

Media and Games Invest SE*5a,7,11

Rating: KAUFEN
Kursziel: 4,05 €
(bisher: 5,30 €)

Aktueller Kurs: 1,15
08.09.2023 / Xetra
(17:35 Uhr)

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: SE0018538068
WKN: A3D3A1
Börsenkürzel: M8G
Aktienanzahl³: 159,25
Marketcap³: 183,14
Enterprise Value³: 457,14
³ in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: 55,9%

Transparenzlevel:
Nasdaq First North Premier

Marktsegment:
Freiverkehr
(Open Market)

Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:
Kepler Cheuvreux
Pareto Securities AB

Analysten:

Marcel Goldmann
goldmann@gbc-ag.de

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 9

Datum (Zeitpunkt) Fertigstellung: 11.09.2023 (8:59 Uhr)

Datum (Zeitpunkt) erste Weitergabe: 11.09.2023 (10:30 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2024

Unternehmensprofil

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)



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, Werbepplätze 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	31.12.2023e	31.12.2024e	31.12.2025e
Umsatzerlöse	324,44	303,21	324,74	357,66
Bereinigtes EBITDA (Adj. EBITDA)	93,20	93,07	102,16	114,29
EBITDA	84,75	85,37	95,56	108,49
Nettoergebnis (nach Minderheiten)	-20,32*1	0,09	6,57	14,48

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

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie (EPS)	-0,13	0,00	0,04	0,09
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen

EV/Umsatz	1,43	1,53	1,43	1,30
EV/Adj. EBITDA	4,99	5,00	4,55	4,07
EV/EBITDA	5,49	5,45	4,87	4,29
KGV (nach Minderheiten)	neg.	k.A.	29,09	13,20
KBV	0,59			

Finanztermine

30.11.2023: Q3-Bericht GJ 2023

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

20.06.2023: RS / 5,30 / KAUFEN

08.03.2023: RS / 5,40 / KAUFEN

07.09.2022: RS / 5,75 / KAUFEN

02.08.2022: RS / 5,75 / 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“

1. HJ 2023: Solide Umsatzentwicklung trotz konjunkturellen Gegenwinds; stabile operative Ergebnisentwicklung durch striktes Kostenmanagement; GBC-Schätzungen und Kursziel nach Guidance-Senkung angepasst

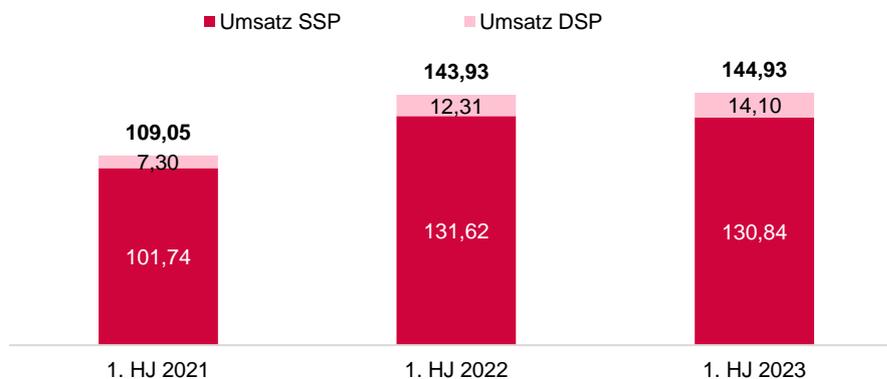
Geschäftsentwicklung im 1. HJ 2023

GuV (in Mio. €)	1. HJ 2021	1. HJ 2022	1. HJ 2023
Umsatzerlöse	109,05	143,93	144,93
EBITDA (EBITDA-Marge)	26,63 (24,4%)	36,91 (25,6%)	37,41 (25,8%)
Bereinigtes EBITDA (Bereinigtes EBITDA-Marge)	28,70 (26,3%)	38,60 (26,8%)	40,40 (27,9%)
Periodenergebnis (nach Minderheiten)	5,64	5,59	2,57
EPS in €	0,04	0,04	0,02

Quelle: Media and Games Invest SE; GBC AG

Die Media and Games Invest SE (MGI) hat am 31.08.2023 ihre Halbjahreszahlen für das aktuelle Geschäftsjahr veröffentlicht. Basierend hierauf hat der Ad-Tech-Plattform-Konzern in den ersten sechs Monaten, trotz eines konjunkturellen Gegenwinds, der zu einer Abschwächung der Werbebranche führte, eine stabile Umsatzentwicklung erzielt. So konnten die digitalen Konzernumsatzerlöse im Vergleich zum Vorjahreszeitraum leicht um rund 1,0% auf 144,93 Mio. € (1. HJ 2022: 143,93 Mio. €) zulegen. Dieser Erlöszuwachs gelang trotz in der Vergangenheit vorgenommener Desinvestments (Bereinigung Gaming-Portfolio) und einer ungünstigen Wechselkursentwicklung.

Entwicklung der Konzern- und Segmenterlöse (in Mio. €)

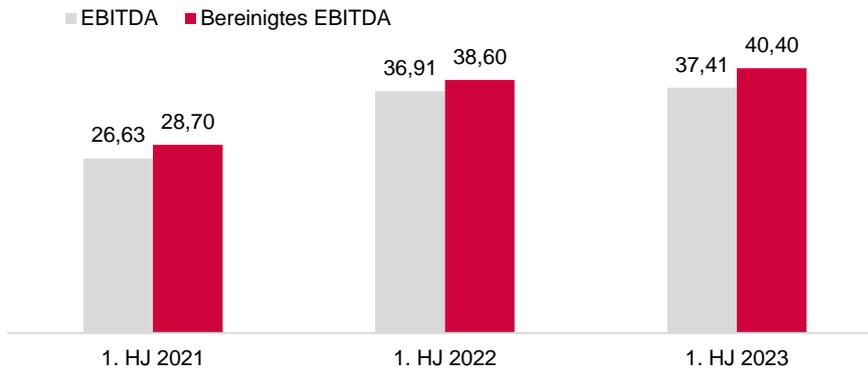


Quelle: Media and Games Invest SE; GBC AG

Zur robusten Konzernumsatzentwicklung haben beide Werbesegmente (Demand Side Plattformen - DSP, Supply Side Plattformen - SSP) mit einer stabilen bzw. wachsenden Segmentumsatzentwicklung beigetragen. Das SSP-Geschäftsfeld konnte im ersten Halbjahr mit erwirtschafteten Segmenterlösen in Höhe von 130,84 Mio. € das hohe Halbjahresumsatzniveau des Vorjahres (1. HJ 2022: 131,62 Mio. €) bestätigen. Hingegen hat das DSP-Geschäftsfeld sogar seine Segmenterlöse im Vergleich zum Vorjahreszeitraum deutlich um 14,5% auf 14,10 Mio. € (1. HJ 2022: 12,31 Mio. €) gesteigert.

Parallel zur stabilen Umsatzentwicklung hat sich das operative Konzernergebnis (EBITDA) im Vergleich zum Vorjahreszeitraum leicht um 1,4% auf 37,41 Mio. € (1. HJ 2022: 36,91 Mio. €) erhöht. Korrigiert um einmalige Kosten und Sondereffekte (z.B. M&A-Kosten) ergab sich für das erste Halbjahr 2023 ein bereinigtes EBITDA (Adj. EBITDA) in Höhe von 40,40 Mio. €, welches im Vergleich zum Vorjahreszeitraum (1. HJ 2022: 38,60 Mio. €) moderat um 4,6% angewachsen ist. Gleichzeitig konnte die bereinigte EBITDA-Marge leicht auf 27,9% (1. HJ 2022: 26,8%) gesteigert werden.

Entwicklung des EBITDA bzw. bereinigten EBITDA auf Halbjahresbasis (in Mio. €)



Quelle: Media and Games Invest SE; GBC AG

Auf Netto-Ebene hat MGI hingegen in den ersten sechs Monaten des laufenden Geschäftsjahres einen Nettoergebnisrückgang (nach Minderheiten) im Vergleich zum Vorjahreszeitraum um 54,0% auf 2,57 Mio. € (1. HJ 2022: 5,59 Mio. €) hinnehmen müssen. Hauptursächlich hierfür waren höhere Steuer- und Zinsbelastungen im Vergleich zur Vorjahresperiode.

Geschäftsentwicklung im Q2 2023

GuV (in Mio. €)	Q2 2021	Q2 2022	Q2 2023
Umsatzerlöse	57,12	78,06	76,18
EBITDA (EBITDA-Marge)	14,54 (25,5%)	20,04 (25,7%)	19,99 (26,2%)
Bereinigtes EBITDA (Bereinigte EBITDA-Marge)	15,30 (26,8%)	21,10 (27,0%)	21,30 (28,0%)
Periodenergebnis (nach Minderheiten)	3,35	3,05	1,74

Quelle: Media and Games Invest SE

Auch auf Quartalsebene zeigt sich die stabile Umsatzentwicklung des MGI-Konzerns. Trotz schwieriger Rahmenbedingungen blieben die Konzernumsatzerlöse im zweiten Quartal mit erwirtschafteten 76,18 Mio. € an Umsatzvolumen verglichen mit dem Vorjahresquartal weiterhin auf einem hohen Niveau (Q2 2022: 78,06 Mio. €). Bereinigt um Währungseffekte betrug der organische Umsatzanstieg im zweiten Quartal im Vergleich zum Vorjahresquartal 1,0%. Ohne Berücksichtigung von Veräußerungs- und Währungseffekten wurde sogar ein bereinigter Umsatzanstieg von 3,0% erzielt.

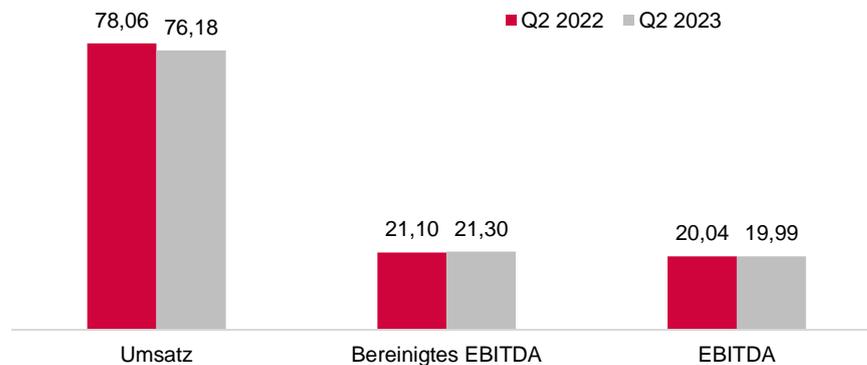
Laut Unternehmensangaben ist es der Technologiegesellschaft auch im vergangenen Quartal gelungen, durch innovative KI-basierte Targeting-Produkte wie Moments.AI, die die Werbeergebnisse für Publisher und Werbetreibende maßgeblich verbessern, seine Marktanteile weiter zu steigern und damit die Marktposition auszubauen. Die starke Marktposition von MGI spiegelt sich auch in den erzielten Top-Platzierungen von verschiedenen Marktsegmenten wider. Während MGI bereits der führende Anbieter für In-App-Werbung auf Android war, ist es der Technologiegesellschaft seit dem Q2 2023 auch gelungen, der führende Anbieter auf Apple's IOS in Nordamerika und Europa zu sein.

Die robuste (organische) Geschäftsentwicklung im Q2 wurde insbesondere gestützt durch einen erneuten Anstieg der Softwarekunden und des Werbevolumens (Ad Impressions). Dabei wurden die Ad Impressions im Vergleich zum Vorjahr deutlich um 13,0% und die Zahl der Softwarekunden ebenfalls signifikant um 9,0% gesteigert. Damit konnte die Softwarekundenbasis (sog. Total Software Clients mit einem Jahresumsatz von über 100.000 USD) im zweiten Quartal im Vergleich zum Vorjahresquartal um 46 neue Softwarekunden auf insgesamt 559 (Q2 2022: 513) ausgebaut werden.

Auf Segmentebene hat das bisher noch kleinere Demand-Side-Segment (DSP) mit einem leichten Umsatzzuwachs im Vergleich zum Vorjahr um 2,3% auf 7,88 Mio. € (Q2 2022: 7,70 Mio. €) sein digitales Geschäftsvolumen weiter ausbauen können. Hingegen musste das Supply-Side-Segment, insbesondere bedingt durch die im Q4 2022 vorgenommenen Desinvestments von kleinen nicht-strategischen Games, einen leichten Rückgang der Segmenterlöse im Vergleich zum Vorjahr um 3,0% auf 68,30 Mio. € (Q2 2022: 70,36 Mio. €) hinnehmen.

Auf operativer Ergebnisebene hat MGI parallel zur soliden Umsatzentwicklung im zweiten Quartal 2023 ein EBITDA in Höhe von 19,99 Mio. € erzielt, welches sich damit nahezu auf Vorjahresniveau bewegt (Q2 2022: 20,04 Mio. €) hat. Das um Einmal- und Sondereffekte (z.B. M&A-Kosten oder Stammsitz-Verlegungskosten) bereinigte Konzern-EBITDA legte hingegen leicht um rund 1,0% auf 21,30 Mio. € (Q2 2022: 21,10 Mio. €) zu. Im gleichen Schritt wuchs die bereinigte EBITDA-Marge auf 28,0% (Q2 2022: 27,0%). Die gesteigerte Profitabilität unterstreicht damit auch das allgemeine strikte Kostenmanagement des Unternehmens.

Quartalsperformance des MGI-Konzerns (in Mio. €)



Quelle: Media and Games Invest SE; GBC AG

Prognosen und Bewertung

GuV in Mio. €	GJ 2022	GJ 2023e (Neu)	GJ 2023e (Alt)	GJ 2024e (Neu)	GJ 2024e (Alt)	GJ 2025 (Neu)	GJ 2025e (Alt)
Umsatzerlöse	324,44	303,21	340,12	324,74	402,55	357,66	471,39
Bereinigtes EBITDA (Adj. EBITDA)	93,20	93,07	95,94	102,16	121,10	114,29	141,94
EBITDA	84,75	85,37	89,44	95,56	115,80	108,49	136,14
Nettoergebnis (nach Minderheiten)	-20,32*1	0,09	6,83	6,57	23,95	14,48	32,97

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

Um die Ertragslage weiter zu verbessern und der geringeren Wachstumsdynamik entgegenzuwirken, hat MGI im aktuellen dritten Quartal ein Kostensparprogramm eingeleitet. Dieses Kostenoptimierungsprogramm, welches primär auf die Personalkostenreduktion abzielt, umfasst jährliche Kosteneinsparungen in Höhe von 10,0 Mio. €. Die Haupteffekte aus den geplanten Kostensenkungsmaßnahmen sollen ab dem vierten Quartal 2024 wirken.

Vor dem Hintergrund des sich abgeschwächten Werbemarktes und dem von MGI erwarteten geringeren Wachstum im zweiten Halbjahr 2023, hat die Technologiegesellschaft ihre bisherige Unternehmensguidance (Umsatz von 335,0 Mio. € bis 345,0 Mio. € und Adj. EBITDA von 95,0 Mio. € bis 105,0 Mio. €) für das laufende Geschäftsjahr reduziert. Nun rechnet das Unternehmen mit einem Konzernumsatz von ca. 303,0 Mio. € und einem Adj. EBITDA von 93,0 Mio. €.

Im Rahmen der Veröffentlichung der Q2- bzw. Halbjahreszahlen auf dem „MGI Capital Markets Day 2023“ hat die Technologiegesellschaft ihre mittelfristige Unternehmensguidance (Umsatz CAGR: 25,0-30,0%; Adj. EBITDA-Marge: 25,0-30,0%) bestätigt. Entsprechend rechnet die Technologiegesellschaft auf mittelfristige Sicht wieder mit einer höheren Wachstumsdynamik.

In Anbetracht der gesenkten Unternehmensguidance haben auch wir unsere bisherigen Umsatz- und Ergebnisprognosen für das laufende Geschäftsjahr und auch für die Folgejahre nach unten angepasst. Für das laufende Geschäftsjahr rechnen wir nun mit einem Konzernumsatz in Höhe von 303,21 Mio. € (bisher: 340,12 Mio. €) und einem EBITDA in Höhe von 85,37 Mio. € (bisher: 89,44 Mio. €). In Bezug auf die Folgejahre 2024 und 2025 erwarten wir unter konservativen Prämissen einen Umsatz (EBITDA) von 324,74 Mio. € (95,56 Mio. €) bzw. 357,66 Mio. € (108,49 Mio. €).

Trotz unserer reduzierten Umsatz- und Ergebnisschätzungen sollte es dem MGI-Konzern ab dem Geschäftsjahr 2024 gelingen, basierend auf der von uns erwarteten sukzessiven Erholung des Werbemarktes, wieder auf den Wachstumskurs zurückzukehren. Insbesondere die starke Positionierung der Ad-Tech-Gesellschaft im programmatischen Werbemarkt, dem wachstumsstärksten Segment des digitalen Werbemarktes, sollte auch zukünftig für weitere Marktanteilsgewinne bzw. eine Outperformance gegenüber dem Werbegesamtmarkt sorgen. Unserer prognostizierten EBITDA-Zuwächse für die künftigen Geschäftsjahre sollten auch durch die erwarteten positiven Effekte aus dem eingeleiteten Kosteneffizienzprogramm des Unternehmens (avisierte jährliche Kosteneinsparungen von 10,0 Mio. € ab dem GJ 2024) beflügelt werden können.

Vor dem Hintergrund unserer angepassten Umsatz- und Ergebnisprognosen, senken wir unser bisheriges Kursziel auf 4,05 € (zuvor: 5,30 €) je Aktie. In Anbetracht des aktuellen Kursniveaus vergeben wir weiterhin das Rating „Kaufen“ und sehen weiterhin ein deutliches Kurspotenzial für die MGI-Aktie.

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: 5,0%). Als EBITDA-Zielmarge haben wir 30,3% (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: 2,5%).

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: 2,00%).

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: 9,46%) (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: 8,61%).

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 8,61% (zuvor: 8,61%) errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2024 entspricht als Kursziel 4,05 € (zuvor: 5,30 €). Unsere Kurszielsenkung resultiert aus den gesenkten Umsatz- und Ergebnisschätzungen. Entgegengesetzt wirkte hingegen der eingesetzte sog. „Roll-Over-Effekt“ (Kursziel bezogen auf das nachfolgende Geschäftsjahr 2024 statt bisher 2023).

BEWERTUNG

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

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	5,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,5%
EBITDA-Marge	30,3%	ewige EBITA - Marge	23,2%
AFA zu operativen Anlagevermögen	25,5%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	5,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	GJ 30e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	303,21	324,74	357,66	375,54	394,32	414,04	434,74	456,47	
US Veränderung	-6,5%	7,1%	10,1%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,5%
US zu operativen Anlagevermögen	1,55	1,80	2,18	2,51	2,83	3,14	3,42	3,69	
EBITDA	85,37	95,56	108,49	113,92	119,61	125,60	131,88	138,47	
EBITDA-Marge	28,2%	29,4%	30,3%	30,3%	30,3%	30,3%	30,3%	30,3%	
EBITA	48,27	56,16	66,54	71,97	81,41	90,02	98,16	106,01	
EBITA-Marge	15,9%	17,3%	18,6%	19,2%	20,6%	21,7%	22,6%	23,2%	23,2%
Steuern auf EBITA	-18,34	-16,85	-19,96	-21,59	-24,42	-27,01	-29,45	-31,80	
zu EBITA	38,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	29,93	39,31	46,58	50,38	56,99	63,01	68,71	74,21	
Kapitalrendite	14,2%	19,1%	23,7%	27,7%	33,9%	39,6%	45,0%	49,9%	51,8%
Working Capital (WC)	9,15	15,99	17,88	18,78	19,72	20,70	21,74	22,82	
WC zu Umsatz	3,0%	4,9%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	
Investitionen in WC	-7,12	-6,84	-1,89	-0,89	-0,94	-0,99	-1,04	-1,09	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	196,17	180,67	164,22	149,57	139,26	131,98	127,07	123,76	
AFA auf OAV	-37,10	-39,40	-41,95	-41,95	-38,21	-35,57	-33,72	-32,46	
AFA zu OAV	18,9%	21,8%	25,5%	25,5%	25,5%	25,5%	25,5%	25,5%	
Investitionen in OAV	-24,20	-23,90	-25,50	-27,30	-27,90	-28,30	-28,80	-29,15	
Investiertes Kapital	205,32	196,66	182,10	168,34	158,98	152,69	148,81	146,58	
EBITDA	85,37	95,56	108,49	113,92	119,61	125,60	131,88	138,47	
Steuern auf EBITA	-18,34	-16,85	-19,96	-21,59	-24,42	-27,01	-29,45	-31,80	
Investitionen gesamt	-52,32	-65,74	-68,39	-28,19	-28,84	-29,29	-29,84	-30,24	
Investitionen in OAV	-24,20	-23,90	-25,50	-27,30	-27,90	-28,30	-28,80	-29,15	
Investitionen in WC	-7,12	-6,84	-1,89	-0,89	-0,94	-0,99	-1,04	-1,09	
Investitionen in Goodwill	-21,00	-35,00	-41,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	14,71	12,97	20,14	64,13	66,35	69,30	72,59	76,43	1182,78

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	922,94	989,47
Barwert expliziter FCFs	259,67	269,06
Barwert des Continuing Value	663,27	720,41
Nettoschulden (Net debt)	307,26	340,93
Wert des Eigenkapitals	615,68	648,54
Fremde Gewinnanteile	-3,50	-3,69
Wert des Aktienkapitals	612,18	644,86
Ausstehende Aktien in Mio.	159,25	159,25
Fairer Wert der Aktie in EUR	3,84	4,05

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%
51,3%	4,66	4,31	4,00	3,72	3,47
51,6%	4,68	4,34	4,03	3,75	3,49
51,8%	4,71	4,36	4,05	3,77	3,51
52,1%	4,74	4,39	4,07	3,79	3,53
52,3%	4,76	4,41	4,10	3,81	3,55

ANHANG

I.

Research unter MiFID II

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

II.

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen aus dieser Studie stammen aus Quellen, welche GBC für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt verwandt, sicherzustellen, dass die verwendeten Fakten und dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind. Trotz allem kann keine Gewähr oder Haftung für deren Richtigkeit übernommen werden – und zwar weder ausdrücklich noch stillschweigend. Darüber hinaus können alle Informationen unvollständig oder zusammengefasst sein. Weder GBC noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieses Dokuments oder seines Inhalts oder auf andere Weise in diesem Zusammenhang entstehen.

Weiter weisen wir darauf hin, dass dieses Dokument weder eine Einladung zur Zeichnung noch zum Kauf irgendeines Wertpapiers darstellt und nicht in diesem Sinne auszulegen ist. Auch darf es oder ein Teil davon nicht als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in diesem Zusammenhang als verlässliche Quelle herangezogen werden. Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem voraussichtlichen Verkaufsangebot für Wertpapiere des oder der in dieser Publikation besprochenen Unternehmen sollte ausschließlich auf der Grundlage von Informationen in Prospekten oder Angebotsschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

GBC übernimmt keine Garantie dafür, dass die angedeutete Rendite oder die genannten Kursziele erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieses Dokument beruht, können einen materiellen Einfluss auf die angestrebten Renditen haben. Das Einkommen aus Investitionen unterliegt Schwankungen. Anlageentscheidungen bedürfen stets der Beratung durch einen Anlageberater. Somit kann das vorliegende Dokument keine Beratungsfunktion übernehmen.

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

Diese Publikation darf, sofern sie im UK vertrieben wird, nur solchen Personen zugänglich gemacht werden, die im Sinne des Financial Services Act 1986 als ermächtigt oder befreit gelten, oder Personen gemäß Definition § 9 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Erlass 1988 (in geänderter Fassung), und darf an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder anderen Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis, diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen.

Die Hinweise zum Disclaimer/Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

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

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

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

§ 2 (I) Aktualisierung:

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse(n) zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. GBC AG behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings sind mit folgenden Erwartungen verbunden:

KAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\geq + 10\%$.
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt dabei $> - 10\%$ und $< + 10\%$.
VERKAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\leq - 10\%$.

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen Wertes je Aktie, welcher auf Grundlage allgemein anerkannter und weit verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse, wie etwa dem DCF-Verfahren, dem Peer-Group-Vergleich und/ oder dem Sum-of-the-Parts Verfahren, ermittelt wird, festgestellt. Dies erfolgt unter Einbezug fundamentaler Faktoren wie z.B. Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufe, etc.

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

Die historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar:

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

§ 2 (IV) Informationsbasis:

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) wurden öffentlich zugängliche Informationen über den/die Emittenten, (soweit vorhanden, die drei zuletzt veröffentlichten Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekt, Unternehmenspräsentationen etc.) verwendet, die GBC als zuverlässig einschätzt. Des Weiteren wurden zur Erstellung der vorliegenden Analyse(n) Gespräche mit dem Management des/der betreffenden Unternehmen geführt, um sich die Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR:

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des § 85 WpHG und Art. 20 MAR nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5a,7,11)

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

- (1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem analysierten Unternehmen oder analysierten Finanzinstrument oder Finanzprodukt.
- (2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3% der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- (5) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen oder Emittenten des analysierten Finanzinstruments getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Finanzanalyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Unternehmens bzw. Emittenten
- (6) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen oder Finanzinstrument getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Dritten und/oder Unternehmen und/oder Emittenten des Finanzinstruments der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Dritten und/oder Emittent
- (7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und oder eine sonstige an der Studiererstellung beteiligte Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.

(10) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen mit dem analysierten Unternehmen geschlossen.

(11) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen, wie z.B. die Gewinnung und/oder Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen bzw. die Gewinnung und/oder Erbringung von Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen (z.B. Präsentation auf Konferenzen, Roundtables, Roadshows etc.)

(12) Das analysierte Unternehmen befindet sich zum Zeitpunkt der Finanzanalyse in einem, von der GBC AG oder mit ihr verbundenen juristischen Person, betreuten oder beratenen Finanzinstrument oder Finanzprodukt (wie z.B. Zertifikat, Fonds etc.)

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese, sofern vorhanden, offenzulegen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, Kristina Heinzlbecker, Email: Heinzlbecker@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®
- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

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