

Media and Games Invest SE*5a;5b;7;11

Rating: Kaufen
Kursziel: 9,40 €
(bisher: 9,20 €)

Aktueller Kurs: 3,32
 04.05.22 / Xetra /
 (17:35 Uhr)
 Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: MT0000580101
 WKN: A1JGT0
 Börsenkürzel: M8G
 Aktienanzahl ³: 159,25
 Marketcap ³: 528,71
 EnterpriseValue³: 724,50
³ in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: 57,7%

Transparenzlevel:
 Nasdaq First North Premier

Marktsegment:
 Freiverkehr
 (Open Market)

Rechnungslegung:
 IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsors:
 Hauck & Aufhäuser
 Privatbankiers AG
 Pareto Securities AB

Analysten

Marcel Goldmann
 goldmann@gbc-ag.de

Cosmin Filker
 filker@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenkonflikte auf Seite 7

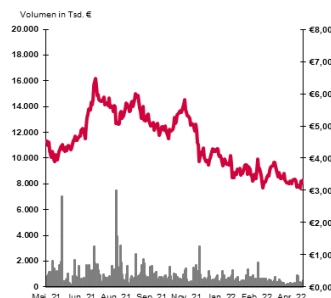
Datum (Zeitpunkt) Fertigstellung: 05.05.2022 (9:13 Uhr)

Datum (Zeitpunkt) erste Weitergabe: 05.05.2022 (10:00 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2022

Unternehmensprofil

Branche: Games, (digitale) Medien
 Fokus: Ad-Tech und Mobile-/Online-Games
 Mitarbeiter: >800
 Gründung: 2011 (gamigo im Jahr 2000)
 Firmensitz: Malta (voraussichtlich ab 2023 Schweden)
 Vorstand: Remco Westermann (CEO), Paul Echt (CFO)



Media and Games Invest SE ist ein profitables und wachsendes Unternehmen in den Bereichen Spiele und digitale Medien. Neben dem zunehmenden Fokus auf organisches Wachstum bilden strategische Übernahmen von Unternehmen und deren konsequente Integration in die Gruppe einen wichtigen Eckpfeiler in der Wachstumsstrategie von MGI. 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 abgelaufenen Geschäftsjahr 2021 wurde Folgendes erreicht: 1) Übernahme des namhaften US-Spieleentwicklers KingsIsle Entertainment Inc, die bisher größte Akquise mit einem zusätzlichen pro-forma EBITDA von rund 60,0% 2) Die Übernahme der nordamerikanischen connected TV Plattform LKQD, welche eine Reichweite von mehr als 200 Mio. Endkunden hat, sowie die Data-Targeting-SaaS-Plattform Beemray. 3) Akquisition der Medienunternehmen Match2One und Smaato (zusätzliche Reichweite: 1,30 Mrd. Nutzer) In der aktuellen noch andauernden COVID-19-Pandemie haben sich Videospiele einmal mehr als krisensicher und nicht-zyklisch erwiesen. Seit dem Juli 2020 ist die MGI-Aktie im Scale-Segment (zuvor: Basic Board) der Deutschen Börse notiert und besitzt seit dem 6. Oktober 2020 ein Dual Listing an der Nasdaq First North Premier.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2021	31.12.2022e	31.12.2023e	31.12.2024e
Umsatzerlöse	252,20	307,22	377,76	473,08
Adj. EBITDA	71,10	91,72	121,14	152,33
EBITDA	65,00	87,52	116,94	147,03
EBIT	36,80	55,49	81,64	106,23
Nettoergebnis (nach Minderheiten)	16,10	25,98	43,41	59,99

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	0,11	0,16	0,27	0,38
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen				
EV/Umsatz	2,87	2,36	1,92	1,53
EV/ Adj. EBITDA	10,19	7,90	5,98	4,76
EV/EBITDA	11,15	8,28	6,20	4,93
EV/EBIT	19,69	13,06	8,87	6,82
KGV (nach Minderheiten)	32,84	20,35	12,18	8,81
KBV	1,72			

Finanztermine	**letzter Research von GBC:
31.05.2022: Quartalsbericht Q1 2022	Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
29.07.2022: Hauptversammlung 2022	09.03.2022: RS / 9,20 / KAUFEN
31.08.2022: Halbjahresbericht GJ 2022	31.08.2021: RS / 8,50 / KAUFEN
30.11.2022: Quartalsbericht Q3 2022	07.07.2021: RS / 8,00 / KAUFEN
	15.06.2021: RS / 6,92 / 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“

AxesInMotion-Übernahme sorgt für deutliche Stärkung der Ad-Software-Plattform mit hochwertigen First-Party-Daten; Die erworbene Gesellschaft sollte aufgrund der vielfach vorhandenen Synergiepotenziale die zukünftige Unternehmensperformance deutlich beflügeln; Prognosen und Kursziel erhöht; Rating Kaufen

Erwerb der AxesInMotion

Die Media and Games Invest SE (MGI) hat kürzlich eine Vereinbarung über den vollständigen Erwerb des spanischen Mobile-Games-Entwicklers AxesInMotion S.L. (AxesInMotion) bekannt gegeben. Die übernommene Gesellschaft wurde in 2014 gegründet und hat seinen Sitz in Sevilla (Spanien). AxesInMotion zählt zu den führenden Free-to-Play-Mobile-Games-Entwicklern, mit einem starken Portfolio an hochauflösenden Rennspielen, die bereits weltweit über 700 Mio. Downloads generiert haben.

Dem Unternehmen ist es in den vergangenen Jahren gelungen, ein Portfolio an hochwertigen Rennspielen aufzubauen, wobei 87,0% der Einnahmen über In-Game-Werbung erwirtschaftet werden. Zu den Flaggschiff-Titeln des Entwicklers gehören „Car Driving Simulator“, „Mega Ramps“ und „Extreme SUV Driving Simulator“. Zudem hat die Gesellschaft zwei neue Titel in der Pipeline, wovon bereits einer nahezu vollständig entwickelt ist. In Bezug auf die geografische Umsatzverteilung war USA mit einem geschätzten Umsatzanteil von zuletzt ca. 33,0% der wichtigste Einzelmarkt für das Unternehmen.

Mit einem normalisierten IFRS-Umsatz von 7,90 Mio. € und einem bereinigten EBITDA (adj. EBITDA) von 5,00 Mio. € (adj. EBITDA-Marge von 64,0%) im Jahr 2021, in Verbindung mit einer organischen Wachstumsrate von 36,0% in den letzten drei Jahren, ist AxesInMotion, laut Unternehmensangaben, für weitere Wachstumsmöglichkeiten innerhalb der MGI-Gruppe gut gerüstet. Basierend auf Managementannahmen und unter Berücksichtigung der (erwarteten) mittelfristigen Synergien mit MGI, hätte AxesInMotion laut Unternehmensangaben auf Pro-forma Basis (2021) ein zusätzliches EBITDA von 17,0 Mio. € beigesteuert und für einen Zuwachs des bereinigten EBITDA (adj. EBITDA) um mehr als 20,0% gesorgt.

MGI hat sich mit den AxesInMotion-Eigentümern auf einen festen Kaufpreis in Höhe von 55,0 Mio. € zuzüglich einer erfolgsabhängigen Kaufpreiskomponente (Earn Out) von bis zu 110,0 Mio. € geeinigt. Zur Finanzierung der Übernahme hat der MGI-Konzern eine Kapitalerhöhung im Volumen von rund 30,0 Mio. € durchgeführt und plant zudem auch auf eigene liquide Mittel (Barmittel & Cashflow) zurückzugreifen. Der Abschluss der Transaktion wird für Mai 2022 erwartet.

Laut Unternehmensangaben wird unter Berücksichtigung der Earn-Out-Komponente der EV/EBITDA-Multiplikator aus der Übernahme – abhängig von den realisierten Umsatz- und EBITDA-Synergien bis 2024- in einer Bandbreite von 6,8x bis 9,1x liegen. Vor dem Hintergrund der möglichen anfallenden bzw. zu zahlenden Multiplikatoren, stufen wir den Kaufpreis als günstig ein.

Prognoseanpassung mit Berücksichtigung des anorganischen Effekts

Parallel zur veröffentlichten Übernahme hat MGI, ebenfalls basierend auf den erwarteten positiven Effekten aus der Akquisition, seine bisherige Unternehmensguidance für das aktuelle Geschäftsjahr 2022 leicht erhöht. Die Gesellschaft rechnet nun mit Umsatzerlösen in einer Bandbreite von 295,0 Mio. € bis 315,0 Mio. € (zuvor: 290,0 Mio. € bis 310,0

Mio. €) und einem bereinigten EBITDA von 83,0 Mio. € bis 93,0 Mio. € (zuvor: Adj. E-BITDA von 80,0 Mio. € bis 90,0 Mio. €).

Für uns stellt die hoch synergetische Akquisition einen guten strategischen Schritt für den MGI-Konzern dar, da hierdurch das bestehende Games-Portfolio vielversprechend ergänzt und zugleich die verfolgte Wachstumsstrategie (MGI's Vision 2025) durch den Zukauf des mobilen Games-Contents wesentlich unterstützt wird. Die Übernahme von AxesInMotion spiegelt außerdem den neuen Investitionsschwerpunkt der MGI-Gruppe wider, nachdem sich das Unternehmen in eine Ad-Software-Plattform mit First-Party-Daten aus Spieleinhalten gewandelt hat.

Die Übernahme von AxesInMotion und die damit zusammenhängenden erwarteten positiven Effekte (inkl. Synergien), sollten sich deutlich positiv auf die zukünftige Umsatz- und Ertragssituation der MGI-Gruppe auswirken. Hierbei gehen wir davon aus, dass insbesondere durch die Integration der mobilen Spiele des Unternehmens in die Ad-Software-Plattform von MGI, signifikante Umsatzsynergien realisiert werden können. Diese sollten sich vor allem aus einer effizienteren und umfangreicheren Nutzerakquise und einer besseren Monetarisierung der In-Game-Werbeflächen ergeben.

In Anbetracht der sehr vielversprechenden Akquisition und den von uns erwarteten positiven Effekten (inkl. Synergieeffekten) aus der Konzernintegration, haben wir unsere bisherigen Umsatz- und Ergebnisprognosen für das laufende Geschäftsjahr 2022 und auch für die Folgejahre nach oben angepasst.

Wir rechnen nun für das aktuelle Geschäftsjahr mit Umsatzerlösen in Höhe von 307,22 Mio. € (zuvor: 302,22 Mio. €) und einem EBITDA von 87,52 Mio. € (zuvor: 84,52 Mio. €). Für die Folgejahre 2023 und 2024 kalkulieren wir mit Umsatzzuwächsen auf 377,76 Mio. € (zuvor: 364,76 Mio. €) bzw. 473,08 (zuvor: 455,08 Mio. €). Parallel hierzu rechnen wir mit einer EBITDA-Zunahme auf 116,94 Mio. € (zuvor: 108,03 Mio. €) bzw. 147,03 Mio. € (zuvor: 134,43 Mio. €).

GuV in Mio. € \ GJ.-Ende	GJ 2022e (neu)	GJ 2022e (alt)	GJ 2023e (neu)	GJ 2023e (alt)	GJ 2024e (neu)	GJ 2024e (alt)
Umsatz	307,22	302,22	377,76	364,76	473,08	455,08
Adj. EBITDA	91,72	88,72	121,14	112,23	152,33	139,73
EBITDA	87,52	84,52	116,94	108,03	147,03	134,43
EBIT	55,49	52,49	81,64	74,23	106,23	95,13
Nettoergebnis (nach Minderh.)	25,98	25,13	43,41	41,98	59,99	55,61

Quelle: Schätzungen GBC AG

Insgesamt sehen wir den MGI-Konzern weiterhin gut positioniert, um als Ad-Tech-Unternehmen mit eigenen Gaming-Aktivitäten (Zugang zu „First Party-Daten“ und Werbeflächen der Gaming-Assets) zukünftig sehr dynamisch und hochprofitabel zu wachsen. Die Kombination und enge Verzahnung der synergetischen Medien- und Gaming-Geschäftsaktivitäten sollte das bisherige profitable Wachstum auch weiterhin signifikant beflügeln. Darüber hinaus bieten die aktuell vorhandenen liquiden Mittel (GBCe: ca. 100 Mio. €) dem Unternehmen jederzeit die Möglichkeit, durch avisierte M&A-Transaktionen, den Konzern zusätzlich zu stärken und zugleich die Ertragskraft und das Wachstumstempo zusätzlich zu erhöhen.

Im Rahmen unseres DCF-Bewertungsmodells haben wir aufgrund unserer angehobenen Schätzungen für das aktuelle Geschäftsjahr und die Folgejahre, unser bisheriges Kursziel auf 9,40 € (zuvor: 9,20 € je Aktie) angehoben. Die Erhöhung unseres bisherigen WACC aufgrund eines sich erhöhten risikofreien Zinssatzes (auf: 0,40%, von zuvor: 0,25%) und der eingetretene Verwässerungseffekt durch

die vollzogene Kapitalerhöhung zur Finanzierung der M&A-Transaktion haben einer noch stärkeren Kurszielerhöhung entgegengewirkt. In Anbetracht des aktuellen Kursniveaus vergeben wir damit weiterhin das Rating „Kaufen“ und sehen ein deutliches Kurspotenzial.

Bewertung

Modell-Annahmen

Wir haben die Media and Games Invest SE anhand eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2022 bis 2024 in Phase 1, erfolgt von 2025 bis 2029 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 5,0% (zuvor: 5,0%). Als EBITDA-Zielmarge haben wir 31,1% (zuvor: 29,5%) 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 SE 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 0,40% (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.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 7,7% (7,9%) (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 7,2% (zuvor: 7,1%).

Bewertungsergebnis

Der von uns ermittelte faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2022 entspricht als Kursziel 9,40 € je Aktie (zuvor: 9,20 € je Aktie). Unsere deutliche Kurszielerhöhung resultiert aus unseren angehobenen Schätzungen für das laufende Geschäftsjahr und für die Folgejahre. Die Erhöhung unseres bisherigen WACC aufgrund eines sich erhöhten risikofreien Zinssatzes (0,40%, von zuvor: 0,25%) und der eingetretene Verwässerungseffekt durch die vollzogene Kapitalerhöhung zur Finanzierung der AxesInMotion-Akquisition, haben einer noch stärkeren Kurszielerhöhung entgegengewirkt.

DCF-Modell

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

Wertetreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	5,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	31,1%	ewige EBITA - Marge	26,5%
AFA zu operativen Anlagevermögen	27,0%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	8,5%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	307,22	377,76	473,08	496,73	521,57	547,65	575,03	603,78	
US Veränderung	21,8%	23,0%	25,2%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	1,66	2,24	3,13	3,72	4,33	4,94	5,55	6,13	
EBITDA	87,52	116,94	147,03	154,38	162,10	170,21	178,72	187,65	
EBITDA-Marge	28,5%	31,0%	31,1%	31,1%	31,1%	31,1%	31,1%	31,1%	
EBITA	55,49	81,64	106,23	113,58	126,08	137,72	148,82	159,69	
EBITA-Marge	18,1%	21,6%	22,5%	22,9%	24,2%	25,1%	25,9%	26,4%	26,5%
Steuern auf EBITA	-12,76	-18,78	-26,56	-34,07	-37,82	-41,32	-44,64	-47,91	
zu EBITA	23,0%	23,0%	25,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	42,73	62,86	79,67	79,51	88,25	96,40	104,17	111,79	
Kapitalrendite	26,0%	31,9%	43,2%	41,5%	50,2%	58,5%	66,2%	73,3%	76,1%
Working Capital (WC)	12,15	15,99	40,21	42,22	44,33	46,55	48,88	51,32	
WC zu Umsatz	4,0%	4,2%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	
Investitionen in WC	-46,03	-3,84	-24,22	-2,01	-2,11	-2,22	-2,33	-2,44	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	184,71	168,61	151,31	133,61	120,48	110,89	103,69	98,43	
AFA auf OAV	-32,03	-35,30	-40,80	-40,80	-36,03	-32,49	-29,90	-27,96	
AFA zu OAV	17,3%	20,9%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	
Investitionen in OAV	-18,30	-19,20	-23,50	-23,10	-22,90	-22,90	-22,70	-22,70	
Investiertes Kapital	196,86	184,60	191,52	175,83	164,81	157,44	152,57	149,75	
EBITDA	87,52	116,94	147,03	154,38	162,10	170,21	178,72	187,65	
Steuern auf EBITA	-12,76	-18,78	-26,56	-34,07	-37,82	-41,32	-44,64	-47,91	
Investitionen gesamt	-139,33	-43,04	-82,72	-25,11	-25,01	-25,12	-25,03	-25,14	
Investitionen in OAV	-18,30	-19,20	-23,50	-23,10	-22,90	-22,90	-22,70	-22,70	
Investitionen in WC	-46,03	-3,84	-24,22	-2,01	-2,11	-2,22	-2,33	-2,44	
Investitionen in Goodwill	-75,00	-20,00	-35,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-64,57	55,12	37,75	95,20	99,27	103,77	109,05	114,60	2138,68

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	1767,75	1839,76
Barwert expliziter FCFs	452,46	429,88
Barwert des Continuing Value	1315,29	1409,88
Nettoschulden (Net debt)	268,02	238,03
Wert des Eigenkapitals	1499,73	1601,73
Fremde Gewinnanteile	-3,50	-3,74
Wert des Aktienkapitals	1496,23	1597,99
Ausstehende Aktien in Mio.	159,25	159,25
Fairer Wert der Aktie in EUR	9,40	10,03

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	0,4%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,36
Eigenkapitalkosten	7,9%
Zielgewichtung	80,0%
Fremdkapitalkosten	6,0%
Zielgewichtung	20,0%
Taxshield	25,0%
WACC	7,2%

Kapitalrendite	WACC				
	6,6%	6,9%	7,2%	7,5%	7,8%
75,6%	10,78	10,02	9,34	8,74	8,21
75,9%	10,82	10,05	9,37	8,77	8,23
76,1%	10,85	10,08	9,40	8,79	8,26
76,4%	10,88	10,11	9,42	8,82	8,28
76,6%	10,91	10,14	9,45	8,84	8,30

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,5b,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