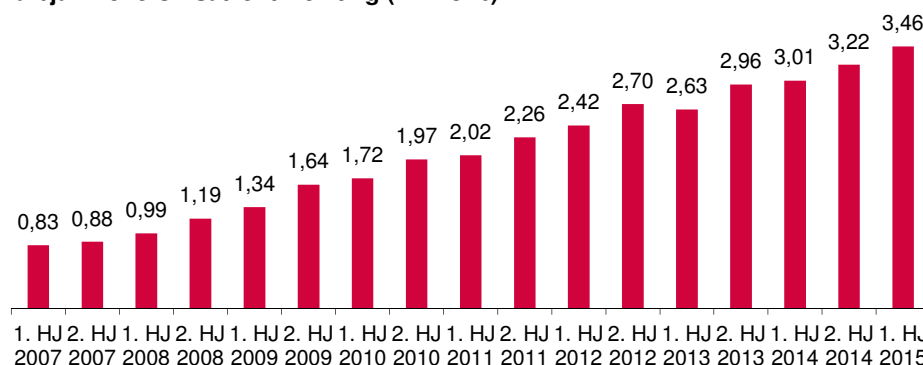
GuV (in Mio. €)	1. HJ 2014	Δ zum VJ	1. HJ 2015
Umsatzerlöse	3,01	+15,0 %	3,46
EBITDA (EBITDA-Marge)	0,64 (21,2 %)	-45,8 %	0,35 (10,0 %)
EBIT (EBIT-Marge)	0,56 (18,6 %)	-52,2 %	0,27 (7,7 %)
Jahresüberschuss	0,38	-68,2 %	0,12

Quelle: F24, GBC

Umsatzentwicklung

Auf Grund des sehr hohen Anteils wiederkehrender Erlöse, bei gleichzeitig steigenden Kundenzahlen, konnte die F24 AG über die vergangenen Jahre hinweg stetige Umsatzsteigerungen herbeiführen. Auch im 1.HJ 2015 gelang dem Unternehmen erneut eine Steigerung der Umsätze um 15,0 % auf nunmehr 3,46 Mio. €. Damit ist das Unternehmen auf einem sehr guten Weg, die gesteckten Ziele für 2015 zu erreichen.

Halbjährliche Umsatzentwicklung (in Mio. €)



Quelle: F24, GBC

Auch im 1. HJ 2015 konnte die F24 AG wieder gute Zuwächse bei den Kundenaufträgen erreichen. Mit über 570 Auftraggebern zum Ende des Quartals, lag der Zuwachs an Aufträgen in der ersten Jahreshälfte bei rund 25. Damit lagen die Zuwächse in einer guten Größenordnung und legen eine starke Grundlage für weiteres Wachstum im 2. HJ 2015, vor allem aber die darauffolgenden Geschäftsjahre.

Bemerkenswert ist vor allem die zunehmende Dynamik bei Neuaufträgen außerhalb der Länder, in denen die F24 AG mit Tochtergesellschaften aktiv ist. Zu nennen sind hierbei im 1. HJ 2015 beispielsweise Mexiko, Costa Rica oder Italien. Diese Kunden werden entweder von den Auslandsgesellschaften aus akquiriert (Süd- und Mittelamerika bspw. von der spanischen Tochter aus) oder durch das internationale Partnernetzwerk generiert. Inzwischen sind über 30 Partner angebunden, welche die Lösungen der F24 AG vertreiben. Dadurch hat sich die F24 AG in den vergangenen Jahren einen internationalen Kundenbestand aufgebaut, der über die Landesgrenzen der Tochtergesellschaften hinausreicht.

Mit der jüngsten Produktentwicklung TrustCase wurden im 1.HJ 2015 noch keine Umsätze erzielt. Die App ist eine hochsichere, mobile Kommunikationslösung und ergänzt das Produktportfolio der F24 AG. Die App kann sowohl als Stand-alone-Lösung, als auch in FACT24 eingebunden, genutzt werden.

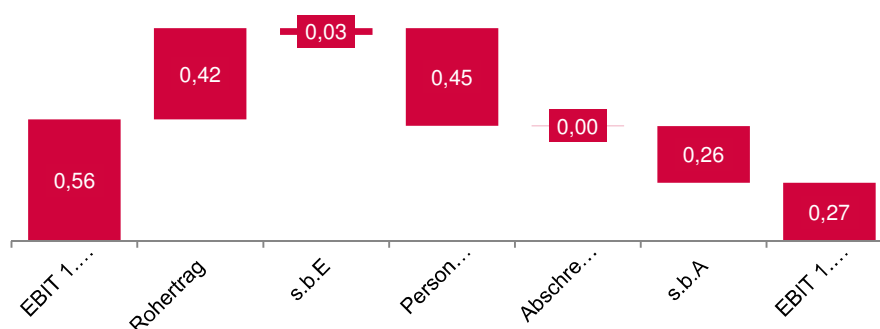
Ergebnisentwicklung

Angesichts der weiteren Umsatzsteigerung konnte die F24 AG erneut eine deutliche Steigerung des Rohertrages um 0,42 Mio. € herbeiführen. Dabei war die Rohertragsmarge mit rund 98 % gewohnt hoch und reflektiert das Geschäftsmodell der F24 AG mit einem hohen Wertschöpfungsanteil sehr gut.

Dennoch lag das EBIT im 1. HJ 2015 mit 0,27 Mio. € klar unter dem Vorjahreswert von 0,56 Mio. €. Hintergrund dessen sind erneut hohe Entwicklungsaufwendungen, welche das Unternehmen nicht aktiviert, sondern direkt als Aufwand verbucht. Die Produktentwicklung konzentrierte sich vor allem auf TrustCase, was nunmehr zur Marktreife gebracht wurde. Entsprechend geht das Unternehmen im 2. HJ 2015 von einer merklichen Reduktion der Entwicklungsaufwendungen aus.

Der gesamte Entwicklungsaufwand lag im 1. HJ 2015 bei 0,91 Mio. € und damit um 0,40 Mio. € über dem Vorjahreswert. Während die internen Aufwendungen (Personal) mit 0,38 Mio. € nur leicht über dem Vorjahr lagen, ist der Großteil des Anstieges mit externen Kosten verbunden. Dies begründet sich mit der App-Entwicklung für die TrustCase-Lösung, welche durch dritte Dienstleister erbracht wurde. Ein weiterer Grund für die gesteigerten Personalaufwendungen ist in der erfolgreichen Neukundengewinnung zu sehen. Auf Grund der hohen Zahl an Neukunden im 1. HJ 2015 fielen entsprechend höhere Vertriebsprovisionen an.

EBIT-Brücke 1. HJ 2014 – 1. HJ 2015 (in Mio. €)



Quelle: F24, GBC

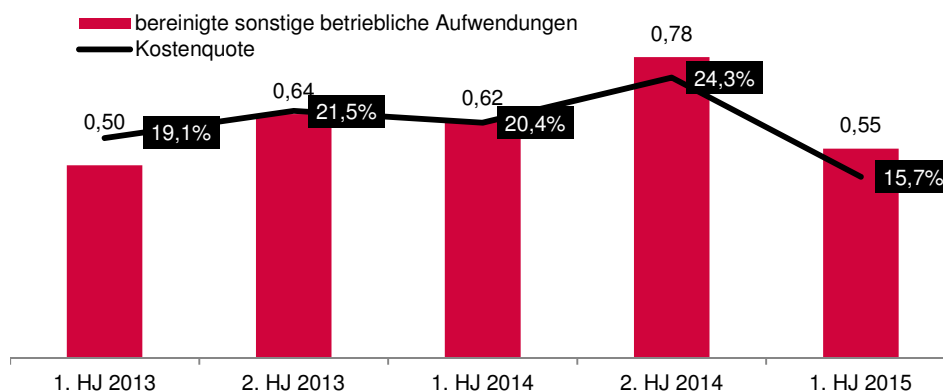
Bei der Ergebnisbetrachtung ist vor allem wichtig zu beachten, dass die Entwicklungskosten, dabei vor allem die externen Kosten, keine dauerhaften Kostenpositionen sind. Vielmehr geht das Unternehmen bereits im 2. HJ 2015 von einer deutlichen Reduktion dieser Kosten aus. Auch für die kommenden Geschäftsjahre sollten die Entwicklungskosten wieder eine moderatere Entwicklung nehmen.

Bereinigt um die externen Entwicklungskosten lag das EBIT im 1.HJ 2015 mit 0,80 Mio. € in etwa auf Vorjahresniveau. Die bereinigte EBIT-Marge lag bei 23,0 % und damit nur geringfügig unter dem bereinigten Vorjahresniveau. Diese Betrachtung zeigt, dass die F24 AG unverändert über eine ausgesprochen hohe Kernrentabilität verfügt, welche sich in den kommenden Perioden auch auf unbereinigter Basis wieder einstellen sollte. Bereits für das 2. HJ 2015 ist eine entsprechende Tendenz zu erwarten.

Mit der Investition der Entwicklungsaufwendungen hat sich die F24 AG produktseitig weiter verstärkt und für die Zukunft positioniert, auch um den steigenden internationalen Anforderungen und dem Wettbewerb gerecht zu werden. Wenngleich dies zwischenzeitlich eine Ergebnisbelastung nach sich zieht, sollten sich mittel- und langfristig positive Umsatzeffekte bemerkbar machen, bei gleichzeitig unverändert hohen Margenniveaus.

Die unverändert hohe Kernrentabilität wird auch bei der Betrachtung der sonstigen betrieblichen Aufwendungen, bereinigt um externe Entwicklungskosten, deutlich. Diese lagen über die vergangenen Halbjahre betrachtet stets auf einem sehr moderaten Niveau, mit stabilen Kostenquoten. Im 1. HJ 2015 lagen die bereinigten sonstigen betrieblichen Aufwendungen mit 0,55 Mio. € sogar deutlich unterhalb der Vorjahreswerte, wobei wir davon ausgehen, dass diese im 2. HJ 2015 wieder etwas erhöht ausfallen werden.

Entwicklung der sonstigen betrieblichen Aufwendungen, bereinigt um externe Entwicklungskosten (in Mio. €) sowie bereinigte Kostenquote (in %)



Quelle: F24, GBC

Prognose und Modellannahmen

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

Quelle: F24, GBC

Umsatzprognosen

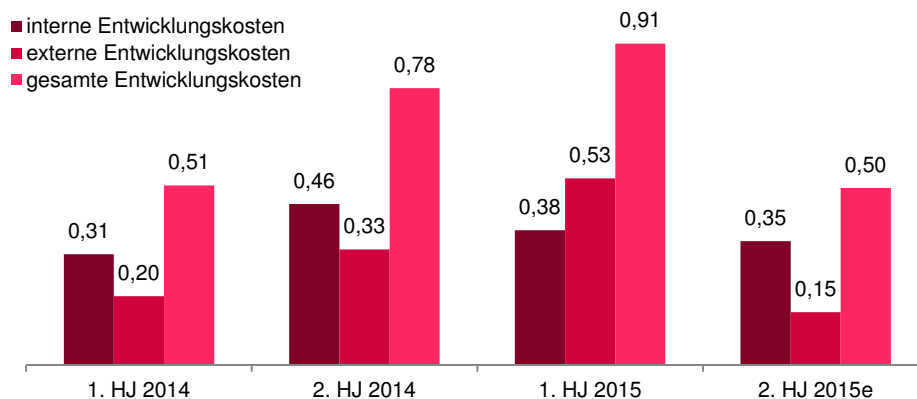
Die Umsatzerlöse der F24 AG lagen im 1. HJ 2015 mit einem Plus von 15 % klar im Rahmen der Erwartungen. Auf Grund der guten Planbarkeit vor dem Hintergrund des hohen Anteils wiederkehrender Erlöse und der guten Kundenzuwächse im 1. HJ 2015, gehen wir für das GJ 2015 unverändert von Umsatzerlösen in Höhe von 7,21 Mio. € aus, was einem Wachstum von 15,7 % entspricht. Damit liegen wir mit unserer Erwartung leicht über der Prognosespanne des Managements, welche ein Wachstum von 13-15 % in Aussicht stellt. In unseren Umsatzerwartungen haben wir für 2015 und 2016 unverändert noch keine Umsatzerlöse mit der MobileApp TrustCase berücksichtigt. Ein erfolgreicher Start der neuen, hochsicheren Kommunikationslösung, welche auch in FACT24 integriert ist, könnte jedoch vor allem bereits in 2016 einen Umsatzbeitrag generieren. Ungeachtet dessen erwarten wir jedoch, dass spätestens in 2017 merkliche Umsatzbeiträge mit TrustCase generiert werden können.

Ergebnisprognosen

Wie im Halbjahresbericht angekündigt, werden die Entwicklungsaufwendungen im 2. HJ 2015 reduziert werden. Dabei sind vor allem die externen Entwicklungskosten betroffen.

Nachdem im GJ 2014 insgesamt Entwicklungskosten in Höhe von 1,29 Mio. € angefallen waren, gehen wir für das GJ 2015 nunmehr davon aus, dass die Entwicklungskosten angesichts der erhöhten Aufwendungen im 1. HJ 2015 etwas über dem Vorjahresniveau liegen werden und rechnen mit einem Wert von 1,41 Mio. €. Auf das 2. HJ 2015 gesehen, sollten dabei noch 0,50 Mio. € Entwicklungskosten anfallen, wobei wir bei den externen Aufwendungen nur noch mit weiteren 0,15 Mio. € rechnen.

Historische und erwartete Entwicklung der Entwicklungskosten (in Mio. €)



Quelle: Berechnung GBC

Angesichts sonst stabiler Kostenpositionen halten wir unsere EBIT-Prognose von 0,89 Mio. € für das GJ 2015 unverändert für gut erreichbar, nach 0,44 Mio. € im Vorjahr. Die EBIT-Marge dürfte damit von 7,0 % auf 12,3 % ansteigen. Für das GJ 2016 erwarten wir dann eine Reduktion der Entwicklungsaufwendungen auf rund 1 Mio. €, was im Umkehrschluss eine direkte Steigerung des EBIT herbeiführen sollte. Unverändert erwarten wir für das GJ 2016 damit ein EBIT in Höhe von 1,60 Mio. €, was einer EBIT-Marge von 19,6 % entspricht.

Damit gehen wir davon aus, dass die F24 AG im kommenden GJ 2016 bereits wieder an die historisch erzielten Margenniveaus herankommt, die vor Beginn der Entwicklungsoffensive erzielt wurden. Zudem sollte auch auf der Nettoebene eine merkliche Verbesserung eintreten. Zum einen auf Grund der erwarteten Verbesserung beim EBIT, aber in 2016 dann auch durch das Auslaufen der Abschreibungen auf den Kundenstamm in Höhe von 0,13 Mio. € pro Jahr. Insofern ist mit einem deutlichen Sprung beim Ergebnis pro Aktie zu rechnen.

Die Steigerung des Ergebnisses pro Aktie sollte sich dann auch dividendenseitig niederschlagen. Bereits für 2015 gehen wir von einer Ausschüttung in Höhe von 0,15 Euro je Aktie aus. Im kommenden Jahr rechnen wir dann mit einer Anhebung der Dividende auf 0,25 Euro je Aktie, womit das bislang höchste Ausschüttungsniveau aus dem Jahr 2012 wieder angestrebt werden könnte.

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 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.

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 1,50 % (bislang: 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 8,6 % (bislang: 8,1 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 8,6 % (bisher: 8,1 %).

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 8,6 % errechnet. Unser bisheriges **Kursziel von 12,50 €** haben wir unverändert belassen.

DCF-MODELL

F24 AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase	
Umsatzwachstum	10,0%
EBITDA-Marge	25,0%
AFA zu operativen Anlagevermögen	50,0%
Working Capital zu Umsatz	34,9%

final - Phase	
ewiges Umsatzwachstum	2,0%
ewige EBITA - Marge	24,8%
effektive Steuerquote im Endwert	31,0%

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 15e	GJ 16e	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	
in Tsd. 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	2241,25	2465,38	2711,91	2983,10	3281,41	3609,56	
<i>EBITDA-Marge</i>	14,8%	20,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	
EBITA	888,72	1599,75	2213,75	2439,13	2686,29	2957,79	3256,26	3584,48	
<i>EBITA-Marge</i>	12,3%	19,6%	24,7%	24,7%	24,8%	24,8%	24,8%	24,8%	24,8%
Steuern auf EBITA	-275,50	-495,92	-686,26	-756,13	-832,75	-916,92	-1009,44	-1111,19	
<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	1527,49	1683,00	1853,54	2040,88	2246,82	2473,29	
Kapitalrendite	35,5%	57,9%	67,6%	52,9%	53,1%	53,2%	53,3%	53,4%	49,6%
Working Capital (WC)	1848,08	2205,00	3128,79	3441,66	3785,83	4164,41	4580,85	5038,94	
<i>WC zu Umsatz</i>	25,6%	27,1%	34,9%	34,9%	34,9%	34,9%	34,9%	34,9%	
<i>Investitionen in WC</i>	-338,08	-356,92	-923,79	-312,88	-344,17	-378,58	-416,44	-458,09	
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	3181,29	3492,91	3836,45	4214,73	4631,01	5089,02	
EBITDA	1068,72	1629,75	2241,25	2465,38	2711,91	2983,10	3281,41	3609,56	
Steuern auf EBITA	-275,50	-495,92	-686,26	-756,13	-832,75	-916,92	-1009,44	-1111,19	
Investitionen gesamt	-363,08	-381,92	-948,79	-337,88	-369,17	-403,58	-441,44	-483,09	
<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	-923,79	-312,88	-344,17	-378,58	-416,44	-458,09	
<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	606,20	1371,37	1510,00	1662,61	1830,53	2015,28	36846,63
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	27437,94	29037,86							
<i>Barwert expliziter FCFs</i>	6717,98	6541,90							
<i>Barwert des Continuing Value</i>	20719,96	22495,96							
Nettoschulden (Net debt)	-639,74	-1000,01							
Wert des Eigenkapitals	28077,68	30037,87							
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00							
Wert des Aktienkapitals	28077,68	30037,87							
Ausstehende Aktien in Mio.	2403,00	2403,00							
Fairer Wert der Aktie in EUR	11,68	12,50							

Kapitalkostenermittlung:

<i>risikolose Rendite</i>	1,5%
<i>Marktrisikoprämie</i>	5,5%
<i>Beta</i>	1,29
Eigenkapitalkosten	8,6%
<i>Zielgewichtung</i>	100,0%
Fremdkapitalkosten	1,8%
<i>Zielgewichtung</i>	0,0%
Taxshield	25,0%
WACC	8,6%

Kapitalrendite	WACC				
	8,0%	8,3%	8,6%	8,9%	9,2%
45,6%	12,89	12,27	11,71	11,20	10,74
47,6%	13,34	12,69	12,11	11,57	11,09
49,6%	13,79	13,11	12,50	11,94	11,44
51,6%	14,24	13,53	12,89	12,31	11,79
53,6%	14,68	13,95	13,29	12,68	12,14

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