

Media and Games Invest plc ^{*5a;7;11}

Rating: Kaufen
Kursziel: 5,15 €

Aktueller Kurs: 3,58
11.03.21 / Xetra /
(11:47 Uhr)
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: MT0000580101
WKN: A1JGT0
Börsenkürzel: M8G
Aktienanzahl ³: 128,45
Marketcap ³: 459,85
EnterpriseValue³: 521,47
³ in Mio. / in Mio. EUR
Streubesitz: 52,44%

Transparenzlevel:
Nasdaq First North Premier

Marktsegment:
Freiverkehr
(Open Market)

Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsors:
Hauck & Aufhäuser Privat-
Bankiers AG
Pareto Securities AB

Analysten

Marcel Goldmann
goldmann@gbc-ag.de

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interes-
senkonflikte auf Seite 9

Datum (Zeitpunkt) Fertigstel-
lung: 11.03.2021 (12:37 Uhr)

Datum (Zeitpunkt) erste Wei-
tergabe: 11.03.2021 (13:30
Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis
max. 31.12.2021

Unternehmensprofil

Branche: Unterhaltung, Medien
Fokus: Videospiele (sog. MMOs)
Mitarbeiter: 800
Gründung: 2011 (gamigo im Jahr 2000)
Firmensitz: Malta (voraussichtlich ab 2022 Luxemburg)
Vorstand: Remco Westermann (CEO), Paul Echt (CFO)



Media and Games Invest plc verfügt über ein profitables und wachsendes Portfolio von Unternehmen in den Bereichen Spiele und digitale Medien. Die Gruppe zielt in erster Linie darauf ab, durch Übernahmen von Unternehmen zu wachsen, sie umzustrukturieren und in eine große Plattform zu integrieren. Bisher hat diese Strategie verschiedene Synergien wie Kostensenkungen, Hebelwirkung und Größenvorteile hervorgebracht. Nach Angaben des Managements wird diese Strategie nur von wenigen Konkurrenten, insbesondere im Spielesektor, verfolgt, so dass Spielraum für Akquisitionen zu einem günstigen Preis bleibt. Im Jahr 2020 ist bereits Folgendes erreicht worden: 1) die Übernahme der nordamerikanischen mobilen Datenplattform Verve Group, 2) eine Erhöhung des Aktienanteils der gamigo AG von 53% auf 99%, 3) der Kauf des programmatischen Werbeunternehmens Plattform 161, 4) eine 100%-Beteiligung an ReachHero und 5) die vollständige Übernahme der Freenet Digital Gruppe mit mehr als 1.500 Mobile Games. In der aktuellen COVID-19-Pandemie haben sich Videospiele einmal mehr als krisensicher und nicht-zyklisch erwiesen. Da die Verbraucher mehr Freizeit hatten, ist die Nachfrage nach Unterhaltung und damit nach Videospiele stark gestiegen. Im Juli 2020 ist die MGI-Aktie in das Scale-Segment (zuvor: Basic Board) der Deutschen Börse aufgenommen worden und am 6. Oktober 2020 wurde ein Dual Listing an der Nasdaq First North Premier durchgeführt, wo viele andere Midcap Spielefirmen gelistet sind.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2019	31.12.2020e	31.12.2021e	31.12.2022e
Umsatzerlöse	83,89	140,22	173,55	199,88
Adj. EBITDA	18,10	29,10	50,12	58,62
EBITDA	15,54	26,55	47,42	55,92
EBIT	5,00	11,04	23,72	33,02
Nettoergebnis (nach Minderheiten)	-0,32	2,71	12,08	18,24

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	-0,01	0,02	0,09	0,14
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen

EV/Umsatz	6,22	3,72	3,00	2,61
EV/ Adj. EBITDA	28,81	17,92	10,40	8,90
EV/EBITDA	33,56	19,64	11,00	9,33
EV/EBIT	104,29	47,23	21,98	15,79
KGV (nach Minderheiten)	neg.	169,69	38,07	25,21
KBV		2,60		

Finanztermine

31.05.2021: Geschäftsbericht Q1 2021
30.06.2021: Konzernabschluss 2020
Juli 2021: Hauptversammlung
31.08.2021: Halbjahresbericht 2021
30.11.2021: Geschäftsbericht Q3 2021

****letzter Research von GBC:**

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
01.02.2021: RS / 5,15 / KAUFEN
07.12.2020: RS / 3,20 / KAUFEN
08.09.2020: RS / 2,95 / KAUFEN
25.08.2020: RS / 2,85 / KAUFEN

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

Hinweis gemäß MiFID II Regulierung für Research „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“: Vorliegendes Research erfüllt die Voraussetzungen für die Einstufung als „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“. Nähere Informationen hierzu in der Offenlegung unter „I. Research unter MiFID II“

GJ 2020 mit deutlichem Umsatz- und Ergebniszuwachs abgeschlossen; eine umfangreiche Wachstumspipeline und das KingsIsle-M&A sorgen für weiteres dynamisches Wachstum; die Optimierung des Medien-Business und der starke Fokus der Werbesparte auf digitale Werbung unterstützen den profitablen Wachstumskurs des Konzerns; Bestätigung unseres Kursziels & Ratings

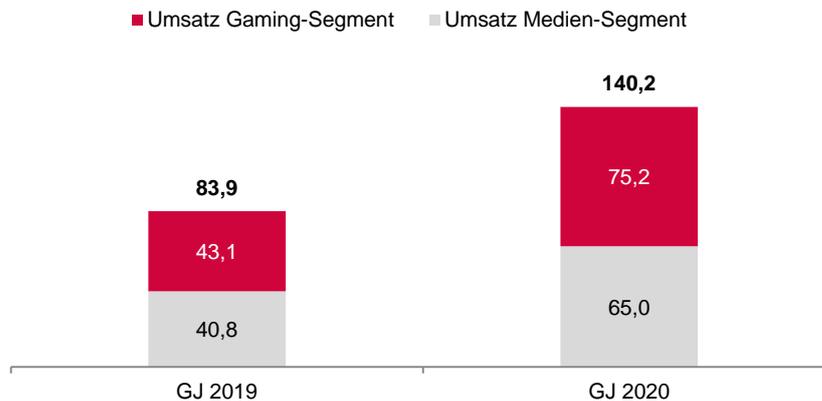
Ausgewählte Konzernkennzahlen (in Mio. €)	GJ 2019	GJ 2020
Umsatzerlöse	83,89	140,22
Adj. EBITDA	18,10	29,10
EBITDA	15,54	26,55
Adj. EBIT	10,50	17,50
EBIT	5,00	11,04
Nettoergebnis	1,25	2,71

Quelle: Media and Games Invest plc

Umsatz- und Ergebnisentwicklung 2020

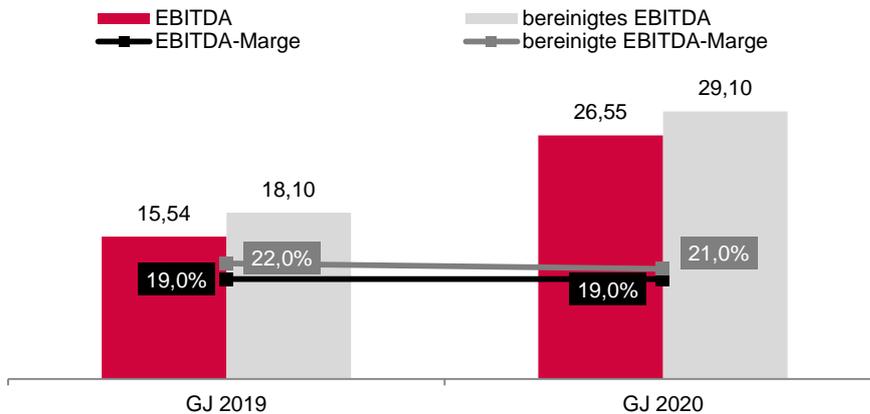
Am 25.02.2021 hat die Media and Games Invest plc (MGI) ihre vorläufigen Geschäftszahlen für das abgelaufene Geschäftsjahr 2020 bekannt gegeben. Hiernach konnte der MGI-Konzern auch im vergangenen Geschäftsjahr mit einem Umsatzanstieg von 67,1% auf 140,22 Mio. € (VJ: 83,89 Mio. €) seinen eingeschlagenen dynamischen Wachstumskurs weiter fortsetzen. Zum hohen Wachstumstempo hat vor allem ein wachstumsstarkes viertes Quartal beigetragen (Umsatz Q4 2019: 28,17 Mio. € vs. Umsatz Q4 2020: 48,69 Mio. €), welches in Punkto Volumen das umsatz- und ertragsstärkste der bisherigen Unternehmensgeschichte war.

Entwicklung der Konzernumsatzerlöse und der Segmentumsätze (in Mio. €)



Quelle: Media and Games Invest plc; GBC AG

Auf EBITDA-Basis wurde im vergangenen Geschäftsjahr ein Anstieg von rund 71,0% auf 26,55 Mio. € (VJ: 15,54 Mio. €) erzielt. Das um Einmaleffekte (z.B. Sonder- und Restrukturierungskosten aus M&A-Transaktionen) korrigierte EBITDA legte im Vergleich zum Vorjahr um 60,8% auf 29,10 Mio. € (VJ: 18,10 Mio. €) ebenso deutlich zu. Die bereinigte EBITDA-Marge betrug hiernach 21,0%. Damit konnte das hohe Margenniveau des Vorjahres (VJ: 22,0%) nahezu bestätigt werden

Entwicklung des EBITDA und des bereinigten EBITDA (in Mio. €)


Quelle: Media and Games Invest plc; GBC AG

Der deutliche Konzernumsatzanstieg wurde insbesondere vom Gaming-Segment getragen. In diesem Geschäftsbereich hat die Gesellschaft einen sprunghaften Umsatzanstieg um 74,5% auf 75,20 Mio. € (VJ: 43,10 Mio. €) erzielt. Zu dieser erfreulichen Entwicklung haben neben positiven Effekten aus der „Corona-Stay-at-home-policy“ auch Spiele-Updates und -Erweiterungen sowie M&A-Maßnahmen beigetragen. Hierbei ist zu erwähnen, dass die im Zuge der anhaltenden Corona-Situation gewonnenen Spieler die bestehende Spielerbasis erheblich ausgeweitet und aufgrund der traditionell hohen Spielerloyalität auch den bisherigen „Umsatzsockel“ erheblich vergrößert haben.

Darüber hinaus hat ebenfalls die Mediensparte mit einem signifikanten Umsatzzuwachs von 59,3% auf 65,0 Mio. € (VJ: 40,80 Mio. €) deutlich zum Konzernumsatzanstieg beigetragen. Neben Umsatzzuwächsen aus organischem Wachstum konnte dieser Geschäftsbereich auch von positiven Effekten aus vollzogenen M&A-Maßnahmen (z.B. Übernahme der wesentlichen Assets der Verve Wireless; Akquisition der Plattform 161, Anteilsaufstockung ReachHero) profitieren. Das organische Wachstum dieses Geschäftssegments wurde unseres Erachtens vor allem dadurch beflügelt, dass sich die Gesellschaft in ihrer Werbesparte mit ihren unterschiedlichen digitalen Werbeformaten (inkl. Services) sehr stark auf Kunden aus dem wachstumsstarken Gaming- und E-Commerce-Sektor fokussiert hat (Umsatzanteil GBCe: ca. 80%).

Des Weiteren hat der MGI-Konzern bekannt gegeben, dass nach nunmehr weit über 10 Akquisitionen im Medienbereich diese Werbesparte (Verve Group) zu den wenigen Akteuren im digitalen programmatischen Werbemarkt gehört, die eine voll integrierte programmatische Werbeplattform von der Demand Side bis zur Supply Side anbieten kann. So wurden im Jahr 2020 alle Medienplattformen miteinander verbunden, was zu erheblichen Synergien auf der Kostenseite in Kombination mit starken Umsatzsynergien geführt hat.

Zudem hat das Unternehmen gemeldet, dass sich interhalb dieser Division der Fokus und die Umsatzverteilung deutlich von eher personengebundenen Diensten wie Influencern und Affiliate-Geschäft hin zu programmatischen Software-as-a-Service-Medien und Gaming-Infrastrukturdiensten verschoben hat. An dieser Stelle ist hervorzuheben, dass der Bereich programmatische Werbung laut Medienexperten als eines der am stärksten wachsenden Segmente im digitalen Werbemarkt gilt. Laut Unternehmensangaben zählt Verve's Open Exchange nun zu den Top 10 programmatischen Marktplätzen weltweit.

Prognosen und Bewertung

GuV in Mio. € \ GJ.-Ende	GJ 2020e (neu)	GJ 2020e (alt)	GJ 2021e	GJ 2022e
Umsatz	140,22	133,25	173,55	199,88
Adj. EBITDA	29,10	27,72	50,12	58,62
EBITDA	26,55	25,02	47,42	55,92
Adj. EBIT	17,50	17,22	29,42	38,72
EBIT	11,04	11,52	23,72	33,02
Nettoergebnis (nach Minderheiten)	2,71	2,47	12,08	18,24

Quelle: Schätzungen GBC AG

Die von MGI publizierten vorläufigen Zahlen für das Geschäftsjahr 2020 liegen deutlich über unseren bisherigen Prognosen und auch über der Guidance des Managements. Folglich haben wir unsere bisherigen Schätzungen für diese Geschäftsperiode in Bezug auf die Umsatzerlöse auf 140,22 Mio. € (bisher: 133,25 Mio. €) und das EBITDA auf 26,55 Mio. € (bisher: 25,02 Mio. €) moderat angehoben.

In Anbetracht der sehr guten Unternehmensperformance und der gut gefüllten organischen Wachstumspipeline und der zuletzt durchgeführten vielversprechenden Übernahme (KingsIsle) innerhalb der Gaming-Sparte, bestätigen wir unsere bisherigen Schätzungen. Für das laufende Geschäftsjahr 2021 erwarten wir Umsatzerlöse von 173,55 Mio. € und ein EBITDA von 47,42 Mio. €. Für das Folgejahr 2022 gehen wir weiterhin von Umsatzerlösen von 199,88 Mio. € und einem EBITDA von 55,92 Mio. € aus.

Organische Wachstumspipeline des MGI-Konzerns

Heroes of Twilight <small>Launch 2021</small>	<ul style="list-style-type: none"> gamigo hat außerdem das weltweite Lizenzrecht für das Handyspiel "Heros of Twilight" erworben Das kompetitive und rundenbasierte Rollenspiel zeichnet sich durch einen dynamischen Tag- und Nachtwechsel aus, d.h. die Charaktere und die Spielumgebung können sich jederzeit unerwartet verändern Das Free-to-Play-Spiel ist die Fortsetzung des mehrfach preisgekrönten "Little Lords of Twilight" und hat daher eine starke Fanbase
Golf Champions - Swing of Glory <small>Launch 2021</small>	<ul style="list-style-type: none"> Das Gaming-Segment von MGI (gamigo) hat die weltweiten Entwicklungs- und Publishing-Rechte des Triple-A-Handyspiels "Golf Champions - Swing of Glory" vom kanadischen Top-Entwickler Behavior Interactive erworben. Golf Champions ist ein wettbewerbsorientiertes Free-to-Play-Handyspiel, bei dem die Spieler in Ligen gegeneinander antreten. Die Spieler schalten verschiedene Golf-Charaktere frei und können ihre Fähigkeiten verbessern, während sie gegeneinander antreten
Desert Operations Goes Mobile <small>Launch TBA</small>	<ul style="list-style-type: none"> Unser erfolgreiches Strategie-Wargame Desert Operations ist derzeit nur im Browser auf dem PC spielbar. Strategiespiele sind ein erfolgreiches Genre auf mobilen Geräten, auch Desert Operations ist dafür sehr gut geeignet, was zu diesem Projekt führte. Desert Operations wird auf dem Handy in einem neuen Setting erscheinen, um ein breites Publikum und hohe Spielzeit zu erzielen.
Trove Nintendo Switch +South Korea <small>Launch TBA</small>	<ul style="list-style-type: none"> Das erfolgreiche Voxel-MMO Trove kann derzeit auf den Plattformen Windows PC, Sony Playstation 4 und Microsoft XBOX gespielt werden. Da Switch sehr populär geworden ist, wurde Trove als erstes Spiel ausgewählt, das auf Switch portiert werden soll. Durch diese Portierung wird das Spiel auf den Nintendo Switch-Konsolen erhältlich sein & ein weiteres großes Publikum ansprechen. Gemeinsam mit Arogen Games bringt gamigo die PC-Version des actiongeladenen MMOs nach Südkorea
Verve EDGE Privacy-First Audiences <small>Launch 2021</small>	<ul style="list-style-type: none"> Nach einem Jahr Entwicklung verfügen wir über eine Lösung, die Nutzerdaten eines Geräts ohne die Verwendung von PII generiert Verve EDGE löst die kommende Industrieherausforderung bezüglich der Abwertung der mobilen IDs auf iOS14. Das Patent für Verve Edge ist beantragt Verve Edge wird jetzt ausgerollt, während wir unsere SDK-Basis nutzen und weiter ausbauen
Enterprise Solutions Full Stack SaaS <small>Launch 2021</small>	<ul style="list-style-type: none"> Die Integrationsarbeit der Full Stack geht nach der Nexstar Digital-Übernahme, die unser Angebot an CTV erweitert hat, weiter. Ein Teil dieser Arbeit ist die Nutzung unserer vorhandenen Spieldaten zur Verbesserung der Werbewirksamkeit und Nutzerakquise Die nächste Produkteinführung in unserem SaaS-Enterprise-Angebot ist die HyBid Cloud, ein Angebot für die Monetarisierung von Spiele- und App-Anbietern.
10+ Other projects in stealth mode <small>Launches 2021-2023</small>	<ul style="list-style-type: none"> Erweiterungen bestehender Spiele: diverse Projekte mit einem Gesamtentwicklungskostenbudget von >5 Mio. € sind in der Pipeline Einlizenzierungs-Deals für verschiedene MMO's und Mobile Games; für Spiele, die kurz vor der Markteinführung stehen Auslizenzierungsverträge mit Publishern in China und Japan für einige von MGI's Spiele-IP's in Verhandlung Mehr wird kommen...

Quelle: Media and Games Invest plc; GBC AG

Nachdem bereits einige wachstumsspezifische Projekte innerhalb der Gaming-Sparte zu Beginn des Jahres umgesetzt wurden, rechnen wir auch für die Mediensparte mit deutlichem Wachstum. Hierbei sollte dieser Geschäftsbereich, neben der starken Fokussierung auf den Wachstumsbereich digitale Werbung, auch von Erholungseffekten in der „Nach-Corona-Phase“ bei klassischen Sektoren (z.B. Tourismus- und Hotelbranche) durch ein wieder anziehendes Werbebusiness deutlich profitieren können.

Daneben hat unseres Erachtens die Werbesparte in der jüngsten Vergangenheit durch organisches und anorganisches Wachstum und gehobene Synergieeffekte nun die kritische Größe erreicht und auch seine Marktposition wesentlich gestärkt, um nun deutlich profitabler als bisher wachsen zu können. Hierbei sollte dieser Geschäftsbereich künftig von einer deutlich verbesserten Kostenbasis profitieren und durch erwartete eintretende Skaleneffekte seine Profitabilität überproportional steigern können.

Insgesamt sehen wir den MGI-Konzern weiterhin gut aufgestellt, um in beiden wachstumsstarken Geschäftsfeldern durch die gute Marktpositionierung der beiden Sparten auch weiterhin dynamisch zu wachsen und erhebliche Synergieeffekte zwischen beiden sich ergänzenden Geschäftsbereichen zu nutzen. Die vorgenommenen Optimierungsmaßnahmen innerhalb des Mediengeschäfts sollten diesen Geschäftsbereich wesentlich gestärkt und effizienter aufgestellt haben und hierdurch ein zukünftig deutlich profitableres Wachstum ermöglichen. Daneben bietet der hohe Barbestand (liquide Mittel Ende 2020: 46,30 Mio. €) dem Unternehmen weiterhin die Möglichkeit durch gezielte Zukäufe den Konzern zusätzlich zu stärken und hierdurch das Wachstumstempo nochmals zu erhöhen.

Im Rahmen unseres DCF-Bewertungsmodells haben wir aufgrund unserer beibehaltenen Schätzungen für die Geschäftsjahre 2021 und 2022 unser bisheriges Kursziel von 5,15 € je Aktie bestätigt. In Anbetracht des aktuellen Kursniveaus vergeben wir somit weiterhin das Rating Kaufen und sehen ein signifikantes Kurspotenzial.

Bewertung

Modell-Annahmen

Wir haben die Media and Games Invest plc anhand eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2020 bis 2022 in Phase 1, erfolgt von 2023 bis 2027 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 7,5% (zuvor: 7,5%). Als EBITDA-Zielmarge haben wir 28,0% (zuvor: 28,0%) angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 30,0% in Phase 2 einbezogen. 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 Media and Games Invest plc 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 derzeit verwendete Wert für den risikofreien Zinssatz beträgt 0,25% (zuvor: 0,25%).

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,5% 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 ein Beta von 1,36 (zuvor: 1,36).

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 7,71% (zuvor: 7,71%) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 80,0% (zuvor: 80,0%) unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 7,11% (zuvor: 7,11%).

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 7,11% errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2021 entspricht als Kursziel 5,15 € (zuvor: 5,15 €).

DCF-Modell

Media and Games Invest plc - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	7,5%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	28,0%	ewige EBITA - Marge	22,5%
AFA zu operativen Anlagevermögen	25,0%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	7,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 14e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	140,22	173,55	199,88	214,87	230,98	248,31	266,93	286,95	
US Veränderung	67,1%	23,8%	15,2%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	1,34	1,81	2,36	2,84	3,36	3,91	4,48	5,06	
EBITDA	26,55	47,42	55,92	60,11	64,62	69,47	74,68	80,28	
EBITDA-Marge	18,9%	27,3%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	
EBITA	11,04	23,72	33,02	38,93	45,74	52,31	58,81	65,38	
EBITA-Marge	7,9%	13,7%	16,5%	18,1%	19,8%	21,1%	22,0%	22,8%	22,5%
Steuern auf EBITA	-3,38	-5,93	-8,26	-11,68	-13,72	-15,69	-17,64	-19,61	
zu EBITA	30,6%	25,0%	25,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	7,66	17,79	24,77	27,25	32,02	36,61	41,16	45,76	
Kapitalrendite	8,1%	16,2%	23,0%	27,1%	35,3%	43,2%	50,9%	58,4%	60,1%
Working Capital (WC)	5,61	12,15	15,99	15,04	16,17	17,38	18,69	20,09	
WC zu Umsatz	4,0%	7,0%	8,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	
Investitionen in WC	-3,01	-6,54	-3,84	0,95	-1,13	-1,21	-1,30	-1,40	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	104,32	95,62	84,72	75,54	68,66	63,49	59,62	56,71	
AFA auf OAV	-15,51	-23,70	-22,90	-21,18	-18,89	-17,16	-15,87	-14,90	
AFA zu OAV	14,9%	24,8%	27,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	
Investitionen in OAV	-28,20	-15,00	-12,00	-12,00	-12,00	-12,00	-12,00	-12,00	
Investiertes Kapital	109,93	107,77	100,71	90,58	84,82	80,87	78,30	76,80	
EBITDA	26,55	47,42	55,92	60,11	64,62	69,47	74,68	80,28	
Steuern auf EBITA	-3,38	-5,93	-8,26	-11,68	-13,72	-15,69	-17,64	-19,61	
Investitionen gesamt	-35,46	-129,54	-15,84	-11,05	-13,13	-13,21	-13,30	-13,40	
Investitionen in OAV	-28,20	-15,00	-12,00	-12,00	-12,00	-12,00	-12,00	-12,00	
Investitionen in WC	-3,01	-6,54	-3,84	0,95	-1,13	-1,21	-1,30	-1,40	
Investitionen in Goodwill	-4,25	-108,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-12,29	-88,05	31,82	37,38	37,77	40,57	43,73	47,27	874,25

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	632,25	765,24
Barwert expliziter FCFs	91,63	186,19
Barwert des Continuing Value	540,62	579,04
Nettoschulden (Net debt)	30,17	100,42
Wert des Eigenkapitals	602,08	664,81
Fremde Gewinnanteile	-3,50	-3,86
Wert des Aktienkapitals	598,58	660,95
Ausstehende Aktien in Mio.	117,07	128,45
Fairer Wert der Aktie in EUR	5,11	5,15

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	0,3%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,36
Eigenkapitalkosten	7,7%
Zielgewichtung	80,0%
Fremdkapitalkosten	6,0%
Zielgewichtung	20,0%
Taxshield	22,0%
WACC	7,1%

Kapitalrendite	WACC				
	6,5%	6,8%	7,1%	7,4%	7,7%
59,6%	5,88	5,47	5,11	4,79	4,51
59,9%	5,90	5,49	5,13	4,81	4,52
60,1%	5,92	5,51	5,15	4,82	4,54
60,4%	5,94	5,53	5,16	4,84	4,56
60,6%	5,97	5,55	5,18	4,86	4,57

ANHANG

I.

Research unter MiFID II

1. Es besteht ein Vertrag zwischen dem Researchunternehmen GBC AG und der Emittentin hinsichtlich der unabhängigen Erstellung und Veröffentlichung dieses Research Reports über die Emittentin. Die GBC AG wird hierfür durch die Emittentin vergütet.
2. Der Research Report wird allen daran interessierten Wertpapierdienstleistungsunternehmen zeitgleich bereitgestellt.

II.

§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>

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

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

§ 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>

§ 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 § 85 WpHG und Art. 20 MAR:

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 § 85 WpHG und Art. 20 MAR 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,7,11)

§ 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 analysierten Unternehmen oder analysierten Finanzinstrument oder Finanzprodukt.
- (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 oder Emittenten des analysierten Finanzinstruments getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Finanzanalyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Unternehmens bzw. 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 oder Finanzinstrument getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Dritten und/oder und/oder Unternehmen und/oder Emittenten des Finanzinstruments 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 Dritten und/oder Emittent
- (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.)

(12) Das analysierte Unternehmen befindet sich zum Zeitpunkt der Finanzanalyse in einem, von der GBC AG oder mit ihr verbundenen juristischen Person, betreuten oder beratenen Finanzinstrument oder Finanzprodukt (wie z.B. Zertifikat, Fonds 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, Karin Jägg, Email: jaegg@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), Marie-Curie-Str. 24-28, 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:

Marcel Goldmann, M.Sc., Finanzanalyst

Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), stellvertr. 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