



Researchstudie (Anno)

F24 AG



COMMUNICATIONS-SERVICES

Akquisition der Dolphin Systems AG befördert die F24 AG in eine neue Größenordnung

-

20 % EBITDA-Marge wieder in Reichweite

-

Bisheriges Kursziel erreicht - Kursziel deutlich angehoben

Kursziel: 17,00 € (bisher: 12,50 €)

Rating: Kaufen

WICHTIGER HINWEIS:

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 17

F24 AG *5a;5b;11

Rating: KAUFEN
Kursziel: 17,00

Aktueller Kurs: 11,60
25.4.2016 / ETR
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A12UK24
WKN: A12UK2
Börsenkürzel: F2Y
Aktienanzahl³: 2,403
Marketcap³: 27,87
Enterprise Value³: 25,99
³ in Mio. / in Mio. EUR

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 18

Unternehmensprofil

Branche: Software

Fokus: Störfall- und Krisenmanagement

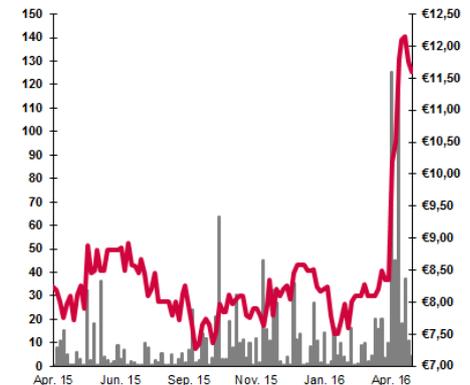
Mitarbeiter: 37

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. 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	2,60	3,00
EBIT	0,44	0,95	1,75	2,16
Jahresüberschuss	0,34	0,49	0,90	1,18

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,14	0,21	0,37	0,49
Dividende je Aktie	0,00	0,18	0,25	0,30

Kennzahlen

EV/Umsatz	4,17	3,54	1,71	1,58
EV/EBITDA	41,72	22,92	10,00	8,66
EV/EBIT	59,75	27,39	14,85	12,03
KGV	82,96	56,89	30,97	23,62
KBV		11,47		

Finanztermine

27.04.2016: 21. Münchner Kapitalmarkt Konf.
02.06.2016: Hauptversammlung
12.08.2016: Veröffentlichung HJ-Bericht
08.12.2016: 22. Münchner Kapitalmarkt Konf.

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
17.03.2016: RG / 12,50 / KAUFEN
11.11.2015: RS / 12,50 / KAUFEN
28.08.2015: RS / 12,50 / KAUFEN
24.04.2015: RS / 12,50 / KAUFEN
22.04.2015: 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 Umsatzerlösen in Höhe von 7,34 Mio. € bzw. einem Wachstum um 17,7 % konnte die F24 AG im GJ 2015 einen neuen Rekordwert in ihrer Unternehmensgeschichte erreichen. Zudem wurden sowohl die eigenen, als auch unsere Erwartungen, übertroffen. Maßgeblich zum Wachstum beigetragen hat dabei erneut die Internationalisierung des Geschäfts. Inzwischen werden fast 50 % der Umsatzerlöse mit ausländischen Kunden generiert. Insgesamt wurde der Bestand an Kundenaufträgen auf nunmehr 612 ausgeweitet.
- Die gute Umsatzentwicklung spiegelte sich auch in den Ergebnissen wider. So lag das EBITDA im GJ 2015 bei 1,13 Mio. € und markierte den zweithöchsten Stand der Unternehmensgeschichte. Zudem lag der Zuwachs gegenüber dem Vorjahr bei 82,0 %. Hintergrund des Zuwachses ist die hohe Skalierbarkeit des Geschäftsmodells der F24 AG, wobei den steigenden Umsatzerlösen klar unterproportionale Fixkostensteigerungen gegenüberstehen.
- Geprägt war das gute Ergebnis auch durch rückläufige Entwicklungsaufwendungen im 2. HJ 2015. Nachdem in 2014 eine Entwicklungsoffensive gestartet wurde, wurden nunmehr insbesondere die externen Entwicklungsaufwendungen stark zurückgefahren, weil inzwischen auch die internen Kapazitäten entsprechend ausreichend aufgebaut wurden, um den zukünftigen Innovationsanforderungen gerecht werden zu können.
- Die Umsatz- und Ergebnisentwicklung des laufenden Jahres 2016 wird maßgeblich durch die jüngst verkündete Akquisition der Dolphin Systems AG geprägt sein. Die Übernahme erfolgte unserer Einschätzung nach zu einem Kaufpreis von 7,0-7,5 Mio. €, womit ein attraktiver EBITDA-Multiple von 5,9-6,3 bezahlt worden sein dürfte.
- Auf Basis der Übernahme erwarten wir für das GJ 2015 mehr als verdoppelte Umsatzerlöse von 15,24 Mio. € sowie ein ebenfalls mehr als verdoppeltes EBITDA von 2,60 Mio. €. Die EBITDA-Marge sollte damit einen weiteren Anstieg auf 17,0 % erfahren. Mittelfristig gehen wir davon aus, dass die bereits in der Vergangenheit erreichten Margenniveaus von rund 20 % wieder erzielt werden.
- Auf den nachgelagerten Ergebnisstufen dürften die Zuwächse etwas niedriger ausfallen. Hintergrund dessen dürften die erhöhten Abschreibungen im Zuge der Aktivierung von Firmenwerten im Rahmen der Übernahme sowie erhöhte Zinsaufwendungen in Folge der teilweisen Fremdkapitalfinanzierung der Übernahme sein.
- Insgesamt betrachtet, erachten wir die Übernahme der Dolphin Systems AG vor dem Hintergrund der hohen Wachstumsraten, Rentabilität und der niedrigen Kaufpreismultiples als klar wertschöpfend. Zudem sollte in den kommenden Jahren noch die Nutzung von Synergien und Cross-Selling-Potenzialen zum Tragen kommen.
- **Unser bisheriges Kursziel von 12,50 € wurde nach Meldung der Übernahme erreicht, was unsere Einschätzung der wertschöpfenden Übernahme unterstreicht. Darüber hinaus haben wir unsere Umsatz- und Ergebniserwartungen im Zuge der Übernahme deutlich erhöht, woraus sich gemäß unserem DCF-Modell ein Kursziel von nunmehr 17,00 € ableitet. Das Rating KAUFEN erneuern wir damit.**

INHALTSVERZEICHNIS

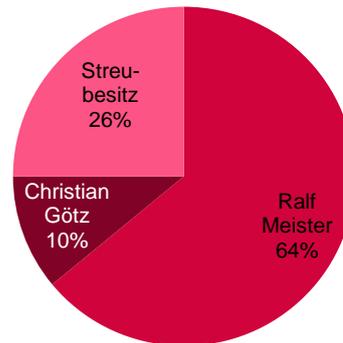
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur (Stand: 31.12.2015)	4
Konsolidierungskreis (Stand: 01.01.2016)	4
Wichtige Kunden.....	4
Markt und Marktumfeld	5
Unternehmensentwicklung & Prognose.....	6
Kennzahlen im Überblick	6
Geschäftsentwicklung 2015	7
Umsatzentwicklung	7
Ergebnisentwicklung	8
SWOT-Analyse	10
Prognose und Modellannahmen	11
Übernahme der Dolphin Systems AG	11
Umsatzprognosen	12
Ergebnisprognosen	13
Bewertung	15
Modellannahmen	15
Bestimmung der Kapitalkosten	15
Bewertungsergebnis	15
DCF-Modell.....	16
Anhang	17

UNTERNEHMEN

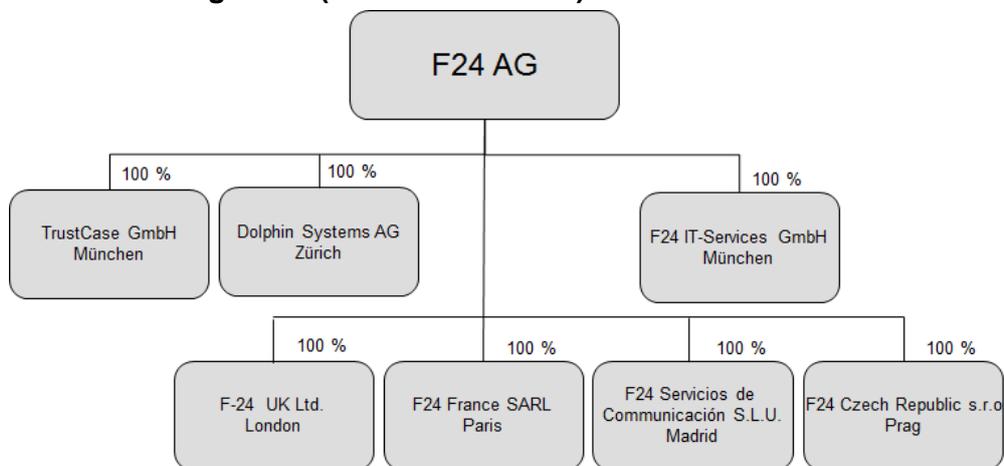
Aktionärsstruktur (Stand: 31.12.2015)

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

Quelle: F24 AG, GBC



Konsolidierungskreis (Stand: 01.01.2016)



Quelle: F24 AG, GBC

Wichtige Kunden



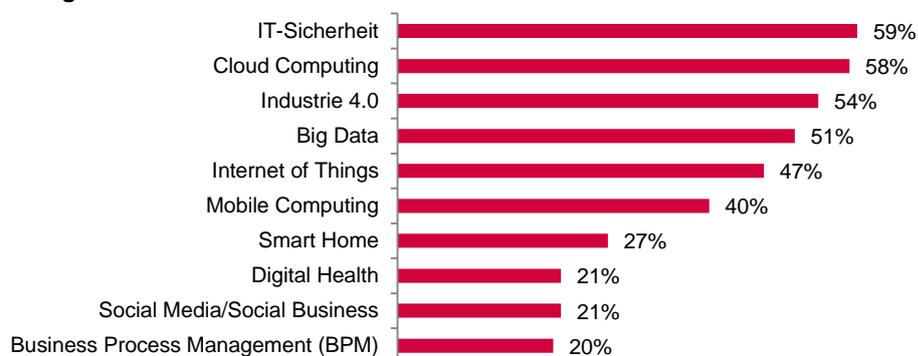
Quelle: F24 AG, GBC

MARKT UND MARKTUMFELD

Jedes Jahr erfasst der Branchenverband für IT und Telekommunikation per Mitgliederbefragung die aktuellen Hightech-Themen. Für das 1. HJ 2016 haben die Mitglieder die beiden Themen IT-Sicherheit und Cloud Computing als die führenden Wachstumstreiber der Branche ausgemacht.

In beiden Bereichen ist die F24 AG verankert. Mit dem Alarmierungs- und Krisenmanagement-Service FACT24 bietet die F24 AG eine sog. Software-as-a-Service-Lösung (SaaS) für ihre Kunden an, einem der am stärksten wachsenden Bereiche im Bereich Cloud Computing. Dabei kann man F24 als einen der Vorreiter der Branche bezeichnen, denn FACT24 wird seit jeher als SaaS angeboten.

Die Hightech-Themen 2016

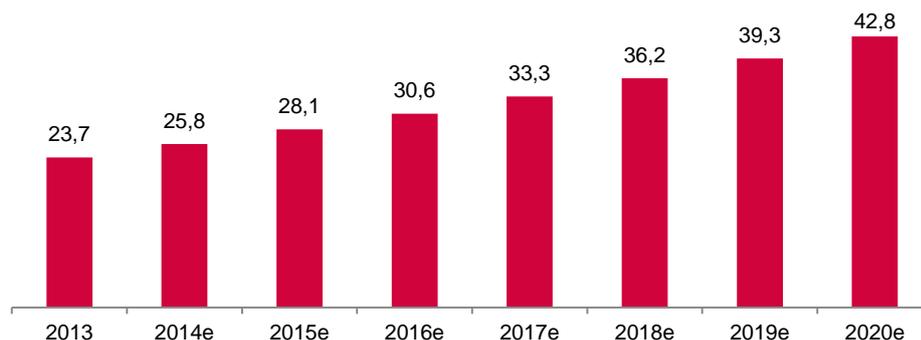


Quelle: BITKOM-Branchenbarometer 1. Halbjahr 2016

Mit der neuen Messaging-Lösung TrustCase adressiert die F24 AG zudem einen neuen Bereich, die sichere Kommunikation. Dabei zielt die App insbesondere auf gewerbliche Nutzer und bietet eine vollkommen sichere Ende-zu-Ende-Verschlüsselung an. Dabei können Nachrichten, Bilder, Dokumente, Videodateien oder Aufgaben mit TrustCase versendet werden, mit einem garantierten Zugang nur für den bestimmten Empfänger, was neben der verschlüsselten Übermittlung durch eine besondere Identitätsprüfung (TrustBroker) gesichert wird.

Das Thema Internetsicherheit ist die dringlichste Problemstellung in der heutigen IT-Landschaft. Das zeigen auch die erwarteten Wachstumsraten in diesem Bereich. Bis zum Jahr 2020 soll sich das Weltmarktvolumen für Internetsicherheit nahezu auf 43 Mrd. US-Dollar verdoppeln. Mit TrustCase adressiert F24 einen sehr kritischen Bereich in diesem Umfeld, die sichere Kommunikation im gewerblichen Umfeld und beweist sich damit einmal mehr als Innovationsführer im deutschen IT-Umfeld.

Volumen des Weltmarktes für Internetsicherheit (in Mrd. US-Dollar)



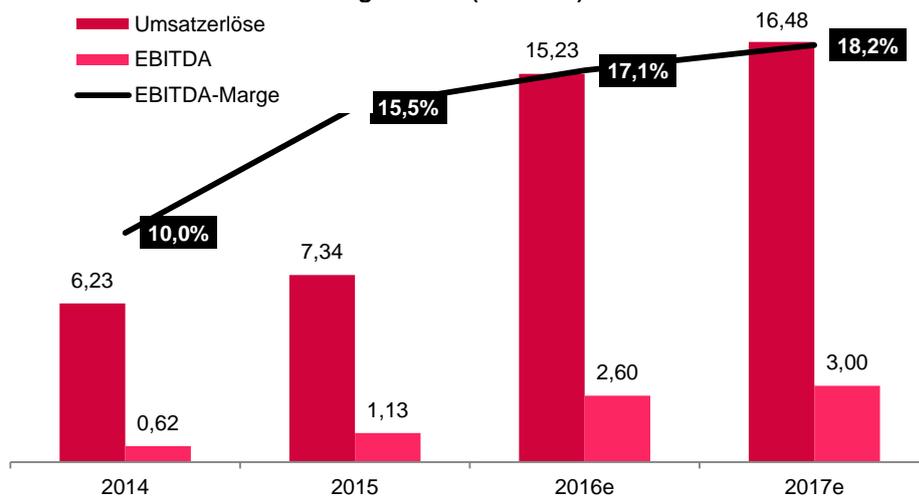
Quelle: Allied Market Research; Börse Online

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG & PROGNOSE

Kennzahlen im Überblick

GuV (in Tsd. €)	GJ 2014		GJ 2015		GJ 2016e		GJ 2017e	
Umsatzerlöse	6,23	100,0%	7,34	100,0%	15,24	100,0%	16,48	100,0%
sonstige betriebliche Erträge	0,07	1,1%	0,27	3,7%	0,06	0,4%	0,06	0,4%
Materialaufwand	-0,22	-3,5%	-0,27	-3,7%	-1,74	-11,4%	-1,87	-11,3%
Personalaufwand	-3,54	-56,7%	-3,96	-54,0%	-8,26	-54,2%	-8,81	-53,5%
Abschreibungen	-0,19	-3,0%	-0,19	-2,5%	-0,85	-5,6%	-0,84	-5,1%
sonstige betriebliche Aufwendungen	-1,92	-30,8%	-2,24	-30,5%	-2,70	-17,7%	-2,86	-17,4%
EBIT	0,44	7,0%	0,95	12,9%	1,75	11,5%	2,16	13,1%
Zinsergebnis	-0,01	-0,2%	-0,03	-0,4%	-0,15	-1,0%	-0,18	-1,1%
EBT	0,42	6,8%	0,92	12,5%	1,60	10,5%	1,98	12,0%
Steueraufwand	-0,09	-1,4%	-0,42	-5,8%	-0,70	-4,6%	-0,80	-4,9%
Minderheitenanteile	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
Jahresüberschuss	0,34	5,4%	0,49	6,7%	0,90	5,9%	1,18	7,2%
EBITDA	0,62		1,13		2,60		3,00	
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>10,0 %</i>		<i>15,5 %</i>		<i>17,0 %</i>		<i>18,2 %</i>	
EBIT	0,44		0,95		1,75		2,16	
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>7,0 %</i>		<i>12,9 %</i>		<i>11,5 %</i>		<i>13,1 %</i>	
Ergebnis je Aktie in €	0,14		0,21		0,37		0,49	
Dividende je Aktie in €	0,00		0,18		0,25		0,30	
Aktienzahl in Tsd. Stück	2,403		2,403		2,403		2,403	

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



Quelle: F24, GBC

Geschäftsentwicklung 2015

GuV (in Mio. €)	GJ 2014	Δ zum VJ	GJ 2015	GJ 2015e GBC
Umsatzerlöse	6,23	+17,7 %	7,34	7,21
EBITDA (Marge)	0,62 (10,0 %)	+82,0 %	1,13 (15,5 %)	1,07 (14,8 %)
EBIT (Marge)	0,44 (7,0 %)	+118,2 %	0,95 (12,9 %)	0,89 (12,3 %)
Jahresüberschuss	0,34	+46,7 %	0,49	0,59
EPS in €	0,14	+46,7 %	0,21	0,25

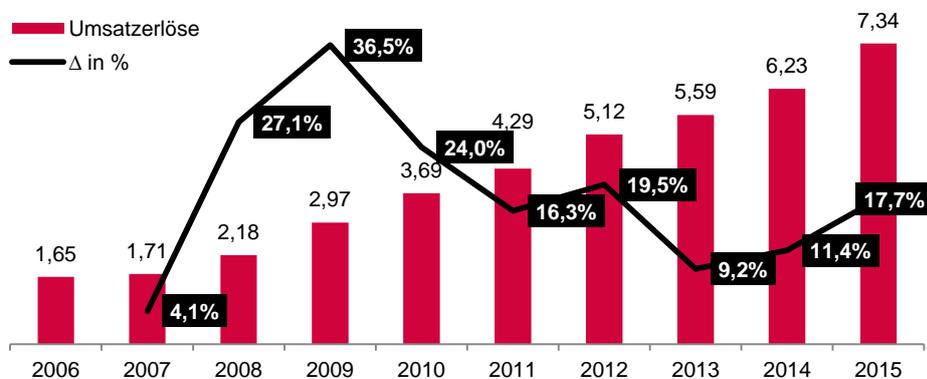
Quelle: F24, GBC

Umsatzentwicklung

Mit 7,34 Mio. € konnte die F24 AG im GJ 2015 einen erneuten Umsatzrekord aufstellen und den Vorjahreswert nochmals um 17,7 % steigern. Die eigene Prognose eines Wachstums von 13-15 % wurde damit ebenfalls übertroffen. Zudem überstieg das erreichte Umsatzniveau auch unsere Prognose von 7,21 Mio. € leicht um 3,1 %.

Seit dem Jahr des Börsengangs 2006 konnte die F24 AG die Umsatzerlöse um kumuliert 345 % steigern, wobei der gesamte Zuwachs organisch generiert wurde. Zu betonen ist dabei auch die hohe Kontinuität der Zuwächse, die auf einem sukzessiven Ausbau der Kundenbasis, verbunden mit hohen wiederkehrenden Umsatzerlösen und außerordentlich niedrigen Kündigungsraten, fußt. Über die vergangenen 10 Geschäftsjahre hinweg wurde so eine durchschnittliche jährliche Wachstumsrate (CAGR) von 18,1 % erreicht, was einen absoluten Spitzenwert darstellt. Auch zuletzt hat das Unternehmen wieder zweistellige Wachstumsraten aufweisen können.

Entwicklung der Umsatzerlöse (in Mio. €) und Wachstumsrate über 10 Jahre



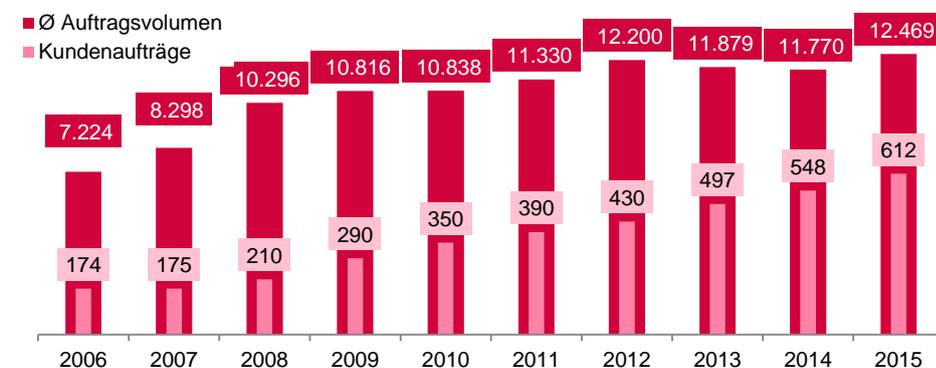
Quelle: F24, GBC

Getragen wurde das kontinuierliche Wachstum vor allem durch die stetige Ausweitung der Kundenbasis von 174 im Jahr 2006 auf 612 zum Ende des Jahres 2015. Dabei spielte über die vergangenen Jahre zunehmend die Ausweitung des Geschäfts auf das Ausland eine Rolle. Nachdem die Umsatzerlöse in 2006 noch ausschließlich in Deutschland erwirtschaftet wurden, werden inzwischen 46 % der Umsatzerlöse mit ausländischen Kunden erzielt. Neben den eigenen Auslandsgesellschaften wurde dabei in den vergangenen Jahren zusätzlich verstärkt auf das Modell des Partnervertriebs gesetzt, um die internationale Reichweite noch weiter zu erhöhen. Inzwischen sind 41 Partner in das Vertriebsnetzwerk eingebunden.

Ein weiterer Faktor für die Umsatzsteigerungen waren Weiterentwicklungen des Kernproduktes FACT24. Hierbei wurden die Funktionalitäten und der Leistungsumfang stetig erweitert und neue Produktversionen auf den Markt gebracht. Dies hat der F24 AG ermöglicht auch Preiserhöhungen durchzusetzen, was ein Grund des Anstiegs der durch-

schnittlichen Umsätze pro Kundenauftrag sein dürfte. Des Weiteren ist für diesen Anstieg auch die Internationalisierung mitverantwortlich, durch welche der Auftragsumfang mit einzelnen Kunden ausgeweitet wurde.

Entwicklung der Kundenaufträge und des durchschnittlichen Umsatzes pro Auftraggeber (in €)



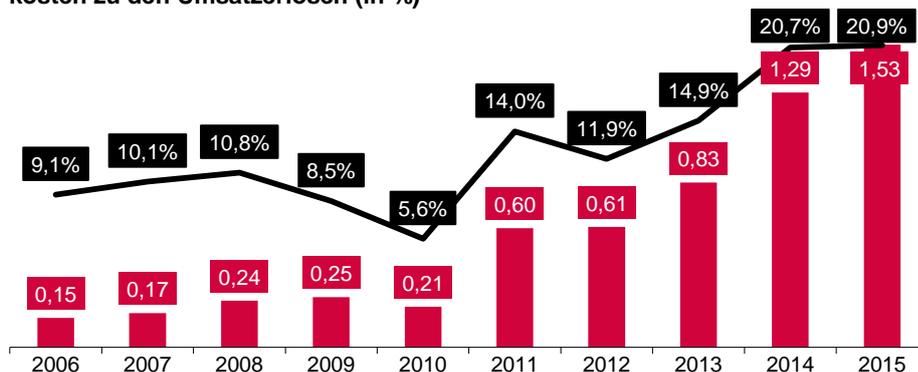
Quelle: F24, GBC

Ergebnisentwicklung

Auch hinsichtlich der Ergebnisse konnte die F24 AG im GJ 2015 einen deutlichen Sprung vollziehen und ein EBITDA in Höhe von 1,13 Mio. € erreichen. Gegenüber dem Vorjahr entspricht dies einem Zuwachs um 82,0 %. Die EBITDA-Marge wurde gleichzeitig von 10,0 % auf nunmehr 15,5 % verbessert. Auch ergebnis- und margenseitig konnte die F24 AG unsere Erwartungen damit leicht übertreffen.

Mit dem erreichten EBITDA in 2015 konnte die F24 AG darüber hinaus den zweithöchsten EBITDA-Wert in der Unternehmensgeschichte erzielen und den bisherigen Höchstwert von 1,31 Mio. € des Jahres 2012 nahezu wieder erreichen, nachdem in den beiden Geschäftsjahren 2013 und 2014 rückläufige Werte zu beobachten waren. Dies war auf eine Entwicklungsoffensive zurückzuführen, in welcher unter anderem der Funktionsumfang und die Leistungsfähigkeit von FACT24 merklich verbessert und die sichere Kommunikationslösung TrustCase neu entwickelt wurde. Mit der IT-Offensive hat F24 ihre Produkte an die Anforderungen der Digitalisierung und Mobilisierung angepasst und damit auch die Basis für zukünftiges Wachstums geschaffen. Vor allem wurden mit dem Aufbau der Entwicklungskapazitäten auch Ressourcen geschaffen, um zukünftig den sich voraussichtlich weiterhin dynamisch ändernden Marktanforderungen gerecht werden zu können.

Entwicklung der Entwicklungskosten (in Mio. €) und der Quote der Entwicklungskosten zu den Umsatzerlösen (in %)

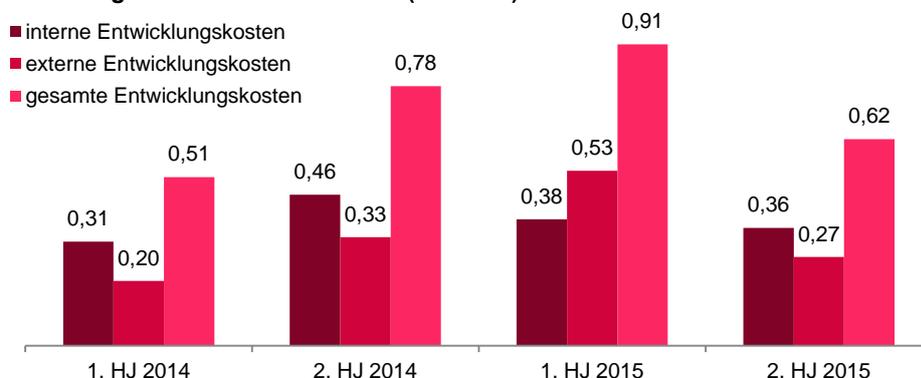


Quelle: F24, GBC

Die Entwicklungsoffensive hat zu einem deutlichen Anstieg der Entwicklungsaufwendungen geführt. Mit 1,29 Mio. € lagen diese in 2014 bereits auf einem Niveau von 20,7 % zum Umsatz und rund 55 % über Vorjahr. Trotz eines weiteren Anstiegs der Entwicklungsaufwendungen auf 1,53 Mio. € konnte in 2015 der hohe Ergebnisanstieg herbeigeführt werden, was eindrucksvoll die hohe Skalierbarkeit des Geschäftsmodells der F24 AG aufzeigt.

Jedoch war im 2. HJ 2015 bereits ein deutlicher Rückgang der Entwicklungsaufwendungen zu beobachten. Dabei wurden im 2. HJ 2015 vor allem die externen Entwicklungsaufwendungen merklich von 0,53 Mio. € im 1. HJ 2015 auf 0,27 Mio. € reduziert, wohingegen die internen Entwicklungsaufwendungen nachhaltig sind und entsprechend auch in den Folgeperioden in vergleichbarer Höhe anfallen dürften.

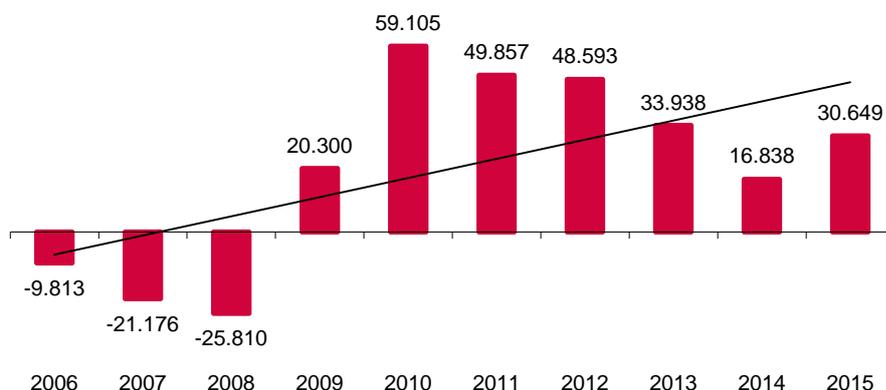
Entwicklung des EBITDA/Mitarbeiter (in Mio. €)



Quelle: F24, GBC

Vor dem Hintergrund der deutlichen Ergebnisverbesserung im GJ 2015 konnte auch bei der Effizienzkennzahl EBITDA pro Mitarbeiter ein deutlicher Sprung verzeichnet werden. Mit einem Wert von über 30.000 € lag die Kennzahl zwar noch hinter historischen Höchstwerten zurück, verdeutlicht aber die insgesamt klar aufwärtsgerichtete Rentabilitätsentwicklung des Unternehmens.

Entwicklung des EBITDA/Mitarbeiter (in €)



Quelle: F24, GBC

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. Der Umsatz mit ausländischen Kunden trägt inzwischen fast 50 % zu den Konzernumsatzerlösen bei • Konservative Bilanzierung und starke Ergebnisqualität • Hohe Kundentreue und äußerst geringe Kündigungsquoten von nur rund 2 % bei FACT24 in den vergangenen Jahren • Weiterentwicklungen des Kernproduktes FACT24 werden stetig vorangetrieben, was die Wettbewerbsfähigkeit stärkt 	<ul style="list-style-type: none"> • Noch kleine Unternehmensgröße • Durch den geringen Free-Float von 26 % ist die Fungibilität der Aktie eingeschränkt • Der Anteil wiederkehrender Umsatzerlöse bei Dolphin Systems AG ist niedriger als bei der F24 AG
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> • Die Aufmerksamkeit und Nachfrage nach Krisenmanagement nimmt europaweit zu, woraus sich Wachstumspotenziale ergeben • Die Sättigung mit Alarmierungsdienstleistungen in Deutschland und Europa ist noch nicht erreicht • Die Nachfrage nach den Produkten der F24 hat sich in der Vergangenheit als konjunkturunabhängig erwiesen, was auch in kommenden Rezessionsphasen stützend wirken könnte • Mit der Übernahme der Dolphin Systems AG wurde Zugang zu über 200 großen Kunden erschlossen, woraus sich Cross-Selling-Potenziale ergeben könnten • Durch den Vertrieb von Produkten der Dolphin Systems AG durch die F24 AG könnte das Wachstum nochmals beschleunigt werden 	<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 • Die Dolphin Systems AG könnte sich nach der Übernahme nicht wie erwartet entwickeln und das Konzernergebnis der F24 AG belasten • Die Weiterentwicklung des Kernproduktes FACT24 könnte die Marktnachfrage nicht treffen, was zu einer Verlangsamung des Umsatzwachstums führen bzw. den Vertriebsprozess erschweren könnte

Prognose und Modellannahmen

Übernahme der Dolphin Systems AG

Eckdaten (in Mio. €)	F24 AG	Dolphin Systems AG
Umsatzerlöse 2015	7,34	6,56
EBITDA (Marge) 2015	1,13 (15,5 %)	1,19 (18,1 %)
Eigenkapital 2015	2,43	1,38

Quelle: F24, GBC

Mitte April 2016 meldete die F24 AG die Übernahme der Dolphin Systems AG. Das Unternehmen ist dabei in den Bereichen Alarmierung und Business Messaging einer der führenden Anbieter in der Schweiz. Damit ist das Unternehmen im gleichen Segment aktiv wie die F24 AG und beide Unternehmen sollten daher in Zukunft durch die Nutzung von Cross-Selling-Potenzialen profitieren.

Die Dolphin Systems AG verfügt über zwei Kernprodukte. Zum einen das sikado™ portal, eine Cloud-Lösung zur Überwachung von technischen Anlagen inklusive Alarmierungsfunktionen. Insofern werden hierbei ähnliche Kundengruppen angesprochen wie mit FACT24 der F24 AG. Das zweite Kernprodukt ist das eCall™ sms & fax portal, ein Online-System für den Versand von SMS-, Fax- und Pager-Meldungen. Das Produkt nimmt in der Schweiz eine führende Stellung ein.

Beide Unternehmen sollten im Zuge der Übernahme von sich ergebenden Synergien profitieren können. Während die Dolphin Systems AG heute überwiegend in der Schweiz aktiv ist, könnte das Unternehmen von der internationalen Positionierung sowie der Vertriebsstärke der F24 AG profitieren. Dabei ist etwa an den Vertrieb von Produkten der Dolphin Systems AG durch die F24 AG zu denken. Andersherum gehören insgesamt rund 200 große Unternehmen zur Kundenbasis der Dolphin Systems, woraus sich für die F24 AG entsprechend neue bzw. erweiterte Kundenbeziehungen ergeben könnten.

Hinsichtlich des Kaufpreises für die Dolphin Systems AG wurde Stillschweigen vereinbart. Die F24 AG gab jedoch bekannt, dass ca. 45 % des Kaufpreises mit Eigenmitteln und 55 % über die Aufnahme eines Darlehens finanziert werden sollen. Zudem wurden die Rahmendaten des Zahlenwerkes bekannt gegeben, wonach Dolphin Systems in 2015 6,56 Mio. € Umsatzerlöse und ein EBITDA von 1,19 Mio. € erwirtschaftete.

Zum Ende des GJ 2015 verfügte die F24 AG über liquide Mittel in Höhe von 3,7 Mio. €. Abzüglich der vorgeschlagenen Dividende von 0,4 Mio. € (0,18 € je Aktie) ergibt sich per Ende 2015 damit ein Spielraum für den 45 %igen Eigenkapitalanteil zur Finanzierung der Übernahmen von rund 3,3 Mio. €. Entsprechend würde sich der Gesamtkaufpreis auf ca. 7,3 Mio. € belaufen. Mit einem Kaufpreis von 7,3 Mio. € würde der bezahlte EBITDA-Multiple für die Übernahme der Dolphin Systems AG bei 6,1 liegen, der Umsatzmultiple bei 1,1. Diese Multiplikatoren erachten wir als realistisch, aber attraktiv. Vor dem Hintergrund dieser Überlegungen gehen wir davon aus, dass der Kaufpreis für die Dolphin Systems AG in einer Spanne von 7,0 und 7,5 Mio. € liegt.

Die Kaufpreismultiples liegen für das Jahr 2015 deutlich unter den Werten der F24 AG. Zudem wies die Dolphin Systems AG in 2015 bei etwas niedrigeren Umsatzerlösen einen vergleichbaren absoluten EBITDA-Wert auf. Die EBITDA-Marge war mit 18,1 % höher als bei der F24 AG. Insofern schätzen wir die Übernahme bewertungsseitig als wertschöpfend ein. Durch die Nutzung von Synergien bzw. Cross-Selling-Potenzialen sollte die Wertschöpfung bei Konzernbetrachtung in Zukunft darüber hinaus noch weiter erhöht werden können.

Umsatzprognosen

GuV (in Mio. €)	GJ 2015	GJ 2016e	GJ 2017e
Umsatzerlöse	7,34	15,24	16,48
EBITDA (Marge)	1,13 (15,5 %)	2,60 (17,0 %)	3,00 (18,2 %)
EBIT (Marge)	0,95 (12,9 %)	1,75 (11,5 %)	2,16 (13,1 %)
Konzernjahresüberschuss	0,49	0,90	1,18
EPS in €	0,21	0,37	0,49

Quelle: F24, GBC

Die Übernahme der nahezu gleichgroßen und sehr profitablen Dolphin Systems AG wird sich hinsichtlich der Umsatz- und Ertragskennzahlen der F24-Gruppe deutlich erhöhend auswirken. Das Unternehmen geht davon aus, dass im GJ 2016 die Umsatzerlöse vor dem Hintergrund der Übernahme gegenüber 2015 in etwa verdoppelt werden können, also bei rund 14,7 Mio. € liegen werden.

Wir gehen davon aus, dass die Umsatzerlöse tatsächlich nochmals etwas höher bei 15,24 Mio. € liegen werden. Dabei haben wir insbesondere zwei Faktoren berücksichtigt.

Zum einen geht das Management davon aus, bei FACT24 wieder ein deutliches Wachstum um 11-13 % zu erzielen. Angesichts der historischen Entwicklung, vor allem aber auch dem starken Kundenzuwachs in 2015, der sich auch in diesem Jahr umsatz erhöhend auswirken wird, erwarten wir für die F24 AG eine Verbesserung der Umsatzerlöse auf 8,19 Mio. €. Nicht zuletzt erwarten wir auch für das Jahr 2016 einen weiteren Zuwachs der Kundenaufträge.

Darüber hinaus zeigte sich auch die Dolphin Systems AG in den vergangenen Jahren sehr wachstumsstark, mit einer Steigerungsrate um rund 10 % in 2015. Für das Jahr 2016 haben wir konservativ nur eine Steigerung um 7,5 % in unseren Prognosen berücksichtigt.

Ein weiterer Umsatztreiber könnte in diesem Jahr, vor allem aber in 2017, die neue Produktvariante FACT24 Ultimate+ werden. Das neue Krisenmanagementtool wurde im Zuge der Entwicklungsoffensive der vergangenen beiden Jahre entwickelt und umfasst unter anderem den mobilen und sicheren Messaging-Dienst TrustCase. FACT Ultimate+ wird ab Herbst 2016 auf den Markt kommen und auf Grund der neuen Premium-Funktionen auch preislich über den bisherigen Produktvarianten liegen. Insofern bestehen hier Upselling-Potenziale mit bestehenden Kunden.

Noch nicht berücksichtigt haben wir in unseren Prognosen für das Jahr 2016 mögliche Cross-Selling-Potenziale mit der Dolphin Systems AG. Inwieweit sich die Kundenbeziehungen beider Unternehmen synergetisch nutzen lassen, ist derzeit noch nicht abschätzbar. Wir gehen jedoch nicht davon aus, dass maßgeblich Effekte bereits in 2016 sichtbar werden. Vielmehr verbirgt sich hierin Potenzial für die darauffolgenden Geschäftsjahre.

Erwartete Umsatzerlöse (in Mio. €)

Umsatzerlöse (in Mio. €)	pro-forma 2015	2016e	2017e
F24 AG	7,34	8,19	8,90
Dolphin Systems AG	6,56	7,05	7,58
F24-Gruppe	13,89	15,24	16,48

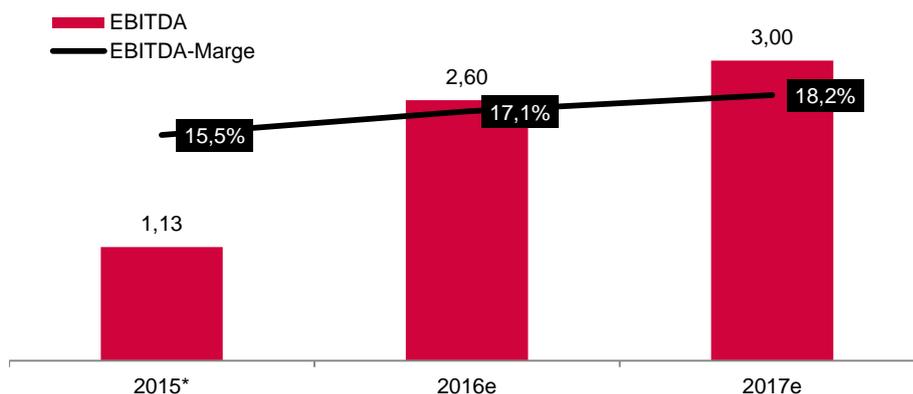
Quelle: F24, GBC

Ergebnisprognosen

Auch ergebnisseitig wird sich die Übernahme der Dolphin Systems AG deutlich erhöhend auswirken. Im GJ 2015 erwirtschaftete die Dolphin Systems AG eine EBITDA-Marge von 18,1 % und lag damit sogar über dem Wert der F24 AG von 15,5 %. Wir gehen davon aus, dass das Schweizer Unternehmen auch in 2016 ein ähnliches Margenniveau erreichen kann. Bei der F24 AG gehen wir davon aus, dass im Zuge der erwarteten Umsatzverbesserung weitere Steigerungen des EBITDA und der EBITDA-Marge erreicht werden. Nach der Verbesserung um 0,51 Mio. € auf 1,13 Mio. € in 2015 erwarten wir nunmehr einen weiteren Zuwachs auf 1,66 Mio. €.

Insgesamt erwarten wir damit für die F24-Gruppe im Zuge der Übernahme ein EBITDA von 2,60 Mio. €, was einer Marge von 17,0 % entspricht. Damit gehen wir auch davon aus, dass die vom F24-Management in Aussicht gestellte EBITDA-Marge von 15 % übertroffen werden wird. Auch für 2017 gehen wir von einer weiteren Verbesserung der EBITDA-Marge auf 18,2 % aus. Mittelfristig halten wir wieder Margenwerte von 20 % für realistisch, nachdem F24 diese Marke bereits in der Vergangenheit überschreiten konnte. Die Investitionen in die neuen Produkte und Produktvarianten sollten sich zunehmend monetarisieren und dann die entsprechenden Skaleneffekte generieren, welche den Margenanstieg begünstigen.

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



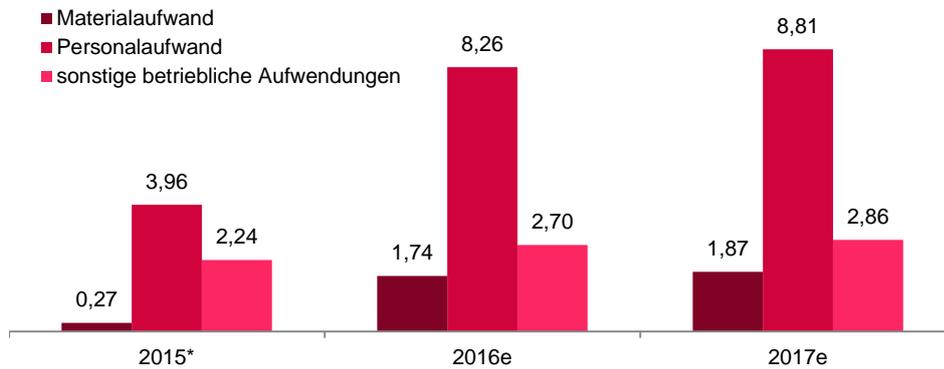
Quelle: Berechnung GBC; *2015 F24 AG vor Akquisition der Dolphin Systems AG

Hinsichtlich der einzelnen Kostenpositionen wird sich die Übernahme insbesondere auf die Personalaufwendungen auswirken. Die Dolphin Systems AG beschäftigt derzeit über 30 Mitarbeiter und verfügt damit annähernd über genauso viel Personal wie die F24 AG. Angesichts eines weiteren erwarteten Wachstums beider Gesellschaften gehen wir in 2016 von einem Anstieg der Personalaufwendungen auf 8,26 Mio. € aus.

Deutlich zulegen werden auf Gruppenebene auch die Materialaufwendungen. Während diese bei F24 nur von untergeordneter Bedeutung sind, kauft die Dolphin Systems für den Betrieb des eCall™ sms & fax-portals deutlich mehr Datenvolumina ein.

Unterproportional erwarten wir hingegen die Entwicklung der sonstigen betrieblichen Aufwendungen. Während der Anteil der Dolphin Systems AG mit 0,27 Mio. € in 2015 vergleichsweise gering ist, erwarten wir für 2016 bei der F24 eine flache Entwicklung, da der externe Entwicklungsaufwand zurückgehen sollte. Dies konnte bereits im 2. HJ 2015 beobachtet werden und sollte in 2016 auf reduziertem Niveau beibehalten werden. Das ist zum einen auf den Abschluss der Entwicklungsoffensive zu sehen und zum anderen hat das Unternehmen inzwischen hohe eigene Entwicklungskapazitäten aufgebaut, um den zukünftigen Innovationsbedarf weitgehend mit internen Ressourcen abdecken zu können.

Erwartete Entwicklung der operativen Kostenpositionen (in Mio. €)



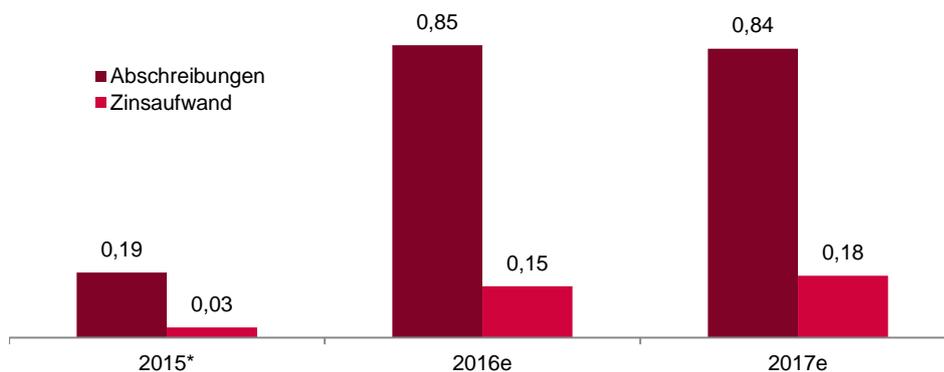
Quelle: Berechnung GBC; *2015 F24 AG vor Akquisition der Dolphin Systems AG

Angesichts unseres geschätzten Übernahmepreises von 7,0 bis 7,5 Mio. € und einem Eigenkapital der Dolphin Systems AG in Höhe von 1,38 Mio. € dürfte im Zuge der Übernahme ein Firmenwert von 6,5 bis 7,0 Mio. € aktiviert werden, abhängig von der Gewinnausschüttung der Dolphin Systems AG für 2015. Daraus sollten in den kommenden Jahren erhöhte Abschreibungen resultieren. Auf der anderen Seite wurde der Kundstamm der F24 AG in 2015 vollständig abgeschrieben, was die Abschreibungen für 2016 um 0,13 Mio. € entlastet. Dennoch gehen wir davon aus, dass für 2016 Anstieg der Abschreibungen auf 0,85 Mio. € erfolgt.

Auf Grund dessen erwarten wir, dass das EBIT mit 1,75 Mio. € etwas unterproportional zum EBITDA zulegt, dennoch aber deutlich über dem Vorjahreswert von 0,95 Mio. € ausfällt.

Ebenfalls ansteigend erwarten wir das Zinsergebnis. Da 55 % des Kaufpreises über die Aufnahme eines Darlehens finanziert werden, rechnen wir mit einem Anstieg der zins-tragenden Verbindlichkeiten um rund 4 Mio. €. Dies wird sich entsprechend auf die Zinsaufwendungen auswirken, die wir in 2016 bei rund 0,15 Mio. € erwarten. Die Dolphin Systems AG ist vollständig eigenkapitalfinanziert, so dass hieraus keine zusätzlichen Zinsaufwendungen für die F24-Gruppe erwachsen.

Erwartete Entwicklung der Abschreibungen und des Zinsaufwandes (in Mio. €)



Quelle: Berechnung GBC; *2015 F24 AG vor Akquisition der Dolphin Systems AG

Auf Nettoebene erwarten wir vor den genannten Hintergründen für das Jahr 2016 einen Jahresüberschuss in Höhe von 0,90 Mio. € sowie von 1,18 Mio. € für 2017. Entsprechend sollte die F24 AG die für das GJ 2015 wiederaufgenommene Dividendenzahlung auch in den kommenden Jahren beibehalten können. Wir erwarten dabei leicht ansteigende Ausschüttungssummen.

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 18,2 % 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 1,50 %.**

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 8,6 % (bislang: 8,6 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 95 % (bislang: 100 %) unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 8,3 % (bisher: 8,6 %).

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 8,3 % errechnet. Daraus errechnet sich ein fairer Wert je Aktie in Höhe von 17,00 €. Unser bisheriges Kursziel von 12,50 € haben wir entsprechend angehoben. Hintergrund der deutlichen Anhebung des Kursziels ist dabei neben den niedrigeren Kapitalkosten vor allem die unserer Einschätzung nach sehr wertschöpfende Übernahme der Dolphin Systems AG sowie die nach wie vor guten Ertragsaussichten der Gesellschaft über die kommenden Jahre.

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	18,2%	ewige EBITA - Marge	15,2%
AFA zu operativen Anlagevermögen	15,0%	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	19,95	21,94	24,14	26,55	29,21	
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	3,60	4,68	6,30	8,93	13,81	25,56	
EBITDA	2,60	3,00	3,30	3,63	3,99	4,39	4,83	5,32	
EBITDA-Marge	17,0%	18,2%	18,2%	18,2%	18,2%	18,2%	18,2%	18,2%	
EBITA	1,75	2,16	2,43	2,75	3,11	3,51	3,95	4,44	
EBITA-Marge	11,5%	13,1%	13,4%	13,8%	14,2%	14,6%	14,9%	15,2%	15,2%
Steuern auf EBITA	-0,77	-0,87	-0,97	-1,10	-1,25	-1,41	-1,58	-1,77	
zu EBITA	43,9%	40,4%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	31,0%
EBI (NOPLAT)	0,98	1,29	1,46	1,65	1,87	2,11	2,37	2,66	
Kapitalrendite	31,2%	23,0%	28,0%	35,5%	48,2%	68,2%	102,6%	173,7%	274,2%
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	5,04	4,26	3,48	2,70	1,92	1,14	
AFA auf OAV	-0,85	-0,84	-0,87	-0,88	-0,88	-0,88	-0,88	-0,88	
AFA zu OAV	13,0%	14,4%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	
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	5,04	4,26	3,48	2,70	1,92	1,14	
EBITDA	2,60	3,00	3,30	3,63	3,99	4,39	4,83	5,32	
Steuern auf EBITA	-0,77	-0,87	-0,97	-1,10	-1,25	-1,41	-1,58	-1,77	
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	-4,48	1,81	1,76	2,43	2,65	2,89	3,15	3,44	49,67
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	41,38	42,99							
Barwert expliziter FCFs	12,89	12,14							
Barwert des Continuing Value	28,49	30,84							
Nettoschulden (Net debt)	3,18	2,15							
Wert des Eigenkapitals	38,20	40,84							
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00							
Wert des Aktienkapitals	38,20	40,84							
Ausstehende Aktien in Mio.	2,40	2,40							
Fairer Wert der Aktie in EUR	15,90	17,00							

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,5%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,29
Eigenkapitalkosten	8,6%
Zielgewichtung	95,0%
Fremdkapitalkosten	3,2%
Zielgewichtung	5,0%
Taxshield	25,0%
WACC	8,3%

Kapitalrendite	WACC				
	7,7%	8,0%	8,3%	8,6%	8,9%
270,2%	18,62	17,67	16,81	16,03	15,33
272,2%	18,73	17,77	16,90	16,12	15,41
274,2%	18,84	17,87	17,00	16,21	15,49
276,2%	18,95	17,97	17,09	16,30	15,58
278,2%	19,05	18,07	17,18	16,38	15,66

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