GBC AG
Investment Research

# Researchstudie (Anno)

Media and Games Invest SE

## Geschäftsjahr 2022 mit einer deutlichen Verbesserung der Umsatzerlöse und des operativen Ergebnisses abgeschlossen

## Eine Fortsetzung des profitablen Wachstumskurses wird für 2023 erwartet

## Der Ausbau des Ad-Tech-Plattformgeschäfts sollte zukünftig zu deutlichen Umsatz- und Ergebniszuwächsen führen

## Kursziel: 5,30 € (zuvor: 5,40 €)

## Rating: KAUFEN

**WICHTIGE ANMERKUNG:**
**Bitte beachten Sie den Haftungsausschluss/die Risikowarnung sowie die Offenlegung von potenziellen Interessenkonflikte im Sinne des § 85 WpHG und Art. 20 MAR auf Seite 24**

**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**

**Datum (Uhrzeit) der Fertigstellung: 20.06.2023 (8:43 Uhr)**
**Datum (Uhrzeit) der ersten Weitergabe: 20.06.2023 (10:30 Uhr)**
**Kursziel gültig bis: max. 31.12.2023**

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

**Rating: KAUFEN**
**Kursziel: 5,30 €**
(zuvor: 5,40 €)

Aktueller Kurs: 0,93 €
19.06.23 / XETRA
(16:15 Uhr)
Währung: EUR

**Stammdaten:**

ISIN: SE0018538068
WKN: A3D3A1
Börsenkürzel: M8G
Aktienanzahl ³: 159,25
Marketcap ³: 148,10
Entity Value³: 422,11
³ in Mio. / in Mio. €
Streubesitz: 55,9%

Transparenz-Level:
Nasdaq First North Premier

Marktsegment:
Freiverkehr
(Open Market)

Rechnungslegung:
IFRS

GJ-Ende: 31.12.

Designierter Sponsor:
Kepler Cheuvreux
Pareto Securities AB

**Analysten**:

Marcel Goldmann
goldmann@gbc-ag.de

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

* Liste möglicher Interessen-konflikte auf Seite 25

**Firmenprofil**

Branche: Ad-Tech und Mobile-/Online Games

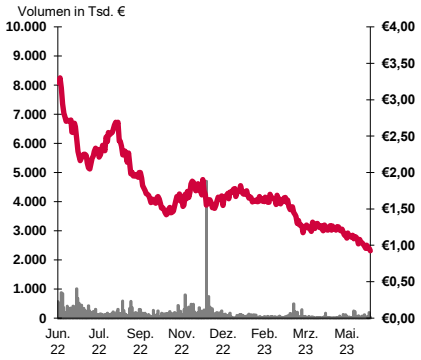
Fokus: Software Application

Mitarbeiter: >800

Gründung: 2011

Firmensitz: Stockholm (Schweden)

Vorstände: 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. € | 31.12.2022 | 31.12.2023e | 31.12.2024e | 31.12.2025e |
|---|---|---|---|---|
| Umsatzerlöse | 324,44 | 340,12 | 402,55 | 471,39 |
| Bereinigtes EBITDA (Adj. EBITDA) | 93,20 | 95,94 | 121,10 | 141,94 |
| EBITDA | 84,75 | 89,44 | 115,80 | 136,14 |
| Nettoergebnis (nach Minderheiten) | -20,32*1 | 6,83 | 23,95 | 32,97 |

*1 *negativ beeinflusst durch eine einmalige Abschreibung von 23,6 Mio. €*

| Kennzahlen in € | | | | |
|---|---|---|---|---|
| Gewinn je Aktie € (EPS) | -0,13 | 0,04 | 0,15 | 0,21 |
| Dividende pro Aktie | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |

| Multiples | | | | |
|---|---|---|---|---|
| EV/Umsatz | 1,30 | 1,24 | 1,05 | 0,90 |
| EV/Bereinigtes EBITDA | 4,53 | 4,40 | 3,49 | 2,97 |
| EV/EBITDA | 4,98 | 4,72 | 3,65 | 3,10 |
| KGV (nach Minderheiten) | neg. | 21,68 | 6,18 | 4,49 |
| KBV | 0,46 | | | |

| Finanzkalender |
|---|
| 30.06.2023: Hauptversammlung 2023 |
| 31.08.2023: Halbjahresbericht GJ 2023 |
| 31.08.2023: Capital Markets Day 2023 |

| ** letzter Research von GBC: |
|---|
| Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating |
| 08.03.2023: RS / 5,40 / KAUFEN |
| 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

## EXECUTIVE SUMMARY

- Basierend auf den veröffentlichten Geschäftszahlen hat die Media and Games Invest SE (MGI) im vergangenen Geschäftsjahr 2022 mit einem deutlichen Umsatzanstieg um 28,7% auf 324,44 Mio. € (VJ: 252,17 Mio. €) ihren dynamischen Wachstumskurs trotz schwieriger Rahmenbedingungen und Marktlage fortgesetzt. Als Hauptwachstumstreiber erwies sich erneut das digitale programmatische Werbesoftwareplattformgeschäft. In diesem wachstumsstarken Bereich konnte durch die Erhöhung der Softwarekundenbasis auf 551 Kunden (Ende 2021: 418) das Geschäftsvolumen deutlich erhöht werden. Das erzielte starke Unternehmenswachstum spiegelt sich auch in einer führenden Marktposition der MGI wider. Laut einer Marktstudie (Pixalate's Mobile SSP Report) ist MGI's Verve Group mit einem Anteil von 12% Marktführer im Bereich der mobilen programmatischen Werbung für Android in Nordamerika. Damit wurde die Unternehmensguidance am oberen Ende der Zielbandbreite (Umsatz von 315,0 Mio. € bis 325,0 Mio. €) und auch unsere Umsatzschätzung (GBCe: 307,22 Mio. €) übertroffen.

- Parallel zur positiven Umsatzentwicklung wurden auf operativer Ergebnisebene deutliche Zuwächse erzielt. So ist das EBITDA im Vergleich zum Vorjahr signifikant um 30,3% auf 84,75 Mio. € angewachsen. Das um Einmaleffekte (z.B. Sonder- und Restrukturierungskosten aus M&As) korrigierte EBITDA (Adj. EBITDA) legte mit einem dynamischen Anstieg um 31,1% auf 93,20 Mio. € ebenso rasant zu. Entsprechend wurde die Ergebnisguidance (bereinigtes EBITDA: 83,0 Mio. € bis 93,0 Mio. €) des Unternehmens und auch unsere Ergebnisschätzung (bereinigtes EBITDA: 91,72 Mio. €) übertroffen.

- Auch für das laufende Geschäftsjahr 2023 ist das MGI-Management positiv gestimmt und rechnet mit einer Fortsetzung des eingeschlagenen Wachstumskurses. Konkret rechnet die Technologiegesellschaft mit einem erneuten Anstieg der Umsatzerlöse in einer Bandbreite von 335,0 Mio. € bis 345,0 Mio. €. Auf Ergebnisebene soll ein bereinigtes EBITDA zwischen 95,0 Mio. € bis 105,0 Mio. € erzielt werden.

- Im Rahmen der Veröffentlichung unserer Researchstudie zu den vorläufigen Jahresergebnissen des MGI-Geschäftsjahres 2022 haben wir unsere bisherigen Umsatz- und Ergebnisprognosen für das laufende Geschäftsjahr 2023 aus konservativen Überlegungen heraus leicht reduziert. Für das Folgejahr haben wir unsere bisherigen operativen Schätzungen unverändert belassen. In Anbetracht der zufriedenstellenden Q1-Performance, des positiven Unternehmensausblicks und der Bekräftigung der mittelfristigen Guidance (Umsatz CAGR 25,0-30,0%, EBITDA CAGR 25,0-30,0%) bestätigen wir unsere bisherigen Umsatz- und Ergebnisprognosen für das laufende Geschäftsjahr und die Folgejahre. Für 2022 rechnen wir somit weiterhin mit Umsatzerlösen von 340,12 Mio. € und einem EBITDA von 89,44 Mio. €. Für 2024 und 2025 gehen wir unverändert von Umsatzerlösen (EBITDA) in Höhe von 402,55 Mio. € (115,80 Mio. €) bzw. 471,39 Mio. € (136,14 Mio. €) aus.

- Insgesamt sollte es dem MGI-Konzern mit seiner gute Marktpositionierung und vollintegrierten programmatischen Ad-Tech-Plattform mit eigenem Games-Content auch zukünftig gelingen, seinen dynamischen Wachstumskurs fortzusetzen. Während sich die Technologiegesellschaft in den vergangenen Jahren eine starke Position auf der Supply Side aufgebaut hat, mit einer starken SDK Base im Premium Mobile App Bereich, soll zukünftig insbesondere die Demand Side im Fokus des avisierten Wachstums stehen und weiter stark ausgebaut werden. Die in 2022 übernommene Contextual Mobile Demand Side Platform „Dataseat“ war ein wichtiger Baustein der MGI-Wachstumsstrategie und hat die Demand Side zusätzlich

gestärkt und unterstreicht zudem die Wachstumsambitionen in diesem Geschäftsbereich.

- Darüber hinaus ist MGI mit einer Liquidität zum Ende des ersten Quartals 2023 von rund 130,0 Mio. € weiterhin finanziell gut aufgestellt und kann damit sowohl Investment Opportunitäten wahrnehmen als auch rezessive gesamtwirtschaftliche Situationen komfortabel abfedern. Der Verschuldungsgrad, der zum Ende des vergangenen Quartals auf einem guten Niveau von 3,0x lag, sollte sich zudem kurz- und mittelfristig durch den positiven Cashflow und das erwartete EBITDA-Wachstum weiter verbessern.

- **Basierend auf unseren bestätigten Prognosen für das laufende Geschäftsjahr 2023 und die Folgejahre und sich veränderten Kapitalkosten (WACC), haben wir unser bisheriges Kursziel leicht auf 5,30 € (zuvor: 5,40 €) gesenkt. Unsere Kurszielsenkung resultiert aus angestiegenen Kapitalkosten (Anstieg des risikofreien Zinses auf 2,00%, statt zuvor 1,50%). Als Folge des unverändert hohen Inflationsgeschehens haben wir das Umsatzwachstum im Terminal Value auf 2,5% (bisher: 2,0%) angehoben, was sich kurszielerhöhend ausgewirkt hat. In Anbetracht des aktuellen Kursniveaus vergeben wir damit weiterhin das Rating „Kaufen“ und sehen ein deutliches Kurspotenzial. Auch die Ergebnisse unserer durchgeführten Peer-Group-Analyse (siehe S. 21) untermauern unsere Einschätzung bezüglich der Attraktivität und des Kurspotenzials der MGI-Aktie.**

# INHALTSVERZEICHNIS

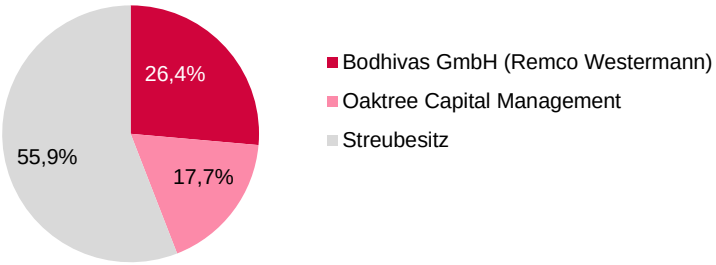
**Executive Summary** ..... **2**
**Das Unternehmen** ..... **5**
Aktionärsstruktur ..... 5
Geschäftsmodell und Fokus der Geschäftstätigkeit ..... 5
MGI's Werbesoftware-Plattform (Ad-Tech-Plattform) ..... 6
MGI's Flywheel ..... 8
MGI's innovative KI-basierte Technologien ..... 9
Moments A.I. (Moments.AI™) ..... 9
ATOM ..... 10
**Markt und Marktumfeld** ..... **11**
**Historische Unternehmensentwicklung** ..... **12**
Geschäftsentwicklung 2022 ..... 12
Umsatzentwicklung ..... 12
Ergebnisentwicklung ..... 13
Vermögens- und Cash-Flow-Situation zum 31.12.2022 ..... 15
Geschäftsentwicklung Q1 2023 ..... 17
**Prognosen und Bewertung** ..... **19**
Umsatz- und Ergebnisprognosen ..... 19
Peer-Group-Analyse ..... 21
DCF-Bewertung ..... 22
Modell-Annahmen ..... 22
Bestimmung der Kapitalkosten ..... 22
Bewertungsergebnis ..... 22
DCF-Modell ..... 23
**Anhang** ..... **24**

# DAS UNTERNEHMEN

## Aktionärsstruktur

| Anteilseigner in % | Stand: Juni 2023 |
|---|---|
| Bodhivas GmbH (Remco Westermann) | 26,4% |
| Oaktree Capital Management | 17,7% |
| Streubesitz | 55,9% |

*Quellen: Media and Games Invest SE, GBC AG*




## Geschäftsmodell und Fokus der Geschäftstätigkeit

Media and Games Invest SE (MGI) ist eine Werbesoftware-Plattform (Ad-Tech-Plattform) mit umfangreichen First-party Daten von eigenem Games-Content. Den regionalen Schwerpunkt der Geschäftsaktivitäten bilden Nordamerika und Europa.

Durch Investitionen in organisches Wachstum und Innovationen sowie gezielte Akquisitionen ist es dem Konzern in den vergangenen Jahren gelungen, einen One-Stop-Shop für programmatische Werbung aufzubauen, der es Kunden ermöglicht, Werbeflächen über alle digitalen Geräte (mobile Apps, Web, Connected TV und Digital-out-of-Home) vollautomatisiert zu kaufen und zu verkaufen. Wichtig für den möglichst effizienten An- und Verkauf dieser Werbeflächen sind Daten, die ein möglichst genaues (datenschutzkonformes) Targeting des Endnutzers ermöglichen. Hierbei greift das Unternehmen auf innovative Datenlösungen bzw. Technologien wie z.B. ATOM oder Moments.AI zurück.

Mit ihrer digitalen Werbeplattform unterstützt MGI Werbetreibende, bei der effizienten Kundengewinnung über verschiedene digitale Geräte sowie Publisher, ihre Werbeflächen effizient und optimal zu monetarisieren. Die starke Positionierung bei der besseren Vermarktung der Werbeflächen in den Games und die effizientere Nutzerakquise stellen wesentliche Wettbewerbsvorteile für das firmeneigene Spieleportfolio dar, da die Monetarisierung der Werbeflächen und die effiziente Kundengewinnung wichtige Erfolgsfaktoren sind.

Im Gegenzug sorgt das eigene Spieleportfolio auch für einen deutlichen Wettbewerbsvorteil in Bezug auf das digitale Werbegeschäft von MGI, da man hierdurch direkten Zugang zu einzigartigen Werbeflächen und First-Party-Daten hat und zugleich Produkttestzyklen wesentlich beschleunigen kann.

**Key Facts und Kennzahlen zur Ad-Tech-Plattform**

*Quelle: Media and Games Invest SE, GBC AG*

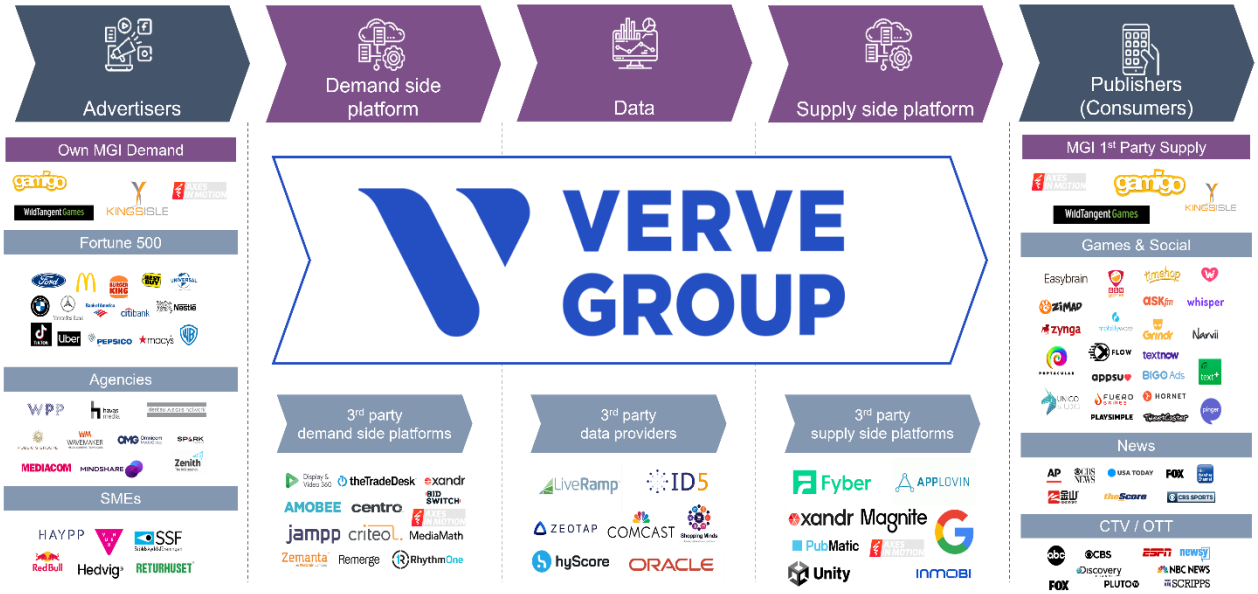
## MGI's Werbesoftware-Plattform (Ad-Tech-Plattform)

Im vergangenen Geschäftsjahr 2022 erwirtschaftete der MGI-Konzern den Großteil seiner Umsatzerlöse (Umsatzanteil ca. 80,0%) mit seiner programmatischen Werbesoftware-Plattform, die über die Verve Group angeboten wird. Bedingt durch das anhaltend starke Wachstum der Werbesoftware-Plattform wurden im abgelaufenen Jahr lediglich 20,0% der Konzernerlöse über Abonnements und den Verkauf von InGame-Items durch das eigene Spieleportfolio erzielt. Entsprechend bilden das Kerngeschäft und den strategischen Schwerpunkt des Unternehmens die digitale Werbung mit dem besonderen Fokus auf das wachstumsstarke Segment der programmatischen Werbung.

Programmatische Werbung zielt hierbei darauf ab, den Prozess der Erstellung und Platzierung von Werbeanzeigen und des Verkaufs von Werbeflächen durch den Einsatz von künstlicher Intelligenz, leistungsstarken Algorithmen und Milliarden von Datenpunkten schneller, einfacher, transparenter und effektiver zu gestalten.

Programmatische Werbeunternehmen sind Vermittler zwischen Werbetreibenden, die versuchen Nutzer auf ihren Smartphones, Computern, vernetzten TV-Geräten oder über digitale Werbetafeln (DOOH) zu erreichen, um neue Kunden zu gewinnen – und Publishern – die digitale Inhalte bereitstellen, die von Nutzern konsumiert und durch den Verkauf von Werbeflächen an Werbetreibende monetarisiert werden.

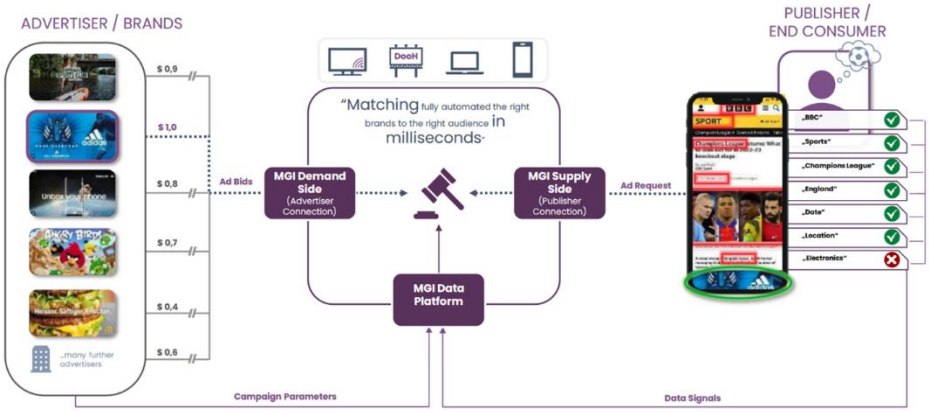
**MGI's programmatische Wertschöpfungskette**




*Quelle: Media and Games Invest SE*

Während bei der traditionellen Werbung ein Werbetreibender in der Regel per Telefon oder E-Mail direkt beim Publisher Werbeplätze anfordert, was sehr zeitaufwändig und ineffizient ist, läuft dieser Prozess bei der programmatischen Werbung völlig automatisiert und in Echtzeit ab. Hierbei fließen die Umsatzerlöse automatisch von den Werbetreibenden zu den Publishern und ersetzen Telefonanrufe, Faxe und schriftliche Verträge (Insertion Orders, IOs), die in der Vergangenheit zur Verwaltung und Nachverfolgung von Geschäften verwendet wurden.

**Automatisierung des Kaufs und Verkaufs von Anzeigen auf allen digitalen Geräten**




*Quelle: Media and Games Invest SE*

Es gibt Werbeunternehmen, die Werbetreibende unterstützen (sog. Demand Side Platforms, DSPs), z.B. beim Kauf von Werbeflächen oder bei der Auswertung von Kampagnen und es gibt Werbegesellschaften, die Publisher unterstützen (sog. Supply-Side-Platforms, SSPs), z.B. beim Verkauf von Werbeflächen und bei der Verarbeitung von Nutzerdaten zur Erstellung von Zielgruppensegmenten.

Während sich die meisten (Werbe-)Unternehmen einer dieser beiden Seiten zuordnen lassen und / oder sich nur auf einzelne Geräte (wie z.B. Mobile, Desktop, Connected-TV oder DOOH) oder einzelne Formate (Banner, Stream etc.) konzentrieren, operiert MGI im digitalen Werbemarkt mit einer umfassenden digitalen Plattform (Full-Stack-Plattform), die sowohl die Bedürfnisse der Werbetreibeden als auch der Publisher über alle Geräte und Werbeformate hinweg abdeckt.

Dies bietet vielfache Vorteile für Werbetreibende und Publisher, da der Informationsfluss zwischen beiden direkter ist, was zu einer höheren Transparenz bei der Planung, Überwachung und Bewertung von Kampagnen führt und gleichzeitig die Einfallstore für Betrug, die durch die Vielzahl der Marktteilnehmer entstehen, beseitigt.

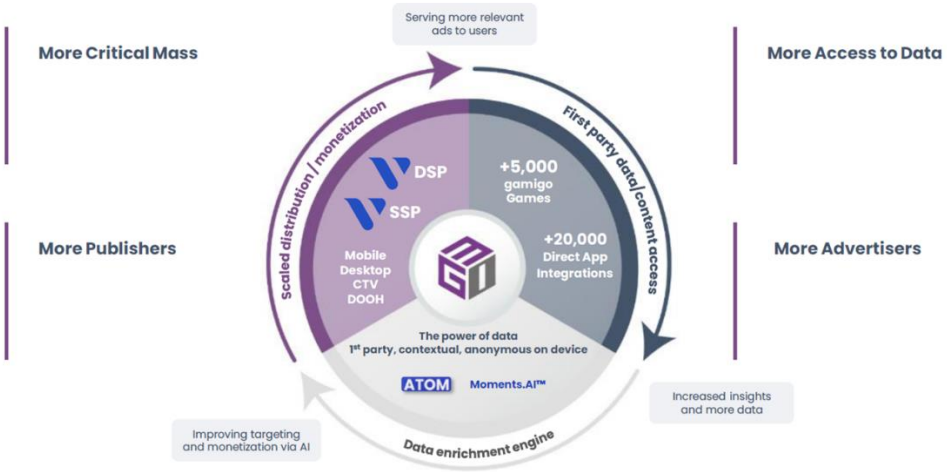
Dies spiegelt sich auch in MGI's bzw. Verve Group‘s Ranking in Pixalte‘s Mobile Seller Trust Index wieder, bei dem sie schon mehrfach auf Platz eins gerankt wurden. Das Ranking bewertet die Qualität der Werbeplätze zum Beispiel anhand daran, wie viel oder besser gesagt, wie wenig Fraud sie enthalten.

Die daraus resultierende Effizienz- und Qualitätssteigerung führt zu einem höheren ROI (Return on Investment) für Werbetreibende und zu höheren Werbeeinnahmen (gemessen am CPMs / Cost per mile) für Publisher. Darüber hinaus reduziert MGI als „One-Stop-Shop“ die Anzahl der externen Medienpartner, die geräte- und formatübergreifende Kampagnen koordinieren. Dies führt zu einem schlankeren Kampagnenmanagement, bei dem die einzelnen Komponenten der Kampagne präzise orchestriert werden, was zu höheren ROAs führt.

Neben der hohen Qualität ihrer vollintegrierten Plattform gehört MGI auch zu den größten Anbietern im Bereich der mobile Supply Side Platform. Während viele dies anhand der Anzahl an App-Integrationen messen, das heißt in wie vielen Apps die SDKs von MGI integriert sind, ist dies aus unserer Sicht nicht der richtige Wert zur Bemessung der Reichweite. Während es eine sehr große Anzahl an Apps gibt, decken nur wenige Premium-Apps den Großteil der Nutzer ab. Wenn man in den Premium-Apps integriert ist, reicht eine geringere Anzahl an Appintegrationen aus, um eine große Anzahl an Endnut-

zern zu erreichen, was auch zu einer höheren Effizienz führt, weil weniger Personal benötigt wird. Entsprechend ist die Zahl der Endnutzer, die wirklich relevante Zahl. Nach eigenen Angaben erreicht MGI über 2,0 Mrd. mobile Endnutzer und gehört damit zu den Top-5-Anbietern im mobilen Bereich (Top 5 mobile in-app exchange).

## MGI's Flywheel




*Quelle: Media and Games Invest SE*

Das Geschäftsmodell des MGI-Konzerns basiert auf dem Flywheel (Schwungrad). Dieses wird durch Netzwerkeffekte zwischen Werbetechnologien und eigenen Games angetrieben und durch M&As und Innovationen weiter beschleunigt. Ein stärkeres firmeneigenes Games-Portfolio - mit einer breiten Nutzerbasis, eigenen Werbeplätzen und den dazugehörigen First-Party-Daten – führt allgemein dazu, dass mehr Werbetreibende die MGI-Plattform für die Kundenakquise nutzen werden, da sie ein breites Publikum basierend auf First-Party-Daten sehr gezielt erreichen können und so den ROI (Return on Investment) der Werbekampagnen erhöhen. Dies wiederum zieht mehr externe Publisher an, die ebenfalls über eigene Inhalte (wie z.B. Spieleapps), Werbeplätze und First-Party-Daten verfügen und diese über MGI's Ad-Software-Plattform monetarisieren wollen. Die steigende Nachfrage von Werbetreibenden nach gezielter Kundenakquise auf der Plattform führt dabei zu einem höheren Preis pro Werbefläche, sodass Publisher auf MGI's Ad-Tech-Plattform einen höheren Umsatz pro Werbefläche erzielen können.

Die daraus resultierende ansteigende Größe der Ad-Software-Plattform führt zu einer noch effizienteren Nutzerakquise für das firmeneigene Games-Portfolio, wodurch wiederum die Nutzerbasis und die First-Party-Daten des eigenen Spieleportfolios erhöht werden. Hierbei spielen Übernahmen eine sehr wichtige Rolle. Denn M&A-Transaktionen und neue Produktinnovationen können das Flywheel zusätzlich beschleunigen. Wenn MGI im Rahmen seiner Wachstumsstrategie, die auch anorganisches Wachstum vorsieht, z.B. ein Unternehmen für Mobile-Games kauft, erhöht sich die Zahl der Nutzer und der Zugang zu First-Party-Daten, was wiederum weitere Werbetreibende anzieht, was wiederum mehr Publisher anzieht. Daneben hat das Unternehmen durch die Entwicklung von neuen innovativen Produkten wie z.B. ATOM oder Moments.AI ebenfalls die Möglichkeit, zusätzliche Werbekunden und Publisher zu gewinnen.

## MGI's innovative KI-basierte Technologien

MGI setzt im Rahmen ihres Ad-Tech-Plattformgeschäfts sehr stark auf innovative Technologien. Der weltweite Werbemarkt befindet sich in einem starken Umbruch. Stärkere Regulierung durch Gesetzgeber in Bezug auf den Datenschutz und verstärkte Bemühungen wichtiger Marktteilnehmer in diesem Bereich führen dazu, dass bisherige Technologien verschwinden.

Zum Beispiel hat Apple in der jüngsten Vergangenheit seinen Identifier for Advertiser (IDFA) abgeschaltet. Das ist eine eindeutige Gerätekennung, die Apple generiert und jedem Gerät zuweist. Sie wurde von Werbetreibenden verwendet, um personalisierte Anzeigen zu liefern und ein Wiedererkennen des Nutzers und seiner Präferenzen zu ermöglichen. Heutzutage ist (effizientes) Targeting von Werbebudgets nur noch mit der Zustimmung des Nutzers möglich, während sich rund 80,0% der Nutzer dagegen entscheiden. Auch Google hat angekündigt ähnliche Maßnahmen zu ergreifen.

Eine weitere Technologie, die auch heute noch häufig genutzt wird, der breiten Öffentlichkeit jedoch weniger bekannt ist, ist das sogenannte Fingerprinting. Beim Fingerprinting werden Informationen (Benutzerdaten/Gerätedaten/Transaktionsdaten usw.) verwendet, um den Benutzer in Ermangelung einer Gerätekennung (IDFA/GAID) nahezu zweifelsfrei zu identifizieren. Dies kann in einigen Fällen auch personenbezogene Daten wie E-Mail-ID/Transaktionsdaten umfassen. Aus diesem Grund fallen alternative Identitäten (wie ID5, UUID 2.0, LiveRamp ID usw.) in den Bereich des Fingerprinting. Fingerprinting steht stark in der Kritik, da es weder transparent ist noch unter der Kontrolle des Nutzers steht. In ihrer App Tracking Transparency (ATT) privacy policy hat Apple das Fingerprinting bereits als verboten bezeichnet, jedoch noch keine expliziten Maßnahmen dagegen ergriffen. Branchenkenner rechnen aber damit, dass sich dies mit neuen iOS-Updates ändern könnte.

Diese Beispiele verdeutlichen, dass die bisherigen Technologien sukzessive am Markt verschwinden werden. Schon das Abschalten von IDFA hatte starke Auswirkungen auf die Branche und zu starken Umsatzeinbrüchen zum Beispiel bei Facebook und Snap Inc. geführt. Man kann davon ausgehen, dass ein Verhindern von Fingerprinting ähnliche oder sogar stärkere Auswirkungen auf die Branche haben wird, weshalb es wichtig ist, zu diesem Zeitpunkt über starke Alternativen zu verfügen. Laut Angaben des Managements verwendet MGI nicht das Fingerprinting oder hat es in der Vergangenheit genutzt.

Seitdem der Konzern damit begonnen hat seine Ad-Software-Plattform aufzubauen, wurde schon frühzeitig der Schwerpunkt auf Privacy-First-Technologien gelegt, die nicht auf die Nutzung von Identifikatoren (sog. Identifiers, wie z.B. Cookies oder IDFA von Apple) angewiesen sind. Im Rahmen dessen hat MGI innovative Technologien entwickelt, die ein effizientes Targeting von Werbebudgets ermöglichen, ohne hierbei auf Identifiers zurückzugreifen und stattdessen kontextbezogene Daten zu nutzen. Durch den frühzeitigen Fokus auf kontextuelle Lösungen, verfügt der Konzern aktuell über zwei vielversprechende Technologien (Moments A.I., ATOM) bzw. Produkte, von denen wir erwarten, dass sie ein großes Potenzial eröffnen, wenn zukünftig auch Googles Identifier abgeschaltet und das Fingerprinting verhindert wird.

Nachfolgend werden diese beiden innovativen Produkte kurz vorgestellt.

### *Moments A.I. (Moments.AI™)*

Visuelle Inhaltsanalyse, Schlüsselwörter, Semantik, Meta-Tags und mehr werden analysiert und innerhalb von 100 Millisekunden mit einem Vertrauenswert versehen. Mit der bahnbrechenden Datenverarbeitungstechnologie der Verve Group erreichen Werbetrei-

bende die Verbraucher in bedeutungsvollen Momenten, die auf die Werte der Marke abgestimmt sind.

**Visual Intent:** Visual Intent ist ein exklusives Angebot für Kunden der Verve Group und ermöglicht es Marken, Verbraucher in begehrten kulturellen, sportlichen und unterhaltungsbezogenen Momenten einzubinden. Es kombiniert die Ressourcen von Getty Images mit Moments.AI der Verve Group und ermöglicht es Vermarktern, relevante, markensichere Inhalte in Echtzeit mit Werbung zu bewerben, die neben visuellen Inhalten von Getty Images platziert werden.

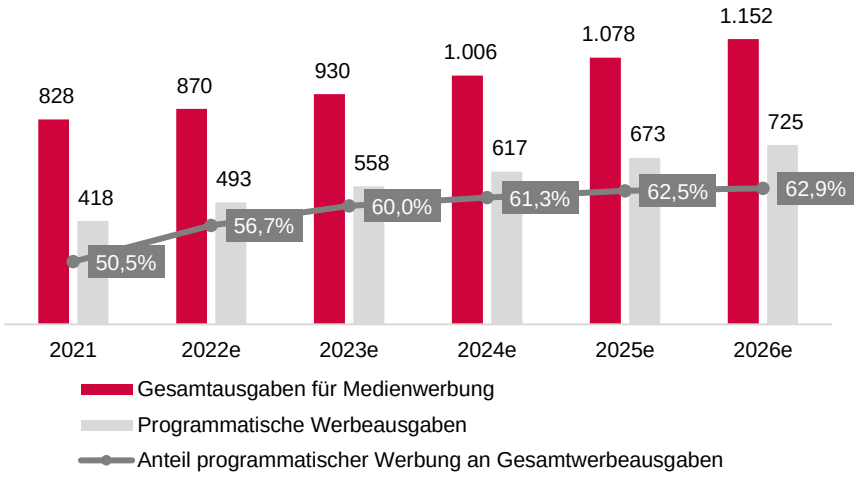
### *ATOM*

ATOM oder Anonymized Targeting on Mobile ist ein bahnbrechender Ansatz für Privacy-First-Targeting, der speziell für In-App-Werbetreibende und Publisher entwickelt wurde. Es handelt sich um eine innovative Erweiterung des SDK von MGI, die Profile auf mobilen Geräten erstellt, ohne dass Datenschutzdaten das Gerät verlassen, und die Targeting-Ergebnisse auf der Grundlage unserer kontextbezogenen Engine ohne Verwendung von Identifikatoren maximiert.

## MARKT UND MARKTUMFELD

MGI erwirtschaftet den Großteil seiner Umsatzerlöse im multimilliardenschweren Wachstumssektor digitale Werbung und hierbei vor allem im dynamisch wachsenden Segment der programmatischen Werbung.

**Weltweite Ausgaben für digitale Werbung (in Mrd. USD)**




*Quelle: eMarketer; Statista Research Department; GBC AG*

Die weltweiten Gesamtausgaben für digitale Medienwerbung sind, basierend auf einer aktuellen Studie der Branchenexperten von eMarketer, im vergangenen Jahr 2022 moderat um 5,1% auf 870 Mrd. USD (VJ: 418 Mrd. USD) angewachsen und haben damit einen neuen Rekordwert erreicht. Parallel hierzu konnten laut den Marktexperten die weltweiten programmatischen Werbeausgaben überproportional zulegen um 17,9% auf 493 Mrd. USD. Damit ist der programmatische Werbemarkt im Jahr 2022 trotz schwieriger Rahmenbedingungen deutlich stärker gewachsen als der gesamte Werbemarkt und auch der digitale Werbemarkt.

Die deutlich bessere Performance des programmatischen Werbemarktes resultiert aus dem weiter voranschreitenden Trend, dass Werbetreibende ihre Budgets verstärkt auf digitale programmatische Werbung verlagern, da diese Werbemethode deutlich effizienter ist und zudem auch bessere Werbeergebnisse ermöglicht. Auch für die zukünftige Entwicklung des programmatischen Werbemarktes sind Marktexperten positiv gestimmt und rechnen für den Zeitraum 2022 bis 2026 mit einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate (CAGR) von 10,1% und somit mit einer Fortsetzung des dynamischen Wachstums. Im gleichen Schritt soll der Anteil der programmatischen Werbung an den gesamten weltweiten Werbeausgaben ebenfalls weiter schrittweise anwachsen von 56,7% in 2022 auf 62,9% in 2026.

**Der MGI-Konzern hat sich mit seiner digitalen Werbeplattform (Ad-Tech-Plattform) insbesondere auf den programmatischen Werbemarkt ausgerichtet und damit auf das am schnellsten wachsende Segment des digitalen Werbemarktes. Durch die gute Marktpositionierung innerhalb dieses Sektors, sollte die Technologiegesellschaft an der erwarteten Fortsetzung des dynamischen Wachstums dieses Werbemarktsegments deutlich partizipieren können.**

# HISTORISCHE UNTERNEHMENSENTWICKLUNG

## Geschäftsentwicklung 2022

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

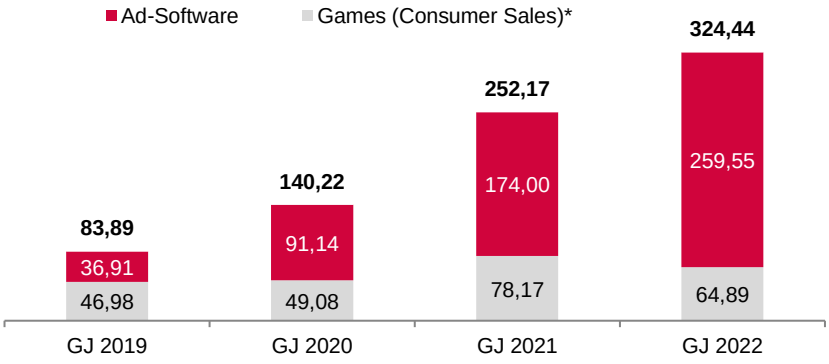
*Quelle: Media and Games Invest SE; GBC AG *[1] negativ beeinflusst durch eine einmalige Abschreibung in Höhe von 23,6 Mio. €*

### *Umsatzentwicklung*

Das vergangene Geschäftsjahr 2022 der MGI war insbesondere geprägt von deutlichem Wachstum und einer Nachjustierung der Unternehmensstrategie. Dem Technologiekonzern ist es im abgelaufenen Geschäftsjahr, trotz eines schwierigen Umfelds (Marktunsicherheit, Budgetkürzungen etc.) gelungen, einen deutlichen Umsatzanstieg im Vergleich zum Vorjahr um 28,7% auf 324,44 Mio. € zu erzielen. Entsprechend konnte die Gesellschaft ihren eingeschlagenen Wachstumskurs weiter fortsetzen und hierbei auch Marktanteile hinzugewinnen.

Der dynamische Umsatzanstieg basierte sowohl auf organischen als auch auf anorganischen Umsatzeffekten (18,0% organisches Wachstum & 11,0% anorganisches Wachstum). Die deutlichen Umsatzzuwächse wurden primär von den weiter anwachsenden digitalen Werbeerlöse (Ad-Software-Erlöse) des Unternehmens getragen. Im vergangenen Geschäftsjahr legten die Ad-Software-Umsatzerlöse signifikant um 49,2% auf 259,55 Mio. € (VJ: 174,0 Mio. €) zu und standen damit für rund 80,0% der Konzernerlöse. Damit hat sich das Ad-Tech-Business über die vergangenen Jahre hinweg zum Kerngeschäft und zugleich zum wichtigsten Wachstumsfaktor entwickelt.

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




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

Als wesentlicher Wachstumstreiber des Werbesoftwaregeschäfts erwies sich die starke Neukundengewinnung. So wurden im abgelaufenen Geschäftsjahr 133 neue Softwarekunden in das Kundenportfolio, welches aktuell aus insgesamt 551 Kunden (Ende 2021: 418) besteht, aufgenommen und damit der Marktanteil erheblich gesteigert.

Neben der beachtlichen Anzahl an neuen Werbetreibenden und Publisher, die an MGI's digitaler Werbeplattform angeschlossen wurden, konnte das digitale Werbegeschäft auch von deutlich positiven Effekten aus durchgeführten M&A-Maßnahmen (z.B.

AxesInMotion oder Data-Seat) profitieren. Durch die Übernahme von Data-Seat, einer mobilen Demand-Side-Plattform, und AxesInMotion, einer mobilen Games-Plattform, wurde die Ad-Tech-Plattform der Technologiegesellschaft im vergangenen Jahr zusätzlich gestärkt.

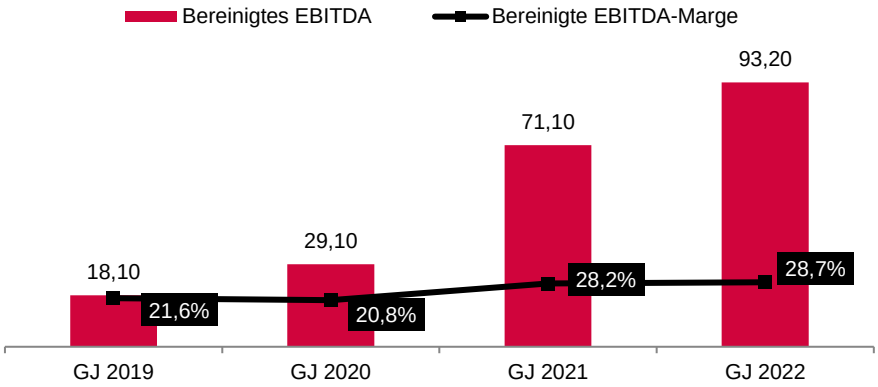
Damit hat der MGI-Konzern seine zuletzt herausgegebene Umsatzguidance am oberen Ende der Zielbandbreite (Umsatzerlöse von 315,0 Mio. € bis 325,0 Mio. €) erreicht. Unsere Umsatzprognose (Umsatz: 307,22 Mio. €) wurde übertroffen.

### *Ergebnisentwicklung*

Parallel zur dynamischen Umsatzentwicklung konnten auch auf operativer Ergebnisebene deutliche Zuwächse verzeichnet werden. So wurde das EBITDA im Vergleich zum Vorjahr signifikant um 30,3% auf 84,75 Mio. € (VJ: 65,04 Mio. €) gesteigert. Das um Einmaleffekte (z.B. Sonder- und Restrukturierungskosten aus M&As) korrigierte EBITDA (Adj. EBITDA) legte im Vergleich zum Vorjahr um 31,1% auf 93,20 Mio. € (VJ: 71,10 Mio. €) ebenso deutlich zu. Die bereinigte EBITDA-Marge wurde im Zuge dessen leicht auf 28,7% (VJ: 28,2%) erhöht.

Bedingt durch den vorhandenen Margendruck im Werbemarkt, der aus Budgetkürzungen der Werbekunden resultiert, konnte MGI trotz erzielter Kostensenkungen und Effizienzsteigerungen keinen stärkeren Profitabilitätsanstieg erzielen. Die allgemein geringere Nachfrage nach Werbung führte zu niedrigeren Preisen pro Werbefläche bzw. -anzeige und in der Folge von mehr Transaktionen pro Werbeerlös auch zu höheren direkten Technologiekosten pro Werbefläche.

**Entwicklung des bereinigten EBITDA und der bereinigten-EBITDA-Marge (in Mio. €)**




*Quelle: Media and Games Invest SE; GBC AG*

Darüber hinaus verlagerte MGI im Laufe des vergangenen Jahres den Schwerpunt seiner strategischen Ausrichtung weg von kleinen Premium-MMO-Games hin zu großen Premium-MMOs sowie zu mobilen und Casual-Games. Desktop-basierte Premium-Games haben aufgrund der geringeren Anzahl von Spielern pro Spiel und des begrenzten Potenzials für In-Game-Werbung ein begrenztes Wachstumspotenzial und Synergien mit dem digitalen Werbegeschäft. In Anbetracht dieser Nachjustierung der bisherigen Strategie hat das Unternehmen einige Portfoliobereinigungen durchgeführt, zu denen auch die Schließung kleinerer, weniger effizienter PC-Games gehörten. Die Anpassung der Strategie und die Schließung der Spiele führte zu einer einmaligen, nicht zahlungswirksamen Abschreibung dieser immateriellen Vermögenswerte in Höhe von 23,60 Mio. €.

Daneben sind ebenfalls aufgrund der durchgeführten M&As im vergangenen Jahr die damit verbundenen Abschreibungen (PPA-Abschreibungen) signifikant angestiegen. Folglich gab es bei den gesamten Abschreibungen im abgelaufenen Geschäftsjahr einen starken Zuwachs auf 58,14 Mio. € (VJ: 28,24 Mio. €).

Infolge der umfangreichen externen Finanzierung des (anorganischen) Wachstums sind auch die Finanzaufwendungen im Vergleich zum Vorjahr deutlich auf 38,31 Mio. € (VJ: 22,82 Mio. €) angestiegen. Diese stehen in Verbindung mit der signifikanten Zunahme der Anleiheverbindlichkeiten als eine bedeutende Finanzierungskomponente der verfolgten M&A-Strategie. Zum Ende des vergangenen Geschäftsjahres hatte MGI Anleiheverbindlichkeiten in Höhe von 389,39 Mio. € (31.12.2021: 343,93 Mio. €) ausgewiesen.

Auf Nettoebene musste, bedingt durch den zuvor erwähnten einmaligen Abschreibungseffekt (einmalige PPA-Abschreibung auf Games-Aktiva) und höheren Steuer- und Zinsbelastungen, ein negatives Konzernergebnis in Höhe von -20,41 Mio. € (VJ: 16,06 Mio. €) hingenommen werden. 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 herausgegebene Ergebnisguidance (Adj. EBITDA von 83,0 Mio. € bis 93,0 Mio. €) wurde damit am oberen Ende der Zielbandbreite erreicht. Unsere Ergebnisschätzung bezüglich des bereinigten EBITDAs (91,72 Mio. €) wurde übertroffen. Aufgrund der in dieser Höhe von uns nicht antizipierten PPA-Abschreibungen lag das Nettoergebnis jedoch signifikant unter unseren Erwartungen.

**Die Performance des vergangenen Geschäftsjahres hat gezeigt, dass es dem MGI-Konzern auch im vergangenen Geschäftsjahr gelungen ist, trotz eines schwierigen Umfelds seinen dynamischen Wachstumskurs fortzusetzen und hierbei sogar Marktanteile hinzu zu gewinnen. Gerade die erzielte starke Neukundengewinnung im digitalen programmatischen Werbegeschäft hat zum hohen Wachstumstempo wesentlich beigetragen. Auf operativer Ergebnisebene wurde eine solide Ergebnisentwicklung erzielt.**

## Vermögens- und Cash-Flow-Situation zum 31.12.2022

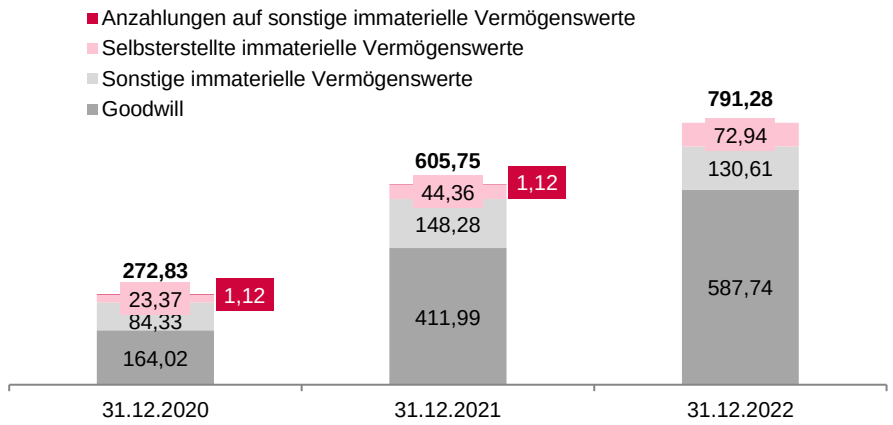
| Bilanzkennzahlen in Mio. € | 31.12.2020 | 31.12.2021 | 31.12.2022 |
|---|---|---|---|
| Eigenkapital | 176,85 | 307,49 | 321,75 |
| Immaterielle Vermögenswerte | 272,83 | 605,75 | 791,28 |
| davon Goodwill | 164,02 | 411,99 | 587,74 |
| Liquide Mittel | 46,25 | 180,16 | 149,99 |
| Langfristige Verbindlichkeiten | 130,79 | 383,17 | 503,44 |
| davon Anleihen | 95,36 | 343,93 | 389,39 |

*Quelle: Media and Games Invest SE; GBC AG*

Die positive Performance der vergangenen Jahre, die umgesetzte M&A-Strategie der Gesellschaft und das digitale Werbeplattformgeschäftsmodell der MGI spiegeln sich auch in der Unternehmensbilanz wider.

Auf der Aktivseite der Bilanz machen die immateriellen Vermögenswerte mit 791,28 Mio. € den Großteil der Bilanzsumme aus, wovon 587,74 Mio. € (74,3% des immateriellen Gesamtvermögens) auf die Bilanzposition Goodwill entfällt und 130,61 Mio. € auf sonstige immaterielle Vermögenswerte.

**Zusammensetzung der immateriellen Vermögenswerte (in Mio. €)**



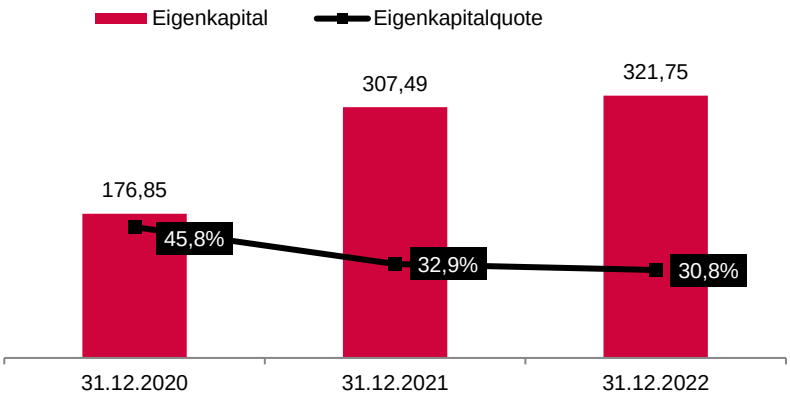

*Quelle: Media and Games Invest SE; GBC AG*

Aufgrund der beiden im vergangenen Geschäftsjahr 2022 durchgeführten M&As ist der Goodwill im Vergleich zum Vorjahr signifikant auf 587,74 Mio. € (VJ: 411,99 Mio. €) angestiegen. Daneben sind die sonstigen immateriellen Vermögenswerte durch vorgenommene Abschreibungen auf 130,61 Mio. € (VJ: 148,28 Mio. €) gesunken.

Bedeutende Positionen auf der Passivseite der Bilanz stellen zum Bilanzstichtag 31.12.2022 das Eigenkapital in Höhe von 321,75 Mio. € (VJ: 307,49 Mio. €) und ausstehende Anleihen in Höhe von 389,39 Mio. € (VJ: 343,93 Mio. €) dar. Beide Bilanzpositionen sind durch umfangreiche Kapitalmarktaktivitäten im vergangenen Jahr (eingeworbenes Eigenkapital: 28,5 Mio. €; emittierte Anleihen: 175,0 Mio. €) signifikant angestiegen. Die durchgeführten Kapitalmaßnahmen dienten vorrangig dem anorganischen Wachstum der Technologiegesellschaft.

Vor diesem Hintergrund ergab sich damit zum Ende des vergangenen Geschäftsjahres aufgrund der stärker angestiegenen Finanzverbindlichkeiten im Verhältnis zum Eigenkapital ein leichter Rückgang der Eigenkapitalquote auf 30,8% (VJ: 32,9 %). Nichtdestotrotz bewegt sich die Eigenkapitalquote weiterhin auf einem hohen und soliden Niveau.

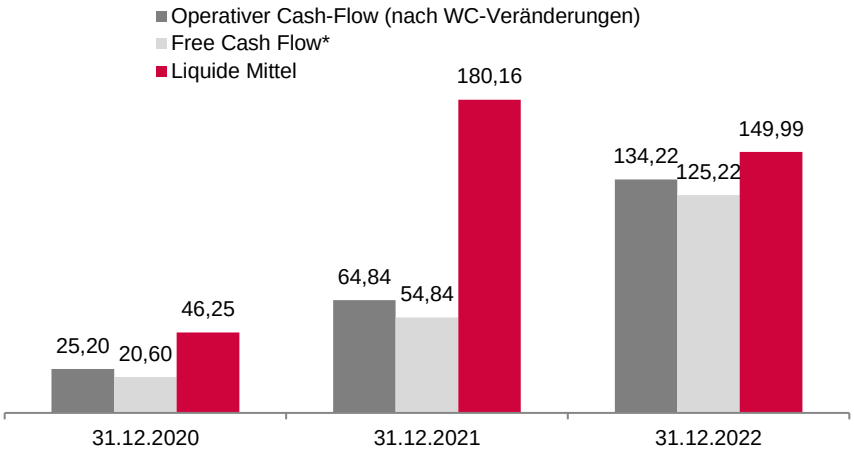
**Entwicklung des Eigenkapitals und der Eigenkapitalquote (in Mio. € / in %)**




*Quelle: Media and Games Invest SE; GBC AG*

MGI hat seine M&A-Aktivitäten neben externen Finanzierungsinstrumenten auch durch den erwirtschafteten positiven operativen Cashflow finanziert. Bedingt durch die positive Geschäftsentwicklung konnte ebenfalls auch der operative Cashflow (nach WC-Veränderungen) zum Ende des vergangenen Geschäftsjahres im Vergleich zum Vorjahr deutlich auf 134,22 Mio. € (VJ: 64,84 Mio. €) zulegen. Allein diese intern generierten Barmittel haben ausgereicht, einen bedeutenden Teil der Investitionen in immaterielle Vermögenswerte und M&As in 2022 abzudecken.

**Operativer Cashflow und Free Cash Flow sowie liquide Mittel (in Mio. €)**




*Quelle: Media and Games; GBC; *Free Cash Flow = Operativer Cash-Flow – Normalinvestitionen (Wartung, Optimierung usw.)*

## Geschäftsentwicklung Q1 2023

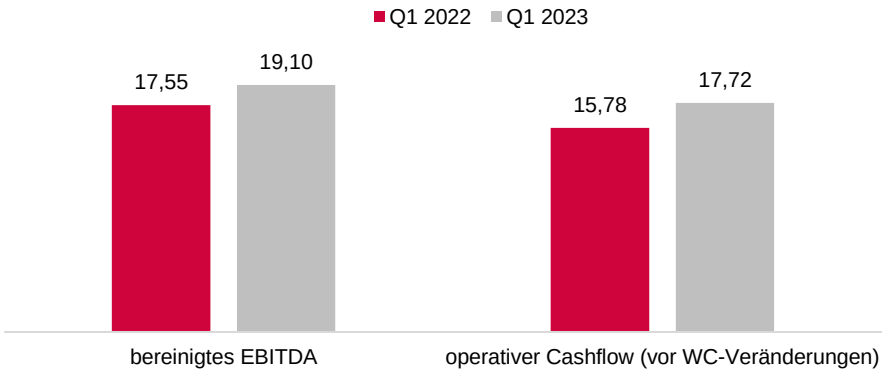
| GuV (in Mio. €) | Q1 2021 | Q1 2022 | Q1 2023 |
|---|---|---|---|
| Umsatzerlöse | 51,93 | 65,87 | 68,75 |
| EBITDA (EBITDA-Marge) | 12,09 (23,3%) | 16,87 (25,6%) | 17,43 (25,4%) |
| Adj. EBITDA (Adj. EBITDA-Marge) | 13,48 (25,9%) | 17,55 (26,6%) | 19,10 (27,8%) |
| Nettoergebnis | 2,29 | 2,54 | 0,57 |

*Quelle. Media and Games Invest SE; GBC AG*

Am 31.05.2023 hat der MGI-Konzern seine Q1-Geschäftszahlen für das laufende Geschäftsjahr 2023 bekannt gegeben. Hiernach hat die Ad-Tech-Gesellschaft im vergangenen Quartal mit einem Umsatzanstieg um 4,0% auf 68,75 Mio. € (VJ: 65,87 Mio. €) seinen eingeschlagenen Wachstumskurs fortgesetzt. Angetrieben wurde das erzielte Wachstum primär durch ein 8,0%iges Wachstum im programmatischen Werbeplattformgeschäft. Diesen erwirtschafteten Umsatzzuwächse standen rückläufige Games-Umsätze (-6,0%) gegenüber, bedingt durch die im vergangenen vierten Quartal vorgenommenen Desinvestments von kleinen nicht-strategischen Games. Neben organischen Wachstumsimpulsen konnte MGI ebenfalls von anorganischen Wachstumseffekten (AxesInMotion, Dataseat) profitieren.

Als ein wesentlicher Wachstumstreiber im Auftaktquartal hat sich der erneute Anstieg der Softwarekundenbasis erwiesen. So konnte die Anzahl der größeren Softwarekunden im Vergleich zum Vorjahresquartal deutlich um 16,3% auf 557 (Q1 2022: 479) ansteigen. Hierdurch hat sich die Technologiegesellschaft eine gute Ausgangslage für weiteres Wachstum geschaffen, da die gewonnenen Softwarekunden traditionell, im Rahmen der Geschäftsbeziehung, ihre Werbeumsätze mit MGI schrittweise erhöhen.

**Entwicklung des EBITDA und operativen Cashflows (in Mio. €)**




*Quelle: Media and Games Invest SE; GBC AG*

Das bisher erzielte Unternehmenswachstum spiegelt sich ebenfalls in einer führenden Marktposition in den Schlüsselmärkten des MGI-Konzerns wider. So ist bspw. MGI's Verve Group laut einer Marktstudie (Pixalate's Mobile SSP Report) mit einem Marktanteil von 12,0% Marktführer im Bereich der mobilen programmatischen Werbung für Android in Nordamerika. Auch in der EMEA-Region erreichte die Verve Group mit einen Marktanteil von 13,0% die Spitzenposition.

In Bezug auf die Ergebnisentwicklung hat der MGI-Konzern im Vergleich zum Vorjahresquartal aufgrund des erzielten Wachstums und durchgeführten Kostenoptimierungen sein bereinigtes EBITDA (Adj. EBITDA) deutlich um 8,8% auf 19,10 Mio. € (Q1 2022:17,55 Mio. €) erhöht und damit seine Profitabilität leicht überproportional gesteigert. Der Profitabilitätsanstieg war hierbei hauptsächlich bedingt durch erzielte Synergie- und Effizienzeffekte.

Auf Cashflow-Ebene hat MGI ebenfalls deutliche Zuwächse erzielt. So legte der operative Cashflow (vor Working Capital-Veränderungen) im Vergleich zum Vorjahresquartal signifikant um 12,3% auf 17,72 Mio. € (Q1 2022: 15,78 Mio. €) zu. Aufgrund der hohen operativen Ertragskraft und starken Cashflows konnte die Technologiegesellschaft ihren Verschuldungsgrad (Nettoverschuldung / Adj. EBITDA) zum Ende des ersten Quartals mit 3,0x (Q1 2022: 2,9x) weiterhin auf einem relativ niedrigen Niveau halten und stellt bis zum Ende des Geschäftsjahres eine weitere Verbesserung dieser Bilanzkennzahl in Aussicht.

## PROGNOSEN UND BEWERTUNG

| GuV (in Mio. €) | GJ 2022 | GJ 2023e | GJ 2024e | GJ 2025e |
|---|---|---|---|---|
| Umsatzerlöse | 324,44 | 340,12 | 402,55 | 471,39 |
| Bereinigtes EBITDA (Adj. EBITDA) | 93,20 | 95,94 | 121,10 | 141,94 |
| EBITDA | 84,75 | 89,44 | 115,80 | 136,14 |
| Nettoergebnis (nach Minderheiten) | -20,32* | 6,83 | 23,95 | 32,97 |

*Quelle: Media and Games Invest SE; Schätzungen GBC AG *negativ beeinflusst durch eine einmalige Abschreibung von 23,6 Mio. €*

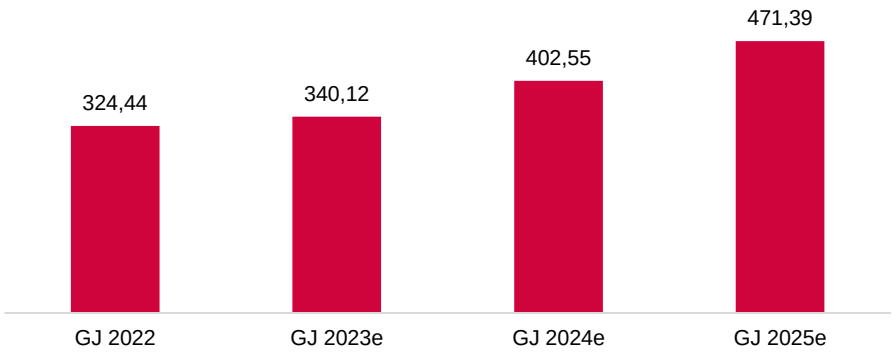
### Umsatz- und Ergebnisprognosen

Der MGI-Konzern hat sich mit seiner vollintegrierten Ad-Tech-Plattform (Full-Stack-Plattform) speziell auf das wachstumsstarke Marktsegment der digitalen programmatischen Werbung ausgerichtet. Entsprechend verfolgt die Technologiegesellschaft allgemein eine wachstumsorientierte Unternehmensstrategie und kombiniert hierbei organisches Wachstum mit wertsteigernden synergetischen Akquisitionen, was in den vergangenen Jahren zu einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum von rund 64,0% geführt (CAGR zwischen 2018-2022) hat.

Auch für das aktuelle Geschäftsjahr 2023 geht das Unternehmen von einer Fortsetzung des eingeschlagenen Wachstumskurses aus und rechnet mit Umsatzerlösen und einem bereinigten operativen EBITDA (Adj. EBITDA) in einer Bandbreite von 335,0 Mio. € bis 345,0 Mio. € bzw. 95,0 Mio. € bis 105,0 Mio. €. Entsprechend erwartet die Technologiegesellschaft für die laufende Geschäftsperiode ein Umsatzwachstum im Vergleich zum Vorjahr von 3,0% bis 7,0%. An dieser Stelle ist jedoch zu berücksichtigen, dass MGI zum Ende des vergangenen Jahres Desinvestments im Games-Bereich vorgenommen hat. Auf vergleichbarer Pro-forma-Basis würde sich daher eine deutlich höhere Umsatzwachstumsrate von 8,0% bis 12,0% ergeben.

Parallel zur herausgegebenen Unternehmensguidance für die laufende Geschäftsperiode hat MGI ebenfalls die bisher veröffentlichte mittelfristige Unternehmensguidance (Umsatz CAGR: 25,0-30,0%; Adj. EBITDA-Marge: 25,0-30,0%) bestätigt und erwartet somit auf mittelfristige Sicht wieder eine wesentlich höheres Wachstumsdynamik als für das laufende Jahr in Aussicht gestellt wurde.

**Erwartete Umsatzentwicklung (in Mio. €)**



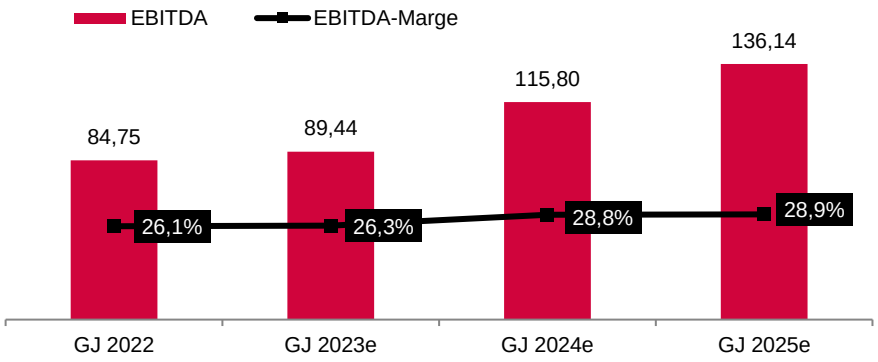

*Quelle: Media and Games Invest SE; Schätzungen GBC AG*

Im Rahmen der Veröffentlichung unserer Researchstudie zu den vorläufigen Jahresergebnissen des MGI-Geschäftsjahres 2022 (siehe Studie vom 08.03.2023) hatten wir unsere Umsatz- und Ergebnisprognosen an die Unternehmensguidance angepasst. In Anbetracht der zufriedenstellenden Q1-Performance, des positiven Unternehmensausblicks und der Bekräftigung der mittelfristigen Guidance, bestätigen wir hiermit unsere

bisherigen Umsatz- und Ergebnisprognosen für das laufende Geschäftsjahr und die Folgejahre.

Für die laufende Geschäftsperiode rechnen wir dabei mit Umsatzerlösen in Höhe von 340,12 Mio. € und einem EBITDA von 89,44 Mio. €. Für die Folgejahre 2024 und 2025 gehen wir unverändert von Umsatzerlösen (EBITDA) in Höhe von 402,55 Mio. € (115,80 Mio. €) bzw. 471,39 Mio. € (136,14 Mio. €) aus. Parallel hierzu sollte die EBITDA-Marge von zuletzt 26,1% in 2022 schrittweise auf 28,9% in 2025 ansteigen.

**Erwartetes EBITDA und EBITDA-Marge (in Mio. € / in %)**




*Quelle: Media and Games Invest SE; Schätzungen GBC AG*

Insgesamt sollte es dem MGI-Konzern mit seiner guten Marktpositionierung und vollintegrierten programmatischen Ad-Tech-Plattform auch zukünftig gelingen, seinen dynamischen Wachstumskurs fortzusetzen. Das KI-gestützte und plattformbasierte Geschäftsmodell der Technologiegesellschaft sollte hierbei auch weiterhin für eine hohe Ertragskraft und Profitabilität sorgen.

**Basierend auf unseren bestätigten Prognosen für die Geschäftsjahre 2023 und die Folgejahre und sich veränderten Kapitalkosten (WACC), haben wir unser bisheriges Kursziel leicht auf 5,30 € (zuvor: 5,40 €) gesenkt. Unsere Kurszielsenkung resultiert aus angestiegenen Kapitalkosten (Anstieg des risikofreien Zinses auf 2,00%, statt zuvor 1,50%). Als Folge des unverändert hohen Inflationsgeschehens haben wir das Umsatzwachstum im Terminal Value auf 2,5% (bisher: 2,0%) angehoben, was sich kurszielerhöhend ausgewirkt hatte. In Anbetracht des aktuellen Kursniveaus vergeben wir damit weiterhin das Rating „Kaufen“ und sehen ein deutliches Kurspotenzial in der Aktie.**

## Peer-Group-Analyse

Parallel zur Bewertung der Media and Games Invest SE mithilfe unseres DCF-Modells, haben wir zusätzlich eine Peer-Group-Analyse durchgeführt. Diese hat auf Basis verschiedener herangezogener Vergleichsgrößen, wie z.B. traditioneller Ergebnismultiplikatoren, ebenfalls eine deutliche Unterbewertung der MGI ergeben. Die Resultate der Peer-Group-Analyse unterstützen damit zusätzlich unser Bewertungsergebnis auf Basis unseres verwendeten DCF-Modells.

| Unternehmen | Ticker | EV/Umsatz 22 | EV/Umsatz 23e | EV/Umsatz 24e | EV/Umsatz 25e | EV/EBITDA 22 | EV/EBITDA 23e | EV/EBITDA 24e | EV/EBITDA 25e |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Ad-tech** | | | | | | | | | |
| The Trade Desk Inc. | TTD (NasdaqGM) | 22,40 | 18,53 | 15,02 | 12,28 | 160,00 | 47,76 | 37,59 | 29,65 |
| Pubmatic Inc. | PUBM (NasdaqGM) | 3,20 | 3,12 | 2,75 | 2,31 | 12,60 | 10,30 | 8,43 | 6,48 |
| Viant Technology Inc. | DSP (NasdaqGS) | 0,50 | 0,45 | 0,39 | 0,32 | k.A. | 8,12 | 4,80 | 2,87 |
| Magnite Inc. | MGNI (NasdaqGS) | 4,00 | 4,20 | 3,73 | 3,10 | 15,20 | 12,78 | 10,56 | 7,53 |
| AcuityAds Holdings Inc. | ILLM (TSX) | 0,40 | 0,44 | 0,39 | 0,35 | k.A. | 10,10 | 6,59 | 4,52 |
| DoubleVerify Holdings Inc. | DV (NYSE) | 12,90 | 10,30 | 8,40 | 6,86 | 58,60 | 33,16 | 26,26 | 19,84 |
| Integral Ad Science Hold. Inc. | IAS (NasdaqGS) | 7,70 | 6,75 | 5,82 | 4,93 | 38,60 | 20,70 | 17,39 | 13,64 |
| Quotient Technology Inc. | QUOT (NYSE) | 1,20 | 1,23 | 1,16 | 1,03 | k.A. | 9,46 | 7,08 | k.A. |
| LiveRamp Holdings Inc. | RAMP (NYSE) | 2,30 | 1,97 | 1,79 | 1,53 | k.A. | 12,80 | 10,15 | 12,02 |
| Digital Turbine Inc. | APPS (NasdaqCM) | 1,70 | 2,06 | 1,73 | 1,62 | 7,40 | 9,60 | 6,58 | 6,28 |
| Tremor Int. Ltd | TRMR (AIM) | 1,30 | 1,40 | 1,10 | 1,03 | 4,30 | 6,80 | 3,29 | 2,78 |
| Criteo S.A. | CRTO (NasdaqGS) | 0,80 | 1,74 | 1,58 | 1,41 | 10,70 | 6,26 | 5,48 | 4,78 |
| YOC | XTRA:YOC | 1,66 | 1,39 | 1,15 | 0,96 | 16,37 | 9,17 | 7,24 | 5,90 |
| *Median* | | *1,70* | *1,97* | *1,73* | *1,53* | *15,20* | *10,10* | *7,24* | *6,38* |
| | | | | | | | | | |
| **Ad-software and content** | | | | | | | | | |
| AppLovin Corp. | APP (NasdaqGS) | 3,70 | 3,45 | 3,16 | 2,92 | 17,40 | 8,65 | 7,63 | 6,77 |
| IronSource Ltd. | IS (NYSE) | 3,14 | 2,44 | k.A. | k.A. | 10,09 | 7,06 | k.A. | k.A. |
| Azerion Group N.V. | AZRN (ENXTAM) | 1,00 | 0,79 | 0,70 | 0,63 | 72,90 | 6,53 | 5,12 | 4,39 |
| Future plc | FUTR (LSE) | 1,70 | 1,67 | 1,64 | 1,60 | 4,80 | 4,75 | 4,68 | 4,48 |
| *Median* | | *2,42* | *2,06* | *1,64* | *1,60* | *13,75* | *6,80* | *5,12* | *4,48* |
| | | | | | | | | | |
| **Gaming** | | | | | | | | | |
| Embracer Group AB | EMBRAC B (OM) | 2,40 | 1,32 | 1,16 | 1,06 | 9,40 | 5,93 | 4,42 | 3,68 |
| Stillfront Group AB | SF (OM) | 2,20 | 1,88 | 1,78 | 1,68 | 8,90 | 5,70 | 5,13 | 4,79 |
| Paradox Interactive AB | PDX (OM) | 13,70 | 10,64 | 10,27 | 9,81 | 27,20 | 14,86 | 13,74 | 13,31 |
| Modern Times Group AB | MTG B (OM) | 0,80 | 0,89 | 0,85 | 0,80 | 3,70 | 3,97 | 3,62 | 3,39 |
| Rovio Entertainment Oyj | ROVIO (HLSE) | 1,70 | 1,73 | 1,63 | 1,59 | 12,90 | 10,33 | 10,29 | 9,06 |
| Team 17 Group | TM17 (AIM) | 3,40 | 3,29 | 3,08 | 2,88 | 11,0 | 9,43 | 8,76 | 8,26 |
| *Median* | | *2,30* | *1,81* | *1,71* | *1,64* | *10,20* | *7,68* | *6,95* | *6,53* |
| | | | | | | | | | |
| ***Ø Total Peer group*** | | ***4,08*** | ***3,55*** | ***3,15*** | ***2,76*** | ***26,42*** | ***11,92*** | ***9,77*** | ***8,31*** |
| | | | | | | | | | |
| Media and Games Invest SE | XTRA:M8G | 1,20 | 1,59 | 1,42 | 1,27 | 4,90 | 5,86 | 5,10 | 4,59 |
| | | | | | | | | | |
| **MGI vs. Ø Peer group** | | **-70,6%** | **-55,2%** | **-54,9%** | **-54,0%** | **-81,5%** | **-50,8%** | **-47,8%** | **-44,7%** |

*Quelle: S&P Capital IQ; GBC AG*

## DCF-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: 5,00%). Als EBITDA-Zielmarge haben wir 28,9% (zuvor: 28,9%) 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 2,5% (zuvor: 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 aktuell 2,00% (zuvor: 1,50%).

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 9,46% (zuvor: 8,96%) (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 8,61% (zuvor: 8,21%).

### *Bewertungsergebnis*

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 8,61% (zuvor: 8,21%) errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2023 entspricht als Kursziel 5,30 € (zuvor: 5,40 €). Unsere Kurszielsenkung resultiert aus erhöhten Kapitalkosten (Anstieg des risikofreien Zinssatzes auf 2,00%, statt zuvor 1,50%). Entgegengesetzt wirkte sich hingegen der Anstieg der Umsatzwachstumsrate im Terminal Value (Erhöhung auf 2,50%, statt zuvor 2,00%) bedingt durch das deutlich erhöhte allgemeine Inflationsniveau aus.

# DCF-Modell

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

### Wertetreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

| consistency - Phase | |
|---|---|
| Umsatzwachstum | 5,0% |
| EBITDA-Marge | 28,9% |
| AFA zu operativen Anlagevermögen | 27,2% |
| Working Capital zu Umsatz | 5,0% |

| final - Phase | |
|---|---|
| ewiges Umsatzwachstum | 2,5% |
| ewige EBITA - Marge | 21,3% |
| effektive Steuerquote im Endwert | 30,0% |

### dreistufiges DCF - Modell:

| Phase | estimate | | | consistency | | | | | final |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| in Mio. EUR | GJ 23e | GJ 24e | GJ 25e | GJ 26e | GJ 27e | GJ 28e | GJ 29e | GJ 30e | End-wert |
| Umsatz (US) | 340,12 | 402,55 | 471,39 | 494,96 | 519,71 | 545,69 | 572,98 | 601,63 | |
| *US Veränderung* | 4,8% | 18,4% | 17,1% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 2,5% |
| *US zu operativen Anlagevermögen* | 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-Marge* | 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-Marge* | 15,4% | 18,6% | 19,2% | 19,6% | 20,8% | 21,6% | 22,3% | 22,8% | 21,3% |
| Steuern auf EBITA | -19,89 | -22,50 | -27,09 | -29,13 | -32,38 | -35,40 | -38,29 | -41,13 | |
| *zu EBITA* | 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 | |
| Kapitalrendite | 15,4% | 25,6% | 31,8% | 35,4% | 42,0% | 48,1% | 53,7% | 58,7% | 56,8% |
| | | | | | | | | | |
| Working Capital (WC) | 9,15 | 15,99 | 23,57 | 24,75 | 25,99 | 27,28 | 28,65 | 30,08 | |
| *WC zu Umsatz* | 2,7% | 4,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | |
| *Investitionen in WC* | -7,12 | -6,84 | -7,58 | -1,18 | -1,24 | -1,30 | -1,36 | -1,43 | |
| Operatives Anlagevermögen (OAV) | 196,17 | 182,87 | 168,62 | 155,07 | 145,60 | 139,11 | 134,73 | 132,00 | |
| *AFA auf OAV* | -37,10 | -40,80 | -45,85 | -45,85 | -42,17 | -39,59 | -37,83 | -36,64 | |
| *AFA zu OAV* | 18,9% | 22,3% | 27,2% | 27,2% | 27,2% | 27,2% | 27,2% | 27,2% | |
| *Investitionen in OAV* | -24,20 | -27,50 | -31,60 | -32,30 | -32,70 | -33,10 | -33,45 | -33,90 | |
| Investiertes Kapital | 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 | |
| Steuern auf EBITA | -19,89 | -22,50 | -27,09 | -29,13 | -32,38 | -35,40 | -38,29 | -41,13 | |
| Investitionen gesamt | -52,32 | -69,34 | -80,18 | -33,48 | -33,94 | -34,40 | -34,81 | -35,33 | |
| *Investitionen in OAV* | -24,20 | -27,50 | -31,60 | -32,30 | -32,70 | -33,10 | -33,45 | -33,90 | |
| *Investitionen in WC* | -7,12 | -6,84 | -7,58 | -1,18 | -1,24 | -1,30 | -1,36 | -1,43 | |
| *Investitionen in Goodwill* | -21,00 | -35,00 | -41,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | |
| Freie Cashflows | 17,23 | 23,96 | 28,87 | 80,34 | 83,78 | 87,80 | 92,37 | 97,28 | 1440,30 |

| | | |
|---|---|---|
| Wert operatives Geschäft (Stichtag) | 1146,01 | 1220,77 |
| *Barwert expliziter FCFs* | 338,32 | 343,51 |
| *Barwert des Continuing Value* | 807,68 | 877,26 |
| Nettoschulden (Net debt) | 297,94 | 314,62 |
| Wert des Eigenkapitals | 848,07 | 906,15 |
| Fremde Gewinnanteile | -3,50 | -3,74 |
| Wert des Aktienkapitals | 844,57 | 902,41 |
| Ausstehende Aktien in Mio. | 159,25 | 159,25 |
| Fairer Wert der Aktie in EUR | **5,30** | 5,67 |

### Kapitalkostenermittlung:

| | |
|---|---|
| *risikolose Rendite* | 2,0% |
| *Marktrisikoprämie* | 5,5% |
| *Beta* | 1,36 |
| Eigenkapitalkosten | 9,5% |
| *Zielgewichtung* | 80,0% |
| Fremdkapitalkosten | 6,5% |
| *Zielgewichtung* | 20,0% |
| Taxshield | 19,8% |
| | |
| WACC | **8,6%** |

| Kapitalrendite | WACC 8,0% | 8,3% | 8,6% | 8,9% | 9,2% |
|---|---|---|---|---|---|
| **56,3%** | 6,02 | 5,62 | 5,26 | 4,93 | 4,63 |
| **56,6%** | 6,05 | 5,64 | 5,28 | 4,95 | 4,66 |
| **56,8%** | 6,08 | 5,67 | **5,30** | 4,97 | 4,68 |
| **57,1%** | 6,10 | 5,69 | 5,33 | 5,00 | 4,70 |
| **57,3%** | 6,13 | 5,72 | 5,35 | 5,02 | 4,72 |

# 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,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, Kristina Heinzelbecker, Email: heinzelbecker@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

**GBC AG®**

**- R E S E A R C H & I N V E S V E S T M E N T A N A L Y S E N -**

GBC AG
Halderstraße 27
86150 Augsburg
Internet: http://www.gbc-ag.de
Fax: ++49 (0)821/241133-30
Tel.: ++49 (0)821/241133-0
E-Mail: office@gbc-ag.de