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

Rating: Kaufen
Kursziel: 5,40 €
(bisher: 5,75 €)

Aktueller Kurs: 1,66
06.03.23 / Xetra /
(17:35 Uhr)
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: SE0018538068
WKN: A3D3A1
Börsenkürzel: M8G
Aktienanzahl [3]: 159,25
Marketcap [3]: 264,35
EnterpriseValue[3]: 538,36
[3] in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: 56,1%

Transparenzlevel:
Nasdaq First North Premier

Marktsegment:
Freiverkehr
(Open Market)

Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsors:
Kepler Cheuvreux
Pareto Securities AB

Analysten

Marcel Goldmann
goldmann@gbc-ag.de

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 8

Datum (Zeitpunkt) Fertigstellung: 07.03.2023 (10:57 Uhr)

Datum (Zeitpunkt) erste Weitergabe: 08.03.2023 (10:30 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2023

Unternehmensprofil

Branche: Ad-Tech und Mobile-/Online Games

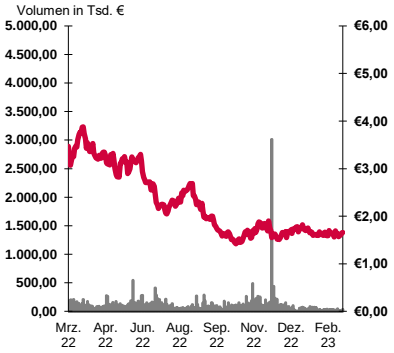
Fokus: Software Application

Mitarbeiter: >800

Gründung: 2011

Firmensitz: Stockholm (Schweden)

Vorstand: Remco Westermann (CEO), Paul Echt (CFO), Jens Knauber (COO), Sonja Lilienthal (CIO), Sameer Sondhi (CRO), Ionut Ciobotaru (CPO)



Media and Games Invest SE (MGI) betreibt eine schnell wachsende, profitable Werbesoftware-Plattform, die die weltweite Nachfrage von Werbetreibenden mit dem Werbeangebot von Publishern zusammenführt und mit Hilfe von First-Party-Daten aus eigenen Online-Spielen die Werbeergebnisse verbessert. MGI ist hauptsächlich in Nordamerika und Europa tätig. Durch Investitionen in organisches Wachstum und Innovation sowie gezielte Übernahmen hat MGI einen One-Stop-Shop für programmatische Werbung aufgebaut, der es Unternehmen ermöglicht, Werbeplätze über alle digitalen Geräte (mobile Apps, Web, Connected TV und Digital Out of Home) zu kaufen und zu verkaufen, mit dem Ziel, Werbung besser zu machen. MGI ist als Societas Europaea in Schweden registriert (Registernummer 517100-0143) und ihre Aktien sind am Nasdaq First North Premier Growth Market in Stockholm und im Scale-Segment der Frankfurter Wertpapierbörse notiert. Das Unternehmen hat zwei besicherte Anleihen, die an der Nasdaq Stockholm und am Open Market der Frankfurter Börse notiert sind.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2022*[1]	31.12.2023e	31.12.2024e	31.12.2025e
Umsatzerlöse	324,44	340,12	402,55	471,39
Adj. EBITDA	93,20	95,94	121,10	141,94
EBITDA	84,75	89,44	115,80	136,14
Nettoergebnis (nach Minderheiten)	-20,32*[2]	6,83	23,95	32,97

*[1] gemäß vorläufigen Zahlen *[2] negativ beeinflusst durch eine einmalige Abschreibung von 23,6 Mio. €

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	-0,13	0,04	0,15	0,21
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen				
EV/Umsatz	1,66	1,58	1,34	1,14
EV/ Adj. EBITDA	5,78	5,61	4,45	3,79
EV/EBITDA	6,35	6,02	4,65	3,95
KGV (nach Minderheiten)	neg.	38,70	11,04	8,02
KBV	0,82			

Finanztermine
28.04.2023: Geschäftsbericht 2022
31.05.2023: Quartalsbericht Q1 2023
30.06.2023: Hauptversammlung 2023
31.08.2023: Halbjahresbericht GJ 2023

**letzter Research von GBC:
Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
07.09.2022: RS / 5,75 / KAUFEN
02.08.2022: RS / 5,75 / KAUFEN
05.05.2022: RS / 9,40 / KAUFEN
09.03.2022: RS / 9,20 / KAUFEN
31.08.2021: RS / 8,50 / 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 2022 mit positiver operativer Performance abgeschlossen; Starke Neukundengewinnung ermöglichte hohes Wachstum; Positionierung als vollintegrierten Ad-Tech-Plattform sollte für ein weiteres dynamisches Wachstum sorgen; Kursziel leicht gesenkt; Kaufen-Rating bestätigt

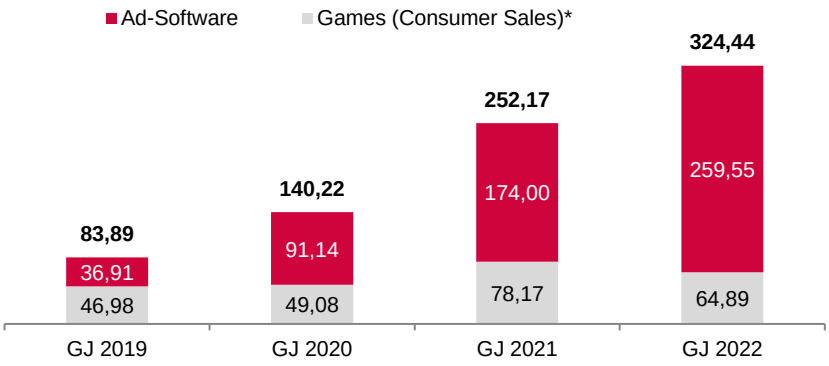
Konzernkennzahlen (in Mio. €)	GJ 2020	GJ 2021	GJ 2022*[1]
Umsatzerlöse	140,22	252,17	324,44
Adj. EBITDA	29,10	71,10	93,20
EBITDA	26,55	65,04	84,75
Nettoergebnis (nach Minderheiten)	3,06	16,06	-20,32**[2]

*Quelle: Media and Games Invest SE; *[1]gemäß vorläufigen Zahlen; **[2]negativ beeinflusst durch einmalige Abschreibungseffekte i.H.v. 23,6 Mio. €*

Umsatz- und Ergebnisentwicklung 2022

Am 28.02.2023 hat die Media and Games Invest SE die vorläufigen Geschäftszahlen für das vergangene Geschäftsjahr 2022 veröffentlicht. Hiernach hat der Technologiekonzern mit seiner Werbesoftwareplattform (sog. Ad-Tech Plattform) auch im abgelaufenen Geschäftsjahr mit einem Umsatzplus um 28,7% auf 324,44 Mio. € (VJ: 252,17 Mio. €) den dynamischen Wachstumskurs fortgesetzt. Damit ist es dem Unternehmen trotz schwieriger Rahmenbedingungen und Marktlage (Budgetkürzungen, sinkende CPM etc.) gelungen, das Wachstumstempo weiter hochzuhalten und Marktanteile zu gewinnen. Der signifikante Umsatzanstieg basierte sowohl auf organischen als auch auf anorganischen Umsatzeffekten (18,0% organisches Wachstum & 11,0% anorganisches Wachstum).

Entwicklung und Zusammensetzung der Konzernumsatzerlöse (in Mio. €)



*Quelle: Media and Games Invest SE; GBC AG *Abo- und In-Game-Item-Erlöse*

Der deutliche Konzernumsatzanstieg wurde vor allem von den weiter anwachsenden digitalen Werbeerlösen (Ad-Software-Erlöse) des Konzerns getragen. Im abgelaufenen Geschäftsjahr sind die Ad-Software-Umsatzerlöse deutlich um 49,2% auf 259,55 Mio. € (VJ: 174,00 Mio. €) angestiegen und machten damit rund 80,0% der Konzernerlöse aus.

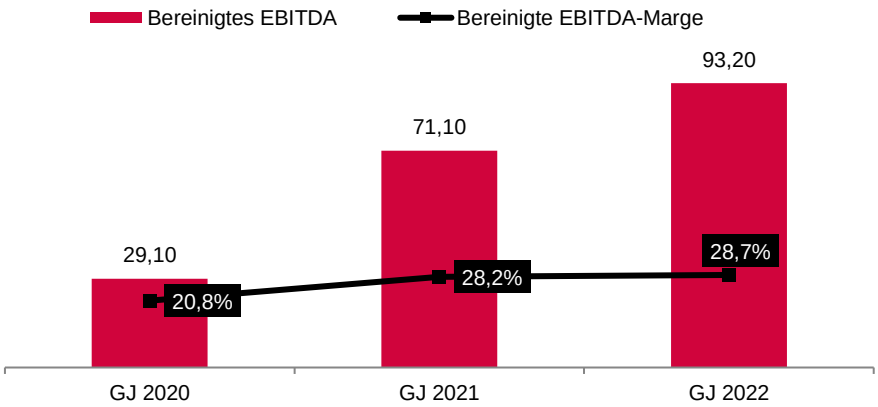
Als wesentlicher Wachstumstreiber dieses digitalen Werbegeschäfts erwies sich die starke Neukundengewinnung. So konnten im abgelaufenen Geschäftsjahr 133 neue Softwarekunden in das Kundenportfolio, welches aktuell aus insgesamt 551 Kunden (Ende 2021: 418) besteht, aufgenommen werden. Daneben hat das Ad-Tech-Business auch von deutlich positiven Effekten aus vollzogenen M&A-Maßnahmen (z.B. AxesInMotion, DataSeat etc.) profitiert.

Parallel zur positiven Umsatzentwicklung wurden ebenfalls auf operativer Ergebnisebene signifikante Zuwächse erzielt. So wurde das EBITDA im Vergleich zum Vorjahr deutlich um 30,3% auf 84,75 Mio. € (VJ: 65,04 Mio. €) gesteigert. Das um Einmaleffekte (z.B. Sonder- und Restrukturierungskosten aus M&A-Transaktionen) korrigierte EBITDA legte mit einem Anstieg um 31,1% auf 93,20 Mio. € (VJ: 71,10 Mio. €) ebenso signifikant zu.

Im Zuge dessen konnte die bereinigte EBITDA-Marge leicht auf 28,7% (VJ: 28,2%) gesteigert werden. Auf Netto-Ebene musste, bedingt durch einen einmaligen Abschreibungseffekt (einmalige PPA-Abschreibung auf immaterielle Vermögenswerte) und höheren Steuer- und Zinsbelastungen, ein negatives Konzernergebnis in Höhe von -20,41 Mio. € (VJ: 16,06 Mio. €) hingenommen werden. Dieser einmalige Abschreibungseffekt resultierte aus einer Anpassung der Unternehmensstrategie und einem damit Zusammenhängenden Rückzug aus den Geschäftsaktivitäten mit kleinen MMO-Games. Korrigiert um die angefallenen einmaligen und regulären PPA-Abschreibungen in Höhe von 41,49 Mio. € betrug das bereinigte Konzernergebnis 21,09 Mio. €.

Die vom MGI-Management zuletzt herausgegebene Unternehmensguidance wurde damit am oberen Ende der Zielbandbreite erreicht. Unsere Umsatzschätzung (Umsatz: 307,22 Mio. €) und bereinigte EBITDA-Prognose (bereinigtes EBITDA: 91,72 Mio. €) wurden übertroffen. Aufgrund der in dieser Höhe von uns nicht antizipierten PPA-Abschreibungen lag das Nettoergebnis jedoch deutlich unter unseren Erwartungen.

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



Quelle: Media and Games Invest SE; GBC AG

Prognosen und Bewertung

in Mio. €	GJ 2023e	GJ 2023e (alt)	GJ 2024e (neu)	GJ 2024e (alt)	GJ 2025e
Umsatz	340,12	345,11	402,55	402,55	471,39
Adj. EBITDA	95,94	100,25	121,10	121,10	141,94
EBITDA	89,44	96,05	115,80	115,80	136,14
EBIT	52,34	60,75	75,00	75,00	90,29
Nettoergebnis (nach Minderh.)	6,83	27,33	23,95	36,57	32,97

Quelle: Schätzungen GBC AG

Mit der Veröffentlichung der vorläufigen Zahlen hat MGI die bisher veröffentlichte mittelfristige Guidance (Umsatz CAGR: 25,0% - 30,0%; Adj. EBITDA-Marge: 25,0% - 30,0%) bestätigt. Zudem plant die Technologiegesellschaft eine konkrete Unternehmensprognose für das laufende Geschäftsjahr 2023 mit der Veröffentlichung der Q1-Geschäftszahlen oder hiernach bekannt zu geben.

Basierend auf der aktuellen Unternehmensperformance haben wir unsere Umsatz- und EBITDA-Schätzungen für das laufende Geschäftsjahr 2023 aus konservativer Sicht leicht reduziert und erwarten nun Umsatzerlöse in Höhe von 340,12 Mio. € (zuvor: 345,11 Mio. €) und ein EBITDA von 89,44 Mio. € (zuvor: 96,05 Mio. €). Für das darauffolgende Geschäftsjahr 2024 belassen wir unsere bisherigen operativen Schätzungen unverändert. Zudem haben wir das Geschäftsjahr 2025 erstmals in unsere Detailschätzperiode aufgenommen.

Vor dem Hintergrund, dass wir zukünftig mit deutlich höheren Zins- und Steueraufwendungen rechnen als es bisher der Fall war, haben wir unsere Nettoprognosen für die Geschäftsjahre 2023 und 2024 signifikant gesenkt.

Insgesamt sehen wir MGI weiterhin gut positioniert, um mit ihrer führenden Ad-Tech-Plattform mit eigenen Games-Content, den innovativen kontextbezogenen Kundenlösungen und dem Multi-Channel-Plattformansatz seine Marktposition weiter auszubauen. Auch in einem schwierigen Werbemarkt sollte es dem Technologiekonzern mit seiner vielversprechenden Ausrichtung auf digitale programmatische Werbung gelingen, den Erfolgskurs weiter fortzusetzen. Hierbei sollte das Unternehmen insbesondere von der verstärkten Kundennachfrage nach effizienten (digitalen) Werbelösungen profitieren können.

Im Rahmen unseres DCF-Bewertungsmodells haben wir aufgrund unserer angepassten Schätzungen und den erhöhten Kapitalkosten unser Kursziel leicht auf 5,40 € (zuvor: 5,75 € je Aktie) reduziert. Der hierdurch eingetretenen Kurszielsenkung stand die erstmalige Aufnahme des GJ 2025 in unsere Detailschätzperiode entgegen und der damit verbundenen höheren Ausgangsbasis für die nachfolgenden Schätzperioden. In Anbetracht des aktuellen Kursniveaus vergeben wir damit weiterhin das Rating „Kaufen“ und sehen ein deutliches Kurspotenzial in der Aktie.

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 2023 bis 2025 in Phase 1, erfolgt von 2026 bis 2030 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 28,9% (zuvor: 31,1%) 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. Der derzeit verwendete Wert für den risikofreien Zinssatz beträgt 1,50% (zuvor: 1,25%).

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 8,96% (zuvor: 8,71%) (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 8,21% (zuvor: 7,95%).

Bewertungsergebnis

Der von uns ermittelte faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2023 entspricht als Kursziel 5,40 € je Aktie (zuvor: 5,75 € je Aktie). Unsere Kurszielsenkung resultiert aus unseren angepassten Schätzungen und den sich erhöhten Kapitalkosten.

DCF-Modell

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

Value driver used in the DCF model´s estimate phase:

consistency - Phase	
Revenue growth	5,0%
EBITDA-margin	28,9%
Depreciation on fixed assets	27,2%
Working capital to sales	5,0%

final - Phase	
Perpetual growth rate	2,0%
Perpetual EBITA margin	21,3%
Effective tax rate in terminal value	30,0%

Three-phase DCF model:

Phase	**estimate**			**consistency**					**final**
in mEUR	FY 23e	FY 24e	FY 25e	FY 26e	FY 27e	FY 28e	GJ 29e	GJ 30e	**value**
Revenue (RE)	340,12	402,55	471,39	494,96	519,71	545,69	572,98	601,63	
Revenue change	4,8%	18,4%	17,1%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,0%
Revenue to fixed assets	1,73	2,20	2,80	3,19	3,57	3,92	4,25	4,56	
EBITDA	89,44	115,80	136,14	142,94	150,09	157,60	165,48	173,75	
EBITDA margin	26,3%	28,8%	28,9%	28,9%	28,9%	28,9%	28,9%	28,9%	
EBITA	52,34	75,00	90,29	97,09	107,93	118,00	127,65	137,11	
EBITA margin	15,4%	18,6%	19,2%	19,6%	20,8%	21,6%	22,3%	22,8%	21,3%
Taxes on EBITA	-19,89	-22,50	-27,09	-29,13	-32,38	-35,40	-38,29	-41,13	
Tax rate	38,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	32,45	52,50	63,20	67,97	75,55	82,60	89,35	95,98	
Return on capital	15,4%	25,6%	31,8%	35,4%	42,0%	48,1%	53,7%	58,7%	56,5%
Working Capital (WC)	9,15	15,99	23,57	24,75	25,99	27,28	28,65	30,08	
WC to sales	2,7%	4,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	
Investment in WC	-7,12	-6,84	-7,58	-1,18	-1,24	-1,30	-1,36	-1,43	
Operating fixed assets (OFA)	196,17	182,87	168,62	155,07	145,60	139,11	134,73	132,00	
Depreciation on OFA	-37,10	-40,80	-45,85	-45,85	-42,17	-39,59	-37,83	-36,64	
Depreciation to OFA	18,9%	22,3%	27,2%	27,2%	27,2%	27,2%	27,2%	27,2%	
CAPEX	-24,20	-27,50	-31,60	-32,30	-32,70	-33,10	-33,45	-33,90	
Capital employed	205,32	198,86	192,19	179,81	171,59	166,39	163,38	162,08	
EBITDA	89,44	115,80	136,14	142,94	150,09	157,60	165,48	173,75	
Taxes on EBITA	-19,89	-22,50	-27,09	-29,13	-32,38	-35,40	-38,29	-41,13	
Total Investment	-52,32	-69,34	-80,18	-33,48	-33,94	-34,40	-34,81	-35,33	
Investment in OFA	-24,20	-27,50	-31,60	-32,30	-32,70	-33,10	-33,45	-33,90	
Investment in WC	-7,12	-6,84	-7,58	-1,18	-1,24	-1,30	-1,36	-1,43	
Investment in Goodwill	-21,00	-35,00	-41,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Free Cashflows	17,23	23,96	28,87	80,34	83,78	87,80	92,37	97,28	1420,17

Value operating business (due date)	1161,18	1232,60
Net present value explicit free Cashflows	343,95	348,24
Net present value of terminal value	817,23	884,36
Net debt	297,94	314,62
Value of equity	863,24	917,98
Minority interests	-3,50	-3,72
Value of share capital	859,74	914,26
Outstanding shares in m	159,25	159,25
Fair value per share in €	**5,40**	5,74

Cost of Capital:

Risk-free rate	1,5%
Market risk premium	5,5%
Beta	1,36
Cost of equity	9,0%
Target weight	80,0%
Cost of debt	6,5%
Target weight	20,0%
Taxshield	19,8%
WACC	**8,2%**

Return on Capital	**WACC**				
	7,6%	**7,9%**	**8,2%**	**8,5%**	**8,8%**
56,0%	6,12	5,71	5,35	5,02	4,73
56,2%	6,15	5,74	5,38	5,05	4,75
56,5%	6,17	5,76	**5,40**	5,07	4,77
56,7%	6,20	5,79	5,42	5,09	4,79
57,0%	6,23	5,82	5,45	5,11	4,81

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 automatischen 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 >= + 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 <= - 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. Aktiensplitts, 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 Studienerstellung 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