

## MEXEDIA S.p.A. – Società Benefit \*5a,6a,11

**Rating: Kaufen**  
**Kursziel: € 36,00**  
**(bisher: 46,50 €)**

Aktueller Kurs: € 17,90  
01.12.23 10:46  
Euronext Wachstum Paris

### Stammdaten:

ISIN: IT0005450819  
WKN: A3C33K  
Börsenkürzel: 41R  
Bloomberg: ALMEX:FP  
Anzahl der Aktien<sup>3</sup>: 5,70  
Marktkapitalisierung<sup>3</sup>: 102,03  
EnterpriseValue<sup>3</sup>: 142,71  
in m / in EUR m

Streubesitz: 14,3%

Marktsegment:  
Euronext Wachstum (Paris)

Rechnungslegungsstandard:  
IFRS

Marketmaker:  
Portzampac, BNP Paribas

Geschäftsjahr: 31.12.

### Analysten:

Matthias Greiffenberger  
greiffenberger@gbc-ag.de

Marcel Schaffer  
schaffer@gbc-ag.de

Datum und Uhrzeit der Fertigstellung des Research Report:  
01.12.2023 (14:00)

Datum und Uhrzeit der ersten Weitergabe des Research Report:  
06.12.2023 (12:00)

Gültigkeit des Kursziels: bis  
max. 31.12.2024

\* Katalog möglicher Interessenkonflikte auf Seite 9

### Profil des Unternehmens

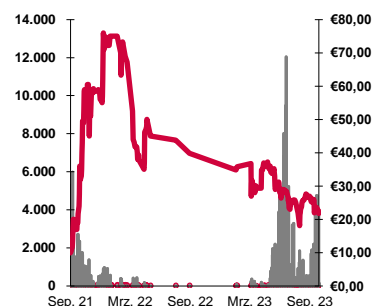
Industrie: Technologie und Telekommunikation

Schwerpunkt: TLC Business & Customer-Engagement  
Business Services

Mitarbeiter: 39 ab dem 08.05.2023

Gegründet: 2017

Hauptsitz: Rom, Italien



Mexedia ist ein Technologieunternehmen, das im Juli 2022 zur Benefit Corporation wurde. Ursprünglich auf den internationalen Verkauf von Sprach- und SMS-Terminierungsdiensten fokussiert, bietet das Unternehmen heute darüber hinaus fortschrittliche technologische Dienstleistungen durch eine Vielzahl innovativer Technologien und Tools für Kundenerlebnis, Geschäftsautomatisierung und Business Intelligence an. Dies erleichtert die Übernahme und Integration von KI-Modellen, IoT-Systemen sowie unkonventionellen Kanälen wie Virtual Reality und Augmented Reality. Das Geschäftsmodell von Mexedia stützt sich auf zwei Hauptgeschäftseinheiten von hoch synergistischer und ergänzender Natur. Diese können das Cross-Selling-Potenzial zwischen den angebotenen Dienstleistungen vervielfältigen: Die Bereitstellung von Sprach- und SMS-Terminierungsdiensten in einem konsolidierten Markt erfolgt auch über fortschrittliche und innovative technologische Tools. Gleichzeitig erfolgt die Bereitstellung von Technologiedienstleistungen der neuen Generation über verschiedene Kanäle.

G&V in Mio. EUR \ Ende GJ	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023e	31.12.2024e
Umsatz	131,80	140,90	280,00	300,00
EBITDA	7,05	8,37	13,12	18,15
EBIT	6,89	8,36	12,22	17,15
Nettoergebnis	2,96	4,43	4,35	7,68

NAV	0,52	0,78	0,76	1,35
Mitarbeiter	0,00	0,00	0,00	0,00

EV/Umsatz	1,08	1,01	0,51	0,48
EV/EBITDA	20,24	17,05	10,88	7,86
EV/EBIT	20,71	17,07	11,68	8,32
KGV	34,49	23,02	23,45	13,28
KBV		2,07		

### Finanzkalender

### \*\*letzte Research Reports von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in € / Bewertung  
11.06.2023 / KAUFEN / 46,50 EUR

\*\* Die oben aufgeführten Forschungsstudien können unter [www.gbc-ag.de](http://www.gbc-ag.de) eingesehen oder bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg, angefordert werden.

Hinweis gemäß MiFID II-Verordnung für Forschung "Geringe nicht-monetäre Vorteile": Die betreffende Forschung erfüllt die Voraussetzungen für die Einstufung als "Geringfügiger nicht monetärer Nutzen". Für weitere Informationen verweisen wir auf die Offenlegung unter "I. Forschung nach MiFID II".

## Geschäftsentwicklung 1. HJ 2023

GuV (in Mio. €)	1. HJ 2022	1. HJ 2023
Umsatz	83,68	133,36
EBITDA	4,03	4,10
EBITDA-Marge	4,8%	3,1%
EBIT	3,94	4,02
EBIT-Marge	4,7%	3,0%
Nettoergebnis	1,58	1,44
EPS in €	0,28	0,25

Quellen: MEXEDIA S.P.A. SOCIETÀ BENEFIT, GBC AG

In der ersten Hälfte des Jahres 2023 verzeichnete die Mexedia-Gruppe einen erheblichen Anstieg ihres Umsatzes, angetrieben durch die strategischen Übernahmen von Phonetime Inc. und Matchcom Telecommunications Inc., die durch ihre Tochtergesellschaft Mexedia Inc. abgeschlossen wurden. Diese Übernahmen verlagerten die Erlöse aus sprachgestützten elektronischen Terminierungsdiensten, die zuvor Mexedia Ltd zugeordnet waren, auf den florierenden US-Markt. Dieser Schritt zielte darauf ab, die Wettbewerbsposition der Gruppe zu stärken und die reibungslose Integration dieser neu erworbenen Unternehmen zu orchestrieren.

Gleichzeitig initiierte Mexedia S.p.A. SB, das Mutterunternehmen, die Einführung von SMS-elektronischen Terminierungsdiensten. Dies führte zu deutlich positiven Auswirkungen auf den Umsatz und die Marge. Infolgedessen verzeichnete die Mexedia-Gruppe in den ersten sechs Monaten des Jahres 2023 konsolidierte Umsatzerlöse von 133,36 Mio. €, was einem beachtlichen Wachstum von 59,4% im Vergleich zum entsprechenden Zeitraum im Jahr 2022 (VJ: 83,68 Mio. €) entspricht.

Das EBITDA blieb stabil und belief sich auf 4,10 Mio. €, was einem Anstieg um 1,9% gegenüber der konsolidierten Zahl für denselben Zeitraum des Vorjahres (VJ: 4,03 Mio. €) entspricht. Mexedia Ltd., die in Irland registrierte Tochtergesellschaft, trug 71% zum EBITDA bei, der verbleibende Anteil wurde der in den USA registrierten Tochtergesellschaft Mexedia Inc. zugeschrieben. Der Rückgang der EBITDA-Marge resultierte aus dem laufenden Optimierungsprozess der US-Unternehmen, der voraussichtlich bis Ende des Jahres 2023 abgeschlossen sein wird.

In der ersten Hälfte des Jahres 2023 beliefen sich die Finanzaufwendungen auf 2,36 Mio. €, verglichen mit 1,72 Mio. € im gleichen Zeitraum des Jahres 2022. Dieser Anstieg ist hauptsächlich auf mehr Working Capital und auf Fremdwährungsverlusten im Zusammenhang mit dem Mehrwährungsgeschäft der US-Tochtergesellschaft Matchcom Telecommunications Inc. zurückzuführen.

Folglich betrug das Nettogesamtergebnis für die Gruppe 1,44 Mio. €, im Vergleich zu 1,58 Mio. € im gleichen Zeitraum des Jahres 2022.

in Mio. €	31.12.2021	31.12.2022	30.06.2023
Eigenkapital	57,99	62,67	49,19
Eigenkapitalquote (in%)	68,0%	64,7%	33,9%
Betriebliches Anlagevermögen	0,08	0,22	55,66
Working Capital	13,02	24,24	26,54
Cash	5,63	2,67	2,14
Net debt	18,40	26,38	40,68

Quellen: MEXEDIA S.P.A. SOCIETÀ BENEFIT; GBC AG

Zum 30. Juni 2023 verzeichnet das Eigenkapital einen leichten Rückgang und beläuft sich nun auf 49,19 Mio. €, was einem Rückgang um 21,5% im Vergleich zu den 62,7 Mio. € am 31. Dezember 2022 entspricht. Der Rückgang des Eigenkapitals um 14,97 Mio. € ist

auf einen Konsolidierungsunterschied aus Verlustvorträgen zurückzuführen. Es ist zu betonen, dass diese Verluste genutzt werden sollten, um den Steuersatz zu senken, was letztendlich einen positiven Einfluss auf den Cashflow des Unternehmens haben sollte.

Darüber hinaus hat sich die Bilanzsumme erheblich ausgeweitet, vor allem aufgrund gesteigener Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen, die nun 50,00 Mio. € betragen im Vergleich zu den 4,10 Mio. € am 31. Dezember 2022. Dieser Anstieg resultiert direkt aus der Übernahme von Phonetime Inc. und Matchcom Telecommunications Inc. Als Konsequenz liegt die Eigenkapitalquote nun bei 33,9%, im Gegensatz zu 64,7% am 31. Dezember 2022.

## PROGNOSE UND BEWERTUNG

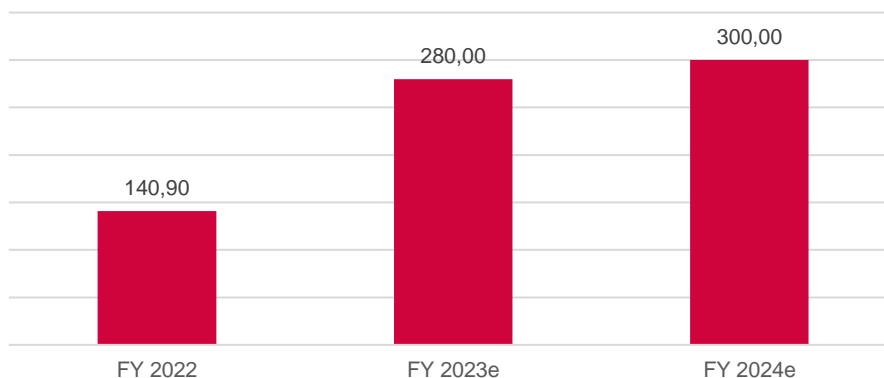
Gewinn und Verlust (in Mio. €)	GJ 2022	GJ 2023e	GJ 2024e
Umsatz	140,90	280,00	300,00
EBITDA	8,37	13,12	18,15
EBITDA-Marge	5,9%	4,7%	6,1%
EBIT	8,36	12,22	17,15
EBIT-Marge	5,9%	4,4%	5,7%
Nettoergebnis	4,43	4,35	7,68
EPS in €	0,78	0,76	1,35

Quelle: GBC AG

### Umsatzprognose

Nach Gesprächen mit dem Management auf der MKK-Konferenz in München haben wir unsere Prognose verfeinert. Unsere aktualisierten Prognosen gehen von einem Umsatz von 280 Mio. € für 2023 und 300 Mio. € für 2024 aus. Das Management setzt strategisch auf Margenverbesserung neben nachhaltigem Wachstum. Mit der Einführung neuer Funktionen will das Unternehmen den Anforderungen des Marktes gerecht werden. Darüber hinaus wird bewusst ein schrittweiser Übergang von bestehenden Umsatzströmen zu Geschäftsmöglichkeiten mit höheren Margen angestrebt.

### Entwicklung der Umsätze (in Mio. €) nach Unternehmen



Quelle: GBC AG

In der Telekommunikationsbranche resultieren die positiven Marktprognosen aus der wachsenden Nachfrage nach Kommunikationsdiensten, getrieben durch Faktoren wie Telearbeit, E-Commerce und dem Internet der Dinge. Um wettbewerbsfähig zu bleiben, investieren Telekommunikationsunternehmen intensiv in Technologien wie 5G, KI und Cloud Computing. Mexedia hat sich strategisch auf Wachstum ausgerichtet, indem es sein SMS-Geschäft auf Mexedia S.p.A. übertragen hat und ein bedeutendes Umsatzwachstum erwartet.

Die Übernahme von Matchcom Telecommunications Inc. und Phonetime Inc. in den Vereinigten Staaten wird voraussichtlich erhebliche Umsätze generieren und die Wettbewerbsfähigkeit steigern. Die Übernahme von Intermatica S.p.A. bringt zusätzliche Dienstleistungen wie Satellitenkommunikation und IoT-Fähigkeiten mit sich, die das Angebot von Mexedia bereichern und die Position auf dem europäischen Markt stärken.

Baasbox ist spezialisiert auf Mobil- und Webanwendungen sowie innovative Kommunikationslösungen. Im Juli 2023 erwarb das Unternehmen sämtliche Anteile (100%) der Baasbox Srl. Dieser Schritt folgte auf eine Zusammenarbeit, die im Jahr 2021 begann, als Baasbox als strategischer Partner identifiziert wurde. Baasbox ist Teil des Google-Cloud-

Start-up-Programms und verfügt über ein Team von mehr als 20 Entwicklern und Technologieexperten, darunter namhafte Persönlichkeiten aus dem akademischen Bereich. Diese Übernahme führte im September 2023 zur Einführung der innovativen App Mexedia ON.

Mexedia ON ist ein zentraler Bestandteil der Wachstumsstrategie von Mexedia S.p.A., die darauf abzielt, die Kundenbindung in der Telekommunikationsbranche zu verbessern. Diese Customer Experience Platform as a Service bietet eine Fülle von Funktionen, die sie zu einem wertvollen Instrument für Unternehmen machen, die ein erstklassiges Kundenerlebnis bieten wollen. Es handelt sich um eine Omnichannel-Plattform, die es Unternehmen ermöglicht, mit ihren Kunden über verschiedene Kanäle, einschließlich des Metaverse, zu interagieren und so konsistente und respektvolle Erfahrungen zu gewährleisten. Mexedia ON bietet innovative Kanäle wie Metaverse (VR&AR) und Smart Voice Assistance für immersive Kundeninteraktionen. Die Plattform stellt Kommunikationskanäle wie SMS, Voice und Satellit zur Verfügung, die über eine benutzerfreundliche Schnittstelle leicht zugänglich sind.

Der offene Mexedia ON App Store ist ein herausragendes Merkmal, das es Entwicklern ermöglicht, eine Reihe von Anwendungen zu erstellen und zu verkaufen, darunter Sentimentanalyse, Sprachbiometrie, Sprachanalyse und mehr. Es handelt sich um ein vielfältiges Ökosystem, das durch die Zusammenarbeit zwischen der technischen Abteilung von Mexedia und der Entwicklergemeinschaft bereichert wird und eine Vielzahl von CXPaaS-Lösungen für verbesserte Kundenerfahrungen bietet.

## **Ergebnisprognose**

Die präzisierte Prognose deutet auch auf eine Verbesserung der Margen hin. Wir rechnen mit einem EBITDA von 13,12 Mio. € im Jahr 2023 und 18,15 Mio. € im Jahr 2024. Dies wird durch einen verstärkten Fokus auf Mexedia ON, die Super-App-Lösung des Unternehmens, erreicht werden. Initiativen wie Cross-Selling und die Einführung neuer Funktionen sollen in den kommenden Jahren zum Ertragswachstum beitragen. Mexedia ist bestrebt, seine EBITDA-Marge durch eine umfassende Strategie zu steigern, die die Optimierung bestehender Dienstleistungen, die Verbesserung der betrieblichen Effizienz und die Einführung innovativer Lösungen umfasst.

## **Bewertung**

### ***Modellannahmen***

Wir haben die MEXEDIA S.p.A. - Società Benefit mit einem dreistufigen DCF-Modell bewertet. Ausgehend von den konkreten Schätzungen für die Jahre 2023 bis 2024 in Phase 1 erfolgt in der zweiten Phase die Prognose für die Jahre 2025 bis 2030 unter Anwendung von Werttreibern. Wir erwarten einen Umsatzanstieg von 8,0%. Wir haben eine Ziel-E-BITDA-Marge von 8,0% angenommen. Die Steuerquote haben wir in Phase 2 mit 30,0% berücksichtigt. In der dritten Phase wird ebenfalls ein Residualwert nach dem Ende des Prognosehorizonts unter Verwendung der ewigen Rente ermittelt. Im Endwert gehen wir von einer Wachstumsrate von 2,0% aus.

### ***Bestimmung der Kapitalkosten***

Der gewichtete durchschnittliche Kapitalkostensatz (WACC) der MEXEDIA S.p.A. - Società Benefit errechnet sich aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten. Zur Ermittlung der Eigenkapitalkosten müssen die marktgerechte Prämie, das unternehmensspezifische Beta und der risikolose Zinssatz bestimmt werden.

Der risikolose Zinssatz wird gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage hierfür sind die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobondzinssätze nach der Svensson-Methode.

### **Der derzeit verwendete Wert des risikofreien Zinssatzes beträgt 2,0%.**

Wir verwenden die historische Marktprämie von 5,5% als angemessene Erwartung für eine Marktprämie. Dies wird durch historische Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt. Die Marktprämie spiegelt den Prozentsatz wider, um den der Aktienmarkt voraussichtlich besser rentiert als risikoarme Staatsanleihen.

Nach der GBC-Schätzungsmethode wird derzeit ein Beta von 1,50 ermittelt.

Unter den getroffenen Annahmen errechnen sich Eigenkapitalkosten von 10,25% (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir für die Eigenkapitalkosten eine nachhaltige Gewichtung von 100% annehmen, beträgt der gewichtete durchschnittliche Kapitalkostensatz (WACC) 10,25%.

### ***Bewertungsergebnis***

Im Rahmen unseres DCF-Bewertungsmodells haben wir ein Kursziel von 36,00 € (bisher: 46,50 €) ermittelt und stufen die Aktie aufgrund des hohen Kurspotenzials mit Kaufen ein. Der Grund für das veränderte Kursziel ist die verfeinerte Prognose.

## DCF-Modell

### Mexedia S.p.A. - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	8,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	8,0%	ewige EBITA - Marge	7,7%
AFA zu operativen Anlagevermögen	1,6%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	7,0%		

#### 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)	280,00	300,00	324,00	349,92	377,91	408,15	440,80	476,06	
US Veränderung	98,7%	7,1%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	5,07	5,43	5,42	5,42	5,42	5,42	5,42	5,42	
EBITDA	13,12	18,15	25,92	27,99	30,23	32,65	35,26	38,08	
EBITDA-Marge	4,7%	6,1%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	
EBITA	12,22	17,15	25,04	27,04	29,21	31,54	34,07	36,79	
EBITA-Marge	4,4%	5,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%
Steuern auf EBITA	-3,66	-5,15	-7,51	-8,11	-8,76	-9,46	-10,22	-11,04	
zu EBITA	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	8,55	12,01	17,53	18,93	20,44	22,08	23,85	25,75	
Kapitalrendite	10,7%	17,1%	23,3%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	21,7%
Working Capital (WC)	15,00	20,00	22,68	24,49	26,45	28,57	30,86	33,32	
WC zu Umsatz	5,4%	6,7%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	
Investitionen in WC	9,55	-5,00	-2,68	-1,81	-1,96	-2,12	-2,29	-2,47	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	55,24	55,27	59,79	64,58	69,74	75,32	81,35	87,86	
AFA auf OAV	-0,90	-1,00	-0,88	-0,95	-1,03	-1,11	-1,20	-1,29	
AFA zu OAV	1,6%	1,8%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	
Investitionen in OAV	-0,92	-1,03	-5,40	-5,73	-6,19	-6,69	-7,22	-7,80	
Investiertes Kapital	70,24	75,27	82,47	89,07	96,20	103,89	112,20	121,18	
EBITDA	13,12	18,15	25,92	27,99	30,23	32,65	35,26	38,08	
Steuern auf EBITA	-3,66	-5,15	-7,51	-8,11	-8,76	-9,46	-10,22	-11,04	
Investitionen gesamt	8,63	-6,03	-8,08	-7,55	-8,15	-8,80	-9,51	-10,27	
Investitionen in OAV	-0,92	-1,03	-5,40	-5,73	-6,19	-6,69	-7,22	-7,80	
Investitionen in WC	9,55	-5,00	-2,68	-1,81	-1,96	-2,12	-2,29	-2,47	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	18,08	6,98	10,33	12,33	13,32	14,38	15,53	16,78	289,04

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	204,98	219,01
Barwert expliziter FCFs	59,00	58,07
Barwert des Continuing Value	145,98	160,95
Nettoschulden (Net debt)	14,61	13,82
Wert des Eigenkapitals	190,37	205,20
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	190,37	205,20
Ausstehende Aktien in Mio.	5,70	5,70
Fairer Wert der Aktie in EUR	33,40	<b>36,00</b>

#### Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	2,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,50
Eigenkapitalkosten	10,3%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	6,0%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	20,8%
WACC	<b>10,3%</b>

Kapitalrendite	WACC				
	8,3%	9,3%	10,3%	11,3%	12,3%
19,7%	45,13	38,25	33,13	29,19	26,09
20,7%	47,25	39,98	34,56	30,41	27,13
21,7%	49,36	41,70	<b>36,00</b>	31,62	28,17
22,7%	51,48	43,42	37,43	32,83	29,20
23,7%	53,59	45,15	38,87	34,04	30,24

## ANHANG

### I.

#### **Forschung unter MiFID II**

1. Es besteht eine Vereinbarung zwischen dem Research-Unternehmen GBC AG und der Emittentin über die unabhängige Erstellung und Veröffentlichung dieses Research-Berichts über die Emittentin. Die GBC AG wird dafür von der Emittentin vergütet.
2. Der Research-Bericht wird allen interessierten Wertpapierdienstleistern gleichzeitig zur Verfügung gestellt.

### II.

#### **§1 Disclaimer/Haftungsausschluss**

Dieses Dokument dient nur zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen in dieser Studie stammen aus Quellen, die GBC für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Autoren die größtmögliche Sorgfalt darauf verwendet, sicherzustellen, dass die verwendeten Fakten und geäußerten Meinungen angemessen und korrekt sind. Dennoch kann keine Garantie oder Haftung für deren Richtigkeit übernommen werden - weder ausdrücklich noch stillschweigend. Darüber hinaus können alle Informationen unvollständig oder zusammenfassend sein. Weder GBC noch die einzelnen Autoren übernehmen irgendeine Haftung für Schäden, die sich aus der Verwendung dieses Dokuments oder seines Inhalts oder sonst in diesem Zusammenhang ergeben.

Darüber hinaus weisen wir darauf hin, dass dieses Dokument weder eine Aufforderung zur Zeichnung noch zum Kauf von Wertpapieren darstellt und nicht in diesem Sinne ausgelegt werden sollte. Es darf weder ganz noch teilweise als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in diesem Zusammenhang als zuverlässige Quelle herangezogen werden. Jede Entscheidung im Zusammenhang mit einem möglichen Angebot zum Verkauf von Wertpapieren des oder der in dieser Publikation besprochenen Unternehmen sollte ausschließlich auf der Grundlage von Informationen getroffen werden, die in Prospekten oder Angebotsschreiben enthalten sind, die im Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

GBC garantiert nicht, dass die angegebenen Rendite- oder Kursziele erreicht werden. Änderungen der relevanten Annahmen, auf denen dieses Dokument basiert, können einen wesentlichen Einfluss auf die Renditeziele haben. Die Erträge aus Anlagen unterliegen Schwankungen. Anlageentscheidungen bedürfen immer der Beratung durch einen Anlageberater. Dieses Dokument kann daher keine Beratungsfunktion übernehmen.

#### **Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:**

Diese Veröffentlichung darf, wenn sie im Vereinigten Königreich verteilt wird, nur Personen zur Verfügung gestellt werden, die nach dem Financial Services Act 1986 zugelassen oder davon befreit sind, oder Personen, die unter Section 9(3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Order 1988 (in der jeweils geltenden Fassung) fallen, und darf weder direkt noch indirekt an andere Personen oder Personengruppen weitergegeben werden.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder anderen Ländern kann gesetzlich eingeschränkt sein, und Personen, die in den Besitz dieser Veröffentlichung gelangen, sollten sich über solche Einschränkungen informieren und diese beachten. Jede Nichteinhaltung solcher Beschränkungen kann einen Verstoß gegen die Wertpapiergesetze der Vereinigten Staaten, Kanadas oder Japans oder gegen die Gesetze anderer Rechtsordnungen darstellen.

Mit der Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeden Haftungsausschluss und die oben genannten Einschränkungen.

Die Informationen zum Haftungsausschluss finden Sie auch unter [www.gbc-ag.de](http://www.gbc-ag.de)

#### **Rechtliche Hinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 WpHG und FinAnV**

Die Hinweise sind auch im Internet unter folgender Adresse abrufbar  
<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung>

#### **§ 2 (I) Fortschreibung:**

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse(n) zu einem festen Termin ist noch nicht vorgesehen. Die GBC AG behält sich das Recht vor, die Analyse ohne vorherige Ankündigung zu aktualisieren.

#### **§ 2 (II) Empfehlung/ Bewertung/ Einstufung:**

Seit dem 1. Juli 2006 verwendet die GBC AG ein dreistufiges absolutes Aktienrating. Seit dem 1.7.200 basieren die Ratings auf einem Zeithorizont von mindestens 6 bis maximal 18 Monaten. Zuvor basierten die Ratings auf einem Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei der Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen unter Bezugnahme auf die erwartete Rendite gemäß den unten beschriebenen Ratings festgelegt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bandbreiten führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben aber Anlass zu einer Überarbeitung der ursprünglichen Empfehlung.



**Die jeweiligen Empfehlungen/Einstufungen/Bewertungen sind mit den folgenden Erwartungen verbunden:**

KAUFEN	Die erwartete Rendite, basierend auf dem ermittelten Kursziel, einschließlich Dividendenzahl innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts $\geq + 10\%$ ist.
HALTEN	Die erwartete Rendite, basierend auf dem ermittelten Kursziel, einschließlich Dividendenzahl innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts ist $> - 10\%$ und $< + 10\%$ .
VERKAUFEN	Die erwartete Rendite, basierend auf dem ermittelten Kursziel, einschließlich Dividendenzahl innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts $\leq - 10\%$ ist.

Die Kursziele der GBC AG werden auf Basis des fairen Wertes je Aktie ermittelt, der auf der Grundlage allgemein anerkannter und weit verbreiteter Methoden der Fundamentalanalyse, wie der DCF-Methode, dem Peer-Group-Vergleich und/oder der Sum-of-the-parts-Methode, bestimmt wird. Dabei werden fundamentale Faktoren wie Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen, M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufe etc. berücksichtigt.

**§ 2 (III) Historische Empfehlungen:**

Die historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse abrufbar <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 Jahres- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Meldungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekte, Unternehmenspräsentationen usw.) verwendet, die GBC für zuverlässig hält. Darüber hinaus wurden Gespräche mit dem Management des/der betreffenden Unternehmen geführt, um sich die Fakten zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

**§ 2 (V) 1. Interessenkonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 des deutschen Wertpapierhandelsgesetzes (WpHG)**

Die GBC AG und der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass die folgenden potenziellen Interessenkonflikte, für die das/die in der Analyse genannte(n) Unternehmen verantwortlich sind, zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und somit den Verpflichtungen aus § 85 WpHG und Art. 20 MAR ENTSPRECHEN. Eine genaue Erläuterung der möglichen Interessenkonflikte findet sich im Katalog der möglichen Interessenkonflikte unter § 2 (V) 2.

**In Bezug auf die in der Analyse erörterten Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht der folgende potenzielle Interessenkonflikt: (5a,6a,11)**

**§ 2 (V) 2. Katalog der möglichen Interessenkonflikte:**

- (1) Die GBC AG oder ein mit ihr verbundener Rechtsträger hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Aktien oder sonstige Finanzinstrumente in diesem analysierten Unternehmen oder analysierten Finanzinstrument oder Finanzprodukt.
- (2) Diese Gesellschaft hält mehr als 3% der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) Die GBC AG oder ein mit ihr verbundener Rechtsträger ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) Die GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war zum Zeitpunkt der öffentlichen Emission in den vorangegangenen 12 Monaten von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (5) a) Die GBC AG oder ein mit ihr verbundener Rechtsträger hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Research-Berichten gegen Bezahlung bei diesem Unternehmen oder Emittenten des analysierten Finanzinstruments getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittenten der Entwurf der Finanzanalyse (ohne den Bewertungsteil) vor der Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (5) b) Der Entwurf der Finanzanalyse wurde auf der Grundlage begründeter Hinweise des Unternehmens oder des Emittenten geändert
- (6) a) Die GBC AG oder ein mit ihr verbundener Rechtsträger hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Research-Berichten gegen Bezahlung mit einem Dritten über dieses Unternehmen oder Finanzinstrument. Unter Im Rahmen dieser Vereinbarung ist der Dritte und/oder das Unternehmen und/oder der Emittent des Finanzinstruments von Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) wird vor der Veröffentlichung zur Verfügung gestellt.

(6) b) Eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse wurde auf der Grundlage begründeter Hinweise des Dritten und/oder des Emittenten vorgenommen

7. Der verantwortliche Analytiker, der Hauptanalytiker, der stellvertretende Hauptanalytiker und/oder jede andere Person, die an der Vorbereitung der Studie beteiligt war

Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Aktien oder andere Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.

(8) Der verantwortliche Analyst dieser Gesellschaft ist ein Mitglied des lokalen Vorstands oder Aufsichtsrats.

(9) Der betreffende Analyst hat vor dem Datum der Veröffentlichung Aktien des von ihm analysierten Unternehmens erworben, bevor er öffentliche Emission erhalten oder erworben wurden.

(10) Die GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat innerhalb der letzten 12 Monate eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsdienstleistungen mit dem analysierten Unternehmen abgeschlossen.

(11) Die GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält wesentliche finanzielle Beteiligungen an dem analysierten Unternehmen,

z.B. den Erwerb und/oder die Ausübung von Mandaten bei dem analysierten Unternehmen oder den Erwerb und/oder die Bereitstellung von

Dienstleistungen für das untersuchte Unternehmen (z. B. Präsentation auf Konferenzen, Roundtables, Roadshows usw.)

(12) Zum Zeitpunkt der Finanzanalyse befindet sich das analysierte Unternehmen in einem Land, das von der GBC AG oder ihren verbundenen Unternehmen kontrolliert wird.

Rechtsperson, Finanzinstrument oder Finanzprodukt (z. B. Zertifikat, Fonds usw.), das verwaltet oder beraten wird

### **§ 2 (V) 3. Einhaltung:**

GBC verfügt über interne Regelungen, um potenzielle Interessenkonflikte zu verhindern oder offenzulegen, falls solche auftreten. Die derzeitige Compliance-Beauftragte, Karin Jaegg, E-Mail: jaegg@gbc-ag.de, ist für die Einhaltung der Vorschriften verantwortlich.

### **§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:**

Das für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) verantwortliche Unternehmen ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, die bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt) als Forschungsinstitut registriert ist.

Die GBC AG wird derzeit durch die Vorstandsmitglieder Manuel Hölzle (Vorsitzender) und Jörg Grunwald vertreten.

Die für diese Analyse zuständigen Analysten sind

**Matthias Greiffenberger, M.Sc., M.A., Finanzanalyst**

**Marcel Schaffer, B.A., Finanzanalyst**

Andere an dem Bericht beteiligte Personen:

**Manuel Hölzle, Dipl. Kaufmann, Chefanalyst**

### **§ 3 Urheberrechte**

Dieses Dokument ist durch das Urheberrecht geschützt. Es dient ausschließlich zu Ihrer Information und darf nicht vervielfältigt oder an andere Personen weitergegeben werden. Jede Verwertung dieses Dokuments außerhalb der Grenzen des Urheberrechtsgesetzes bedarf grundsätzlich der Zustimmung der GBC bzw. des jeweiligen Unternehmens, sofern eine Übertragung von Nutzungs- und Veröffentlichungsrechten erfolgt ist.

GBC AG

Halderstraße 27

D 86150 Augsburg

Telefon: 0821/24 11 33-0

Fax: 0821/24 11 33-30

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

E-Mail: [compliance@gbc-ag.de](mailto: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  
E-Mail: [office@gbc-ag.de](mailto:office@gbc-ag.de)