



Researchstudie (Anno)



- **Dynamisches Wachstum und starker Cashflow im GJ2019**
- **Positive Auswirkungen von COVID-19 auf Videospiele-Umsätze**
- **Management erfolgreich bei der Optimierung der Wertschöpfung von Spielen und digitalen Medien**

Kursziel: € 2,85

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 22

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 der englischen Version: 22.07.2020 (11:20 Uhr)

Datum (Uhrzeit) der ersten Weitergabe der englischen Version: 23.07.2020 (12:00 Uhr)

Datum (Uhrzeit) der Fertigstellung der deutschen Version: 27.07.2020 (10:40 Uhr)

Datum (Uhrzeit) der ersten Weitergabe der deutschen Version: 27.07.2020 (12:00 Uhr)

Kursziel gültig bis: max. 31.12.2021

Media and Games Invest plc ^{*5a;11}

Rating: KAUFEN
Kursziel: 2,85 €

Aktueller Kurs: 1,39 €
22.07.20 / XETRA / 11:10
Währung: EUR

Basisdaten:

ISIN: MT0000580101
WKN: A1JGT0
Ticker-Symbol: M8G
Anzahl der Aktien ³: 70,02
Marktkapitalisierung ³: 96,98
Entity Value³: 136,71
³ in Mio. / in Mio. €
Streubesitz: 50,6%.

Transparenz-Level:
Entry Standard

Marktsegment:
Skala

Rechnungslegung:
IFRS

GJ-Ende: 31.12.

Designierter Sponsor:
Hauck & Aufhäuser Privatbankiers AG

Analysten:

Dario Maugeri
maugeri@gbc-ag.de

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

* Liste möglicher Interessenkonflikte auf Seite 23

Firmenprofil

Branche: Unterhaltung, Medien

Fokus: Spiel- und Mediengruppe

Mitarbeiter: 538 Stand (2019)

Gegründet: (2000 gamigo)

Hauptquartier: Malta

Vorstände: Remco Westermann (CEO), Paul Echt (CFO)

Media and Games Invest plc (ehemals Blockscene plc) verfügt über ein profitables und wachsendes Portfolio von Unternehmen in den Bereichen Spiele und digitale Medien. Die Gruppe zielt in erster Linie darauf ab, durch Übernahmen von Unternehmen zu wachsen, sie umzustrukturieren und in eine große Plattform zu integrieren. Bisher hat diese Strategie verschiedene Synergien wie Kostensenkungen, Hebelwirkung und Größenvorteile hervorgebracht. Nach Angaben des Managements wird diese Strategie nur von wenigen Konkurrenten, insbesondere im Spielesektor, verfolgt, so dass Spielraum für Akquisitionen zu einem günstigen Preis bleibt. Im Jahr 2020 ist bereits Folgendes erreicht worden: 1) die Übernahme der nordamerikanischen mobilen Datenplattform Verve Group, 2) eine Erhöhung des Aktienanteils der gamigo AG von 53% auf 98%, 3) der Kauf des programmatischen Werbeunternehmens Platform 161 und 4) eine Minderheitsbeteiligung an ReachHero. In der aktuellen COVID-19-Pandemie haben sich Videospiele einmal mehr als krisensicher und nicht-zyklisch erwiesen. Da die Verbraucher mehr Freizeit hatten, ist die Nachfrage nach Unterhaltung und damit nach Videospiele stark gestiegen. Wie berichtet, stieg die Zahl der neuen Spieler für die Multiplayer-Online-Spiele von gamigo im März 2020 im Vergleich zu Januar/Februar auf 35 %. Im Juli 2020 ist die MGI-Aktie in das Scale-Segment (bis dahin: Basic Board) der Deutschen Börse aufgenommen worden.

GuV in Mio. €	31.12.2019	31.12.2020e	31.12.2021e	31.12.2022e
Umsatzerlöse	83,89	110,23	132,28	152,12
EBITDA	15,54	21,26	25,87	30,69
EBIT	5,00	8,40	12,77	17,49
JÜ vor Minderheiten	1,90	1,76	4,34	7,17
JÜ nach Minderheiten	-0,32	1,26	4,04	6,87

Kennzahlen in €

EPS in €	0,00	0,01*	0,04*	0,07*
Dividende pro Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

*basierend auf 92,12 Mio. Aktien

Multiples

EV/Umsatzerlöse	1,63	1,24	1,03	0,90
EV/EBITDA	8,80	6,43	5,28	4,45
EV/EBIT	27,34	16,28	10,71	7,82
KGv vor Minderheiten	51,04	55,10	22,35	13,53
KGv nach Minderheiten	-303,06	76,97	24,00	14,12
KBV	0,58			

Finanzkalender

02.10.2020: Deutsche Herbstkonferenz

** letzter Research von GBC :

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

07.05.2020: RS / 2,10 € / KAUFEN

09.03.2020: RS / 2,10 € / KAUFEN

20.02.2020: RS / 2,10 € / KAUFEN

12.02.2020: RS / 1,90 € / KAUFEN

11.11.2019: RS / 1,90 € / KAUFEN

** oben aufgeführte Researchstudien können unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

EXECUTIVE SUMMARY

- Media and Games Invest plc (ehemals Blockscience plc) hat im Geschäftsjahr 2019 ein sehr erfolgreiches Geschäftsjahr abgeschlossen und ist im ersten Quartal des Jahres 2020 hervorragend gestartet. Der Nettoumsatz stieg um 157,2% auf 83,89 Mio. € im GJ 2019, während das EBITDA um 79,8% auf 15,54 Mio. € im GJ 2019 zugenommen hat. Obwohl im Mediensegment Akquisitionskosten angefallen sind, führte die erfolgreiche Integration von Trion Worlds und WildTangent zu einem erheblichen EBITDA-Anstieg im Vergleich zum GJ 2018.
- Das Management hat in den letzten Jahren eine sehr erfolgreiche Unternehmensstrategie umgesetzt. Seit der Übernahme von adspree durch die gamigo AG im Jahr 2016 haben Herr Westermann (CEO) und Herr Echt (CFO) eine erfolgreiche Akquisitions- und Integrationsstrategie umgesetzt und die Wertschöpfungskette zwischen den beiden Segmenten optimiert. Wesentliche Verbesserungen werden bei der Nutzerakquise und den Werbeeinnahmen erwartet. Dem steht die risikoreichere Entwicklung neuer Spiele gegenüber, die MGI jedoch teilweise weiter verfolgt. Da nicht viele Wettbewerber, insbesondere im Gaming-Sektor, diese Strategie verfolgen, könnte MGI lukrative Deals abschließen, so die Aussage der Geschäftsführung. Darüber hinaus wurden in 2019 neue Technologien (z.B. Cloud-Datenbank) mit nennenswerten Kosteneinsparungen eingeführt.
- Seit März 2020 hat sich die COVID-19-Pandemie auf die Aktivitäten von MGI ausgewirkt. Obwohl auf der Medienseite ein Gleichgewicht zwischen Kunden, die ihre Budgets pausieren, und anderen, die ihre Ausgaben erhöhen, sichtbar wurde, war der Effekt für Videospiele sehr positiv. Da die Bevölkerung in vielen Teilen Europas und Nordamerikas zu Hause bleiben musste, erlebte gamigo einen starken Anstieg sowohl bei den Neuregistrierungen als auch bei den Spieleraktivitäten. Allein im März 2020 stiegen die monatlichen aktiven Nutzer im Vergleich zu Januar und Februar 2020 um 20%. Der Nettoumsatz verdoppelte sich daher im Q1/2020 auf 26,55 Mio. € (VJ: 13,33 Mio. €), während das EBITDA um 40,3% auf 5,31 Mio. € (VJ: 3,79 Mio. €) angestiegen ist.
- Die Bilanz von MGI weist die typische Struktur eines Technologieunternehmens auf. Aufgrund der bis zum Ende des GJ 2019 abgeschlossenen Übernahmen erreichten die immateriellen Vermögenswerte 233,21 Mio. € (74,6% des Gesamtvermögens), davon 147,34 Mio. € Goodwill und 72,67 Mio. € andere immaterielle Vermögenswerte. Um dieses Wachstum zu finanzieren, wurden verschiedene Anleihen sowohl auf MGI- als auch auf gamigo-Ebene begeben. Ende Dezember 2019 beliefen sich die Anleihen per Saldo auf 63,99 Mio. € für die gesamte Gruppe. Im Jahr 2020 schloss das Unternehmen die Übernahme von zwei weiteren Medienunternehmen ab, die das digitale Marketingangebot verstärken. Wir haben festgestellt, dass die Zinsdeckungsrate im Q1/20 auf 3,3 gesunken ist, verglichen mit 4,5 Ende 2019. MGI verfügt jedoch über eine starke Cash-Generierung, wie die operativen Cashflows in Q1/20 in Höhe von 5,87 Mio. € (2,48 Mio. €) zeigen.
- Die Unsicherheit im Zusammenhang mit der COVID 19-Pandemie und ihren Auswirkungen auf die Weltwirtschaft ist nach wie vor schwer vorhersehbar. Obwohl wir auch aufgrund der Volatilität des Videospiegelgeschäfts vorsichtig bleiben, sind wir dennoch grundsätzlich positiv gestimmt. Die gute Entwicklung im ersten und zweiten Quartal 2020 sowie die erwartete Verbesserung der Ertragsqualität aufgrund von Synergien und eingeleiteten Kostensenkungsmaßnahmen sind hierfür ausschlaggebend. Wir erwarten eine signifikante Umsatzwachstumsrate in Höhe von 30%, das von einer Steigerung der Rentabilität gefolgt sein sollte. Die Übernahmen

von Verve Group und Platform 161 in der ersten Hälfte des Jahres 2020 haben bereits eine solide Grundlage für anorganisches Wachstum geschaffen. Wir haben auf Basis von 92,12 Mio. Aktien ein neues Kursziel von 2,85 € (bisher: 2,10 €) ermittelt und behalten unser KAUFEN-Rating bei.

INHALTSVERZEICHNIS

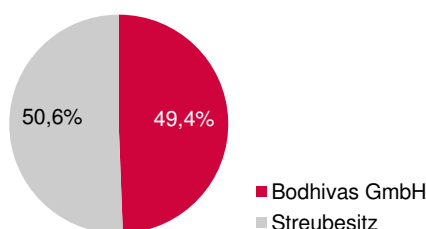
Executive Summary	2
Das Unternehmen	5
Aktionärsstruktur	5
Unternehmensstruktur 15. Juli 2020 (kurze Darstellung)	5
Markt und Marktumfeld	7
Spiele-Markt	7
Digitaler Werbemarkt	8
Historische Unternehmensentwicklung	10
Kennzahlen im Überblick	10
Geschäftsentwicklung 2019	11
Umsatzentwicklung GJ 2019	11
Ergebnisentwicklung GJ 2019	12
Vermögens- und Cash-Flow-Situation bei MGI plc	14
Prognosen und Bewertung	16
Umsatzprognosen 2020 - 2022	17
Ergebnisprognosen 2020 - 2022	17
Bewertung	20
Modell-Annahmen	20
Bestimmung der Kapitalkosten	20
Bewertungsergebnis	20
DCF-Modell	21
Anhang	22

DAS UNTERNEHMEN

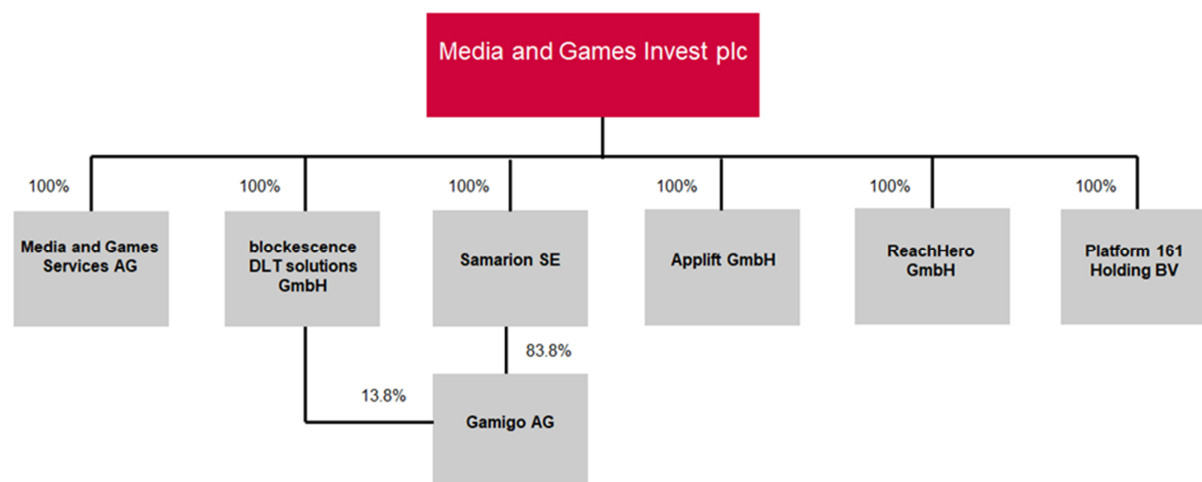
Aktionärsstruktur

Anteilseigner in %	30. Juni 2019
Bodhivas GmbH*	49,4%
Streubesitz	50,6%

Quellen: Media and Games Invest plc, GBC AG
 (*Bodhivas GmbH hält 57,87% der Stimmrechte von MGI)



Unternehmensstruktur 15. Juli 2020 (verkürzte Darstellung)



Quellen: Media and Games Invest plc, GBC AG

Im Jahr 2019 hatte MGI das Portfolio in den Segmenten Medien und Spiele erheblich verstärkt. Im April 2019 wurde WildTangent Inc. ein in den USA ansässiger Spieleverlag, übernommen. Das Mediengeschäft wurde zunächst im Mai 2019 durch die Übernahme der Influencer-Plattform ReachHero (ca. 67,4%) und später, im Juni 2019, durch den Kauf des digitalen Medienunternehmens AppLift (einschließlich PubNative) gestärkt. Auf kurzfristiger Basis konnte das Management die Wertschöpfungskette sowohl des Medien- als auch des Spielgeschäfts optimieren und gleichzeitig bedeutende Synergien erzielen. Beispiele hierfür sind Verbesserungen bei der Nutzerakquisition und bei den Einnahmen aus dem Verkauf von Videospielewerbeflächen.

Nach dem Ende des Geschäftsjahres 2019 wurden von MGI weitere Investitionen gemeldet. Im Januar 2020 wurde die Übernahme von Verve, einem Anbieter von programmatischem und marktoffenem Verkehr mit Sitz in Kalifornien, USA, angekündigt. Der Kaufpreis liegt im niedrigen zweistelligen Millionenbereich und umfasst die Technologie, das geistige Eigentum sowie die Mitarbeiter von Verve. Ein weiterer Meilenstein wurde im Februar 2020 erreicht, im Rahmen dessen die Beteiligung von gamigo von 53% auf 99% erhöht wurde. Diese Transaktionen umfassten eine Barzahlung von 16,5 Millionen Euro (10 Millionen Euro aus UniCredit-Darlehen und freier Liquidität von MGI) sowie bis zu 18,2 Millionen in MGI-Aktien.

Im Juli 2020 wurde der Kauf des programmatischen Werbeunternehmens Platform 161 angekündigt. Die neue Tochtergesellschaft ist eine führende Plattform für programmatische Werbung, die den Kauf von Werbeflächen und Werbeinventar automatisiert. Dies ist derzeit das am schnellsten wachsende Segment auf dem digitalen Werbemarkt. Mit dieser Akquisition wird ein zusätzlicher Umsatz von mindestens € 10 Mio. und ein zusätzliches EBITDA von mehr als 1 Mio. € pro Jahr erwartet. Zusammen mit dieser Ak-

quisition kündigte MGI die Erhöhung seiner Beteiligung an ReachHero von 67,4% auf 100% an.

Das Management hat kürzlich eine Neuorganisation der Segmente unter zwei spezifischen Geschäftseinheiten angekündigt. Alle Spiele-Assets werden unter gamigo zusammengefasst, während alle Mediendienste unter der Verve-Gruppe zusammengefasst werden. Durch die Konsolidierung der Plattformen, Teams und Technologien von ReachHero, PubNative, Verve und Platform 161 stärkt MGI sein Angebot im Bereich Mobile Marketing und schafft eine exklusive Werbeplattform. Darüber hinaus verbessert die Übernahme von Verve das B2B-Segment in den USA, einem Markt mit starkem Synergiepotenzial für MGI, und erhöht darüber hinaus die Expertise für Markenkampagnen, Brand-Performance-Kampagnen und Performance-First-Kampagnen. Neben der Zusammenarbeit mit vielen kleineren Unternehmen unterhält Verve auch Geschäftsbeziehungen zu verschiedenen globalen digitalen Top-Fortune-500-Marken.



Quellen: Media and Games Invest plc, GBC AG

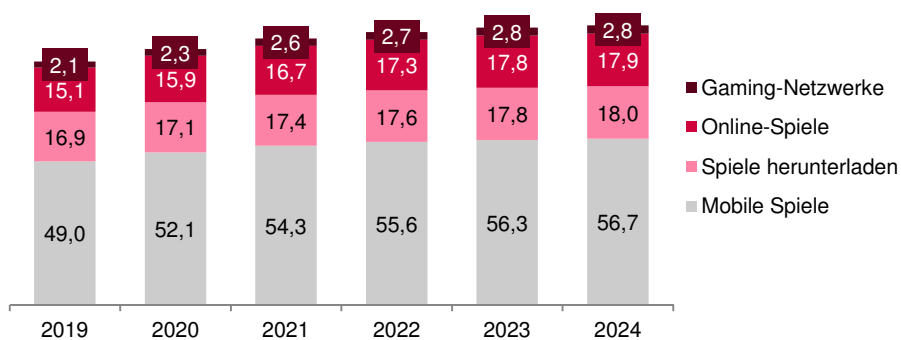
MARKT UND MARKTUMFELD

Spiele-Markt

Der globale Markt für Spiele hat sein Wachstum zu Beginn des Jahres 2020 deutlich beschleunigt. Laut Statista Digital Marketing Outlook wird prognostiziert, dass die weltweiten Einnahmen für Videospiele im Jahr 2019 83,1 Mio. USD erreichen und im Zeitraum 2019-2023 eine Wachstumsrate (CAGR) von 2,8% aufweisen werden. Der Löwenanteil entfällt auf Handyspiele (59,0% des Gesamtvolumens) gefolgt von Download-Spielen (16,9 Mio. USD) und Online-Spielen (15,1 Mio. USD). Die immer höhere Leistung von Smartphones und Tablets ermöglicht dank spezieller Grafikprozessoreinheiten fortschrittlichere Anwendungen.

COVID-19 dürfte ein bedeutender Markttreiber für das laufende Jahr sein. Die Pandemie hat dazu geführt, dass mehr als ein Drittel der Weltbevölkerung unter Isolationsmaßnahmen leidet, was die Freizeit und damit die Nachfrage nach Unterhaltung wie Spielen erhöht. Laut dem Facteus Insight Report on Consumer Spending and Transactions (ein wöchentlicher Bericht über die Auswirkungen von COVID-19 auf die US-Wirtschaft) sind die Gesamtausgaben für Videospiele ab der Woche vom 9. März 2020 stark gestiegen. Allein in der Woche vom 25. März 2020 stieg die Zahl im Vergleich zum Vorjahr um mehr als 50%. Daher könnte ein längerer Lockdown kurzfristig der Spielindustrie zugutekommen, da die Verbraucher nach ansprechenden Inhalten und virtueller Interaktion suchen. Die Rollen- und Strategiespiele von gamigo AG könnten in diesem Zusammenhang einen starken Auftrieb erhalten.

Globale Umsatzprognose für Videospiele (in Mrd. USD)

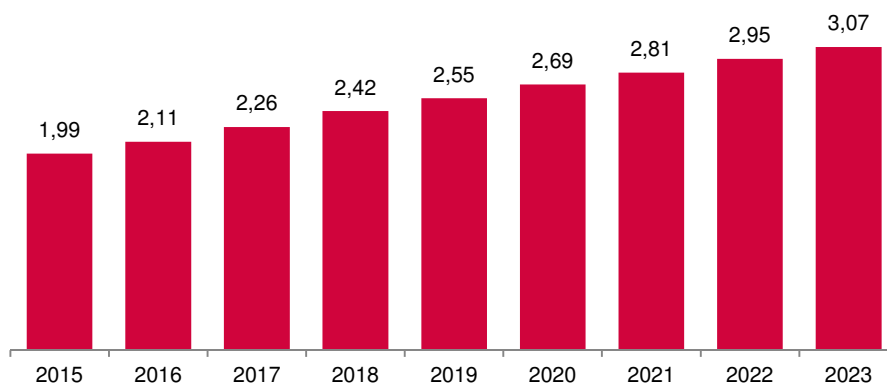


Quellen: Statista; GBC AG

Laut Newzoo steigerten die 50 größten Spielunternehmen ihre Einnahmen im Jahr 2019 um 5,3% auf 124,5 Milliarden US-Dollar. Dieses Bild zeigt, dass allein diese 50 Unternehmen 85% des gesamten globalen Spielmarktes ausmachten. Die zehn größten Unternehmen sind Tencent (CN), Sony (JP), Apple (US), Microsoft (US), Google (US), NetEase (CN), Activision Blizzard (US), EA (US), Nintendo (JP) und Bandai Namco Entertainment (JP). Abgesehen von diesen großen Unternehmen ist der Markt auch von kleineren Online-Spieleverlagen geprägt, bei denen Branding und aktives Nutzerengagement eine Schlüsselrolle spielen. gamigo's Spiele sind in dieser Marktnische, in der die Lebensdauer eines Spiels auf etwa 10 Jahre geschätzt wird, gut positioniert. Der globale Marktbericht von Newzoo hebt auch hervor, dass bis 2023 die Zahl der Spieler die Drei-Milliarden-Marke überschreiten wird, was einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate (CAGR) von +5,6% entspricht. Handyspiele dürften dieses Wachstum antreiben, die jedoch bei begrenzten Vermarktungsmöglichkeiten (Apple und Google

sind hier die wichtigsten Plattformen) ein höheres Risiko aufweisen. Aus diesen Gründen hat die gamigo AG nur wenige Spiele in diesem Segment und hält ihre Aktivitäten in der profitablen Nische der PC-Clients, Browser- und Konsolenspiele aufrecht.

Global Player-Prognose für Videospiele (in Mrd. USD)



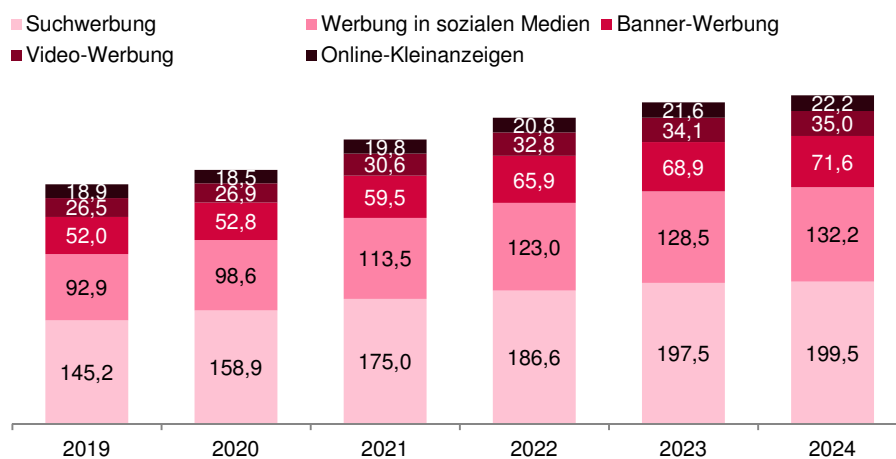
Quellen: Newzoo; GBC AG

Der größte Markt für Glücksspiele bleiben die USA mit einem Wert von 36,9 Mrd. USD im Jahr 2019. Mit den kürzlich erworbenen US-Firmen Trion und WildTangent hat die gamigo AG somit die Chance, die Präsenz in diesem wichtigen Markt auszubauen.

Digitaler Werbemarkt

Der Markt der digitalen Medien ist für Videospiele von entscheidender Bedeutung. Die Gewinnung neuer Nutzer und die Analyse ihrer Leistung erfolgt meist über digitale Werbung. Instrumente wie Influencer-Marketing, Bannerwerbung, Videowerbung oder Produktplatzierung in Spielen sind zu sehr effektiven Kanälen geworden. Laut Statista erreichte der digitale Werbemarkt im Jahr 2019 ein Volumen von 335,5 Milliarden US-Dollar und wird voraussichtlich um 6,5% (2019-2024) wachsen. Der größte Teil des Umsatzes wird durch Suchwerbung (43,3% des Gesamtwertes) repräsentiert, bei der es sich um Anzeigen handelt, die sich auf den Seiten von Suchmaschinen befinden. Einen großen Anteil nehmen auch die Werbung in sozialen Medien und Banner ein. Der größte Markt im Jahr 2019 waren die USA mit 129,9 Milliarden US-Dollar, was mehr als einem Drittel der weltweiten Ausgaben für digitale Werbung entspricht.

Globale Umsatzprognose (in Mrd. USD)



Quellen: Statista Digital Market Ausblick 2020; GBC AG

Die Vielfalt der Kanäle (d.h. Banner oder Video Social Ads) und die größere Bedeutung von Social- und Influencer-Medien werden einige der Wachstumstreiber der digitalen Medien sein. Dies steht im Gegensatz zu den klassischen Werbemedien, bei denen mit einer rückläufigen Entwicklung gerechnet wird.

HISTORISCHE UNTERNEHMENSENTWICKLUNG

Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2018	GJ 2019	GJ 2020e	GJ 2021e	GJ 2022e
Umsatzerlöse	32,62	83,89	110,23	132,28	152,12
Aktiviere Eigenleistungen	2,79	10,19	9,22	8,15	8,8
Sonstige betriebliche Erträge	6,51	4,64	3,27	1,88	2,30
Materialaufwand	-12,70	-45,80	-61,56	-74,16	-86,55
Rohertrag	29,22	52,91	61,15	68,15	76,67
Personalaufwand	-10,44	-27,36	-28,49	-29,15	-30,46
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-10,14	-10,01	-11,40	-13,12	-15,52
EBITDA	8,65	15,54	21,26	25,87	30,69
Abschreibungen	-6,32	-10,54	-12,86	-13,10	-13,20
EBIT	2,33	5,00	8,40	12,77	17,49
Finanzaufwand	-1,73	-5,84	-6,30	-7,29	-8,40
Finanzerträge	0,08	0,08	0,10	0,08	0,10
EBT	0,69	-0,76	2,20	5,56	9,19
Steuern	0,90	2,01	-0,44	-1,22	-2,02
Ergebnis aus aufgegebenem Geschäft	3,67	0,00	0,00	0,00	0,00
Minderheiten	-0,93	-1,58	-0,50	-0,30	-0,30
Jahresüberschuss	4,32	-0,32	1,26	4,04	6,87
EBITDA	8,65	15,54	21,26	25,87	30,6894
in % der Umsätze	26,5%	18,5%	19,3%	19,6%	20,2%
EBIT	2,33	5,00	8,40	12,77	17,49
in % der Umsätze	7,1%	6,0%	7,6%	9,7%	11,5%
Gewinn pro Aktie in €	0,06	0,00	0,01	0,04	0,07
Dividende pro Aktie in €	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Anzahl der Aktien	67,02	70,02	92,12	92,12	92,12

Quellen: Media and Games Invest plc; GBC AG

Geschäftsentwicklung 2019

in Mio. €	GJ 2017	GJ 2018	GJ 2019
Umsatzerlöse	0,00	32,62	83,89
EBITDA	-0,64	8,65	15,54
EBIT	-0,67	2,33	5,00
EAT vor Minderheiten	6,20	5,26	1,90
EAT nach Minderheiten	-5,74	4,32	-0,32

Quellen: Media and Games Invest plc; GBC AG

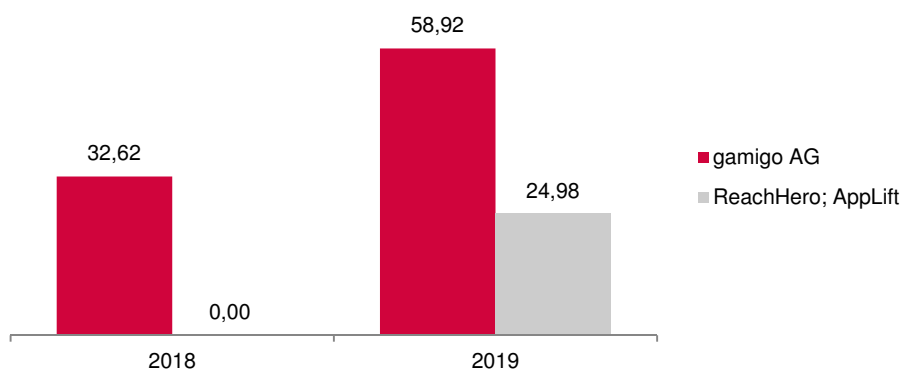
Umsatzentwicklung GJ 2019

MGI plc (früher Blockescence plc) ist eine konsolidierte Investmentgruppe, die in den synergetischen Segmenten Games und Medien tätig ist. Nach der Übernahme von Samarion SE (größter Aktionär von gamigo) im Mai 2018 hat die Gruppe ihren Unternehmensschwerpunkt vom Immobiliengeschäft auf den Spielesektor verlagert. Alle früheren Immobiliengeschäfte, die unter der Tochtergesellschaft solidare real estate holding GmbH geführt worden waren, wurden verkauft und entkonsolidiert. Die Unternehmensstrategie wurde neu definiert, indem gut etablierte Unternehmen in den oben genannten Sektoren erworben wurden. Nach dem Kauf werden die Einheiten in der Regel restrukturiert und integriert, wodurch die Wertschöpfungskette optimiert wird. Diese Strategie birgt ein relativ geringeres Risiko im Vergleich zur Einführung neuer Spiele, bei denen Schwierigkeiten bei der Marktakzeptanz und -entwicklung auftreten können.

Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2019 kletterten die Umsatzerlöse der MGI plc deutlich um 157,2% auf 83,89 Mio. € (Vorjahr: 32,62 Mio. €). Dieses starke Wachstum ist vor allem auf anorganische Effekte zurückzuführen. Zum einen wurde die wichtigste Beteiligung der MGI plc, die gamigo AG, im Jahr 2019 erstmals ganzjährig voll konsolidiert, während sie im Vorjahreszeitraum nur für acht Monate konsolidiert wurde. Parallel zur gamigo AG hat auch die MGI plc im Jahr 2019 mit der Übernahme von ReachHero (Mai 2019) und AppLift (Juni 2019) ihr Mediengeschäft deutlich ausgebaut. Im Jahr 2019 hatten die beiden Unternehmen erstmals einen Umsatzbeitrag von 24,98 Millionen Euro zum Konzernumsatz beigetragen.

Die wichtigste MGI-Beteiligung gamigo AG erzielte ein Umsatzwachstum von rund 30,0 % auf 58,92 Mio. € im Jahr 2019 (Vorjahr: 45,29 Mio. €) und setzt damit den beeindruckenden Wachstumskurs der vergangenen Geschäftsjahre fort. Diese Entwicklung basiert auch auf einer Kombination aus anorganischem und organischem Wachstum. Neben der Veröffentlichung neuer Titel wie ArcheAge Unchained oder einem großen Update des Spiels Desert Operations wurden viele weitere Titel aktualisiert, neue Versionen veröffentlicht oder Neuerscheinungen vorgenommen. Parallel dazu hat die gamigo AG im zweiten Quartal 2019 die US-Spieleplattform WildTangent übernommen.

Entwicklung der Verkaufserlöse von MGI plc (in Mio. €)



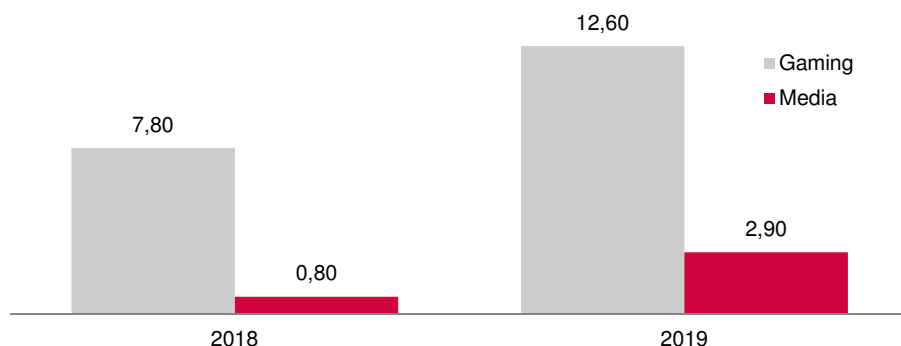
Quellen: Medien und Spiele Invest plc AG; GBC AG

Ergebnisentwicklung GJ 2019

Für eine Analyse der Ertragsentwicklung wählen wir als wesentlichen Leistungsindikator das EBITDA. Da das Unternehmen besonders im M&A-Bereich aktiv ist, geht dies in der Regel mit hohen PPA-Abschreibungen einher. Die Darstellung auf EBITDA-Ebene zeigt unserer Ansicht nach ein aussagekräftigeres Bild zur Geschäftsentwicklung der MGI plc.

Aufgrund der sehr dynamischen Umsatzentwicklung kletterte dabei auch das EBITDA deutlich auf 15,54 Mio. € (Vorjahr: 8,65 Mio. €). Die entsprechende EBITDA-Marge von 18,5 % (Vorjahr: 26,5 %) ist gegenüber dem Vorjahr zwar zurückgegangen, dies ist vor allem auf die Integrationsaufwendungen der neu erworbenen Medienunternehmen zurückzuführen. Besonders deutlich wird dies bei der Betrachtung des EBITDA auf Ebene der gamigo AG. Die Spiel- und Medientochter erzielte im Jahr 2019 ein EBITDA von 16,33 Mio. Euro (Vorjahr: 11,05 Mio. €), was einer vergleichsweise hohen EBITDA-Marge von 27,7 % entspricht. Die 2019 akquirierten Mediengeschäfte ReachHero und AppLift trugen insgesamt 1,4 Mio. € zum EBITDA bei. Die vergleichsweise hohe Profitabilität der gamigo AG ist auf Skaleneffekte im Zusammenhang mit der Umsatzsteigerung zurückzuführen. Zudem profitierte das Unternehmen von Effizienzsteigerungen, insbesondere im Zusammenhang mit den in den vergangenen Geschäftsjahren erworbenen Unternehmen.

EBITDA-Beitrag (in Mio. €), aufgeschlüsselt nach Segmenten



Quelle: Media and Games Invest plc AG; GBC AG

Das hohe Niveau der M&A-Aktivitäten geht in der Regel mit einem hohen Abschreibungsbedarf (PPA-Abschreibungen) einher. In diesem Zusammenhang meldet die MGI plc einen Anstieg der Abschreibungen auf 10,54 Millionen € (Vorjahr: 6,32 Millionen €). Basierend auf dem resultierenden EBIT von 5,00 Mio. € (Vorjahr: 2,33 Mio. €) ist der

deutliche Anstieg der Finanzaufwendungen auf 5,84 Mio. € (Vorjahr: 1,73 Mio. €) zu berücksichtigen. Diese stehen im Zusammenhang mit der deutlichen Zunahme der Anleiheverbindlichkeiten als wichtige Finanzierungskomponente für die hohe M&A-Aktivität. Zum Bilanzstichtag hatte die MGI plc Anleiheverbindlichkeiten in Höhe von 63,99 Mio. € (Vorjahr: 24,88 Mio. €). Auf Ebene der gamigo AG belief sich das ausstehende Anleihevolumen der 50,0 Mio. € Anleihe auf 48,67 Mio. €. Darüber hinaus hatte die MGI plc im Jahr 2019 eine Anleihe in Höhe von 25,0 Mio. € begeben, die zum Bilanzstichtag ein ausstehendes Volumen von rund 15,3 Mio. € aufwies.

Zum Bilanzstichtag hielt MGI plc insgesamt 53% der gamigo-Aktien, was naturgemäß mit hohen Minderheitsbeteiligungen verbunden ist. Trotz eines ausgewiesenen Steuerertrags hatten die Minderheitsanteile in Höhe von 1,58 Mio. € (Vorjahr: 0,93 Mio. €) das auf die MGI-Aktionäre entfallende Ergebnis auf -0,32 Mio. € (Vorjahr: 4,32 Mio. €) reduziert. Der Vorjahreswert war durch außerordentliche Erträge aus nicht fortgeführten Aktivitäten in Höhe von 3,67 Mio. € positiv beeinflusst. Aufgrund der Aufstockung der gamigo-Beteiligung auf 99% werden die Minderheitsanteile künftig nur noch eine untergeordnete Rolle spielen.

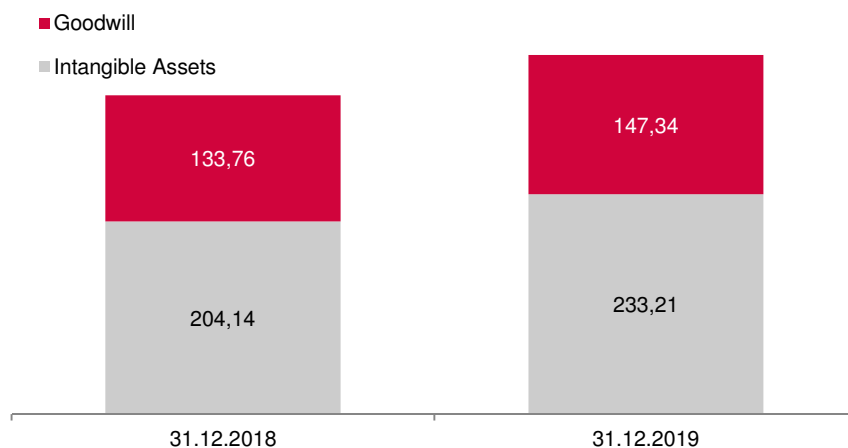
Vermögens- und Cash-Flow-Situation bei MGI plc

In Mio. €	31.12.2018	31.12.2019
Eigenkapital	158,54	168,56
davon Minderheitsanteile	91,32	70,49
Immaterielle Vermögenswerte	204,14	233,20
davon Goodwill	133,76	147,34
Liquide Mittel	4,45	32,98
Langfristige Verbindlichkeiten	53,40	89,35
davon Unternehmensanleihen	24,88	63,99

Quelle: Medien und Spiele Investplc; GBC AG

Das Bilanzbild der MGI ist sowohl vom anorganischen Wachstum als auch von ihrem Schwerpunkt auf Technologie geprägt. Auf der Aktivseite machen die immateriellen Vermögenswerte mit 233,20 Mio. € den Löwenanteil aus, wovon 147,34 Mio. € auf Goodwill (57,4% des Gesamtvermögens) und 72,67 Mio. € auf andere immaterielle Vermögenswerte entfallen. Als Folge des Unternehmenszusammenschlusses wurde der Geschäfts- oder Firmenwert in Höhe von 100,32 Mio. € der Gaming-Seite (im Wesentlichen bezogen auf die gamigo AG) und in Höhe von 47,02 Mio. € dem Mediensegment zugeordnet. Hierbei handelt es sich hauptsächlich um erworbene Vermögenswerte, einschließlich IPs aus dem Spielebereich, Kundenbeziehungen und SaaS-Plattformen. Einige Beispiele sind die Entwicklung von Online-Plattformen, Inhaltsaktualisierungen in Spieltiteln oder Vermögenswerte, die aus M&A-Deals übernommen wurden. Wichtige Positionen auf der Passivseite waren Minderheitsbeteiligungen in Höhe von 70,49 Mio. € (hauptsächlich für die Beteiligung an gamigo) und Anleihen in Höhe von 63,99 Mio. €. Im Februar 2020 hat MGI die Beteiligung an der gamigo AG von 53% auf 98% erhöht, so dass die Minderheiten und deren Auswirkungen auf die GuV künftig wegfallen.

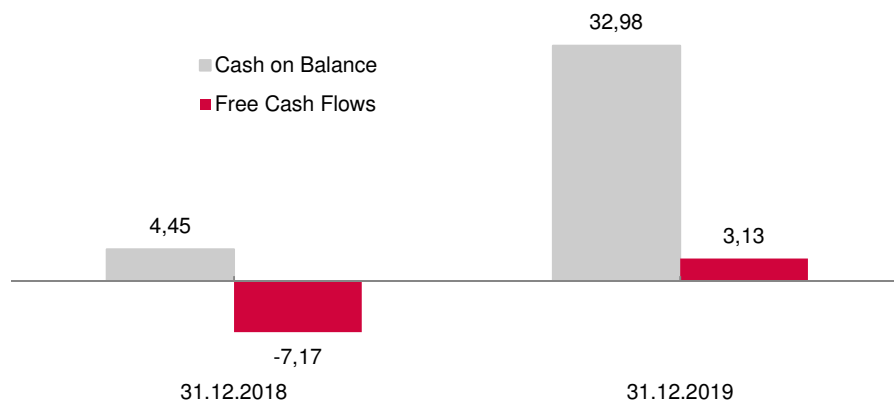
Immaterielle Vermögenswerte und Goodwill (in Millionen €)



Quellen: MGI plc; GBC AG

MGI hat die M&A-Aktivitäten teilweise über Fremdkapital aber auch durch den erwirtschafteten positiven operativen Cashflow finanziert. Ende Dezember 2019 belief sich der operative Cashflow von MGI auf 16,20 Mio. € (31. Dezember 2018: 6,94 Mio. €). Allein diese interne Mittelgenerierung war in der Lage, die Zahlungen für Investitionen in immaterielle Vermögenswerte und den Erwerb von Geschäftseinheiten im Jahr 2019 zu decken. Der entsprechende Wert des operativen Cashflows in Q1/2020 betrug 5,87 Mio. € (Q1/2019: 2,48 Mio. €) und deckte teilweise die Finanzierung der Vermögenswerte der Verve-Gruppe im Januar 2020 ab.

Freier Cash-Flow und liquide Mittel (in Mio. €)

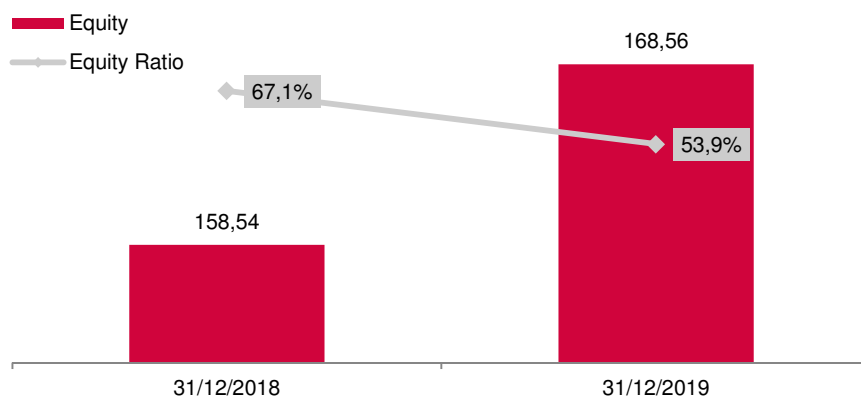


Quellen: MGI plc; GBC AG

Die verschiedenen Anleihe-Tranchen, mit denen ein 2017 ausgegebener UniCredit Term Loan teilweise refinanziert wurde, verringerten die Bankenabhängigkeit und stellten einen deutlich ausgeweiteten Liquiditätsbestand für das weitere M&A-Wachstum bereit. In 2019 wurden neue Anleihemittel in Höhe von ca. 18 Mio. € eingeworben, was unter anderem zu einem signifikanten Anstieg des Kassenbestands auf 32,98 Mio. € (31.12.18: 4,45 Mio. €) geführt hat.

Die Verbesserung des Ergebnisses nach Steuern sowie insbesondere die in 2019 durchgeführte Kapitalerhöhung führte zu einer positiven Veränderung des Eigenkapitals, das sich 2019 auf 160,56 Mio. € verbesserte (158,54 Mio. € im Jahr 2018). Aufgrund höherer Finanzverbindlichkeiten ging die Eigenkapitalquote auf 53,9% (Vorjahr: 67,1%) zurück.

Eigenkapital (in Mio. €) und Eigenkapitalquote (in Mio. €)



Quellen: MGI plc; GBC AG

PROGNOSEN UND BEWERTUNG

GuV in Mio. €	GJ 2019	GJ 2020e	GJ 2021e	GJ 2022e
Umsatzerlöse	83,89	110,23	132,28	152,12
EBITDA	15,54	21,26	25,87	30,69
EBIT	5,00	8,40	12,77	17,49
EAT vor Minderheiten	1,90	1,76	4,34	7,17
EAT nach Minderheiten	-0,32	1,26	4,04	6,87

Quellen: GBC AG

Die Unternehmensstrategie von MGI verfolgt sowohl anorganisches als auch organisches Wachstum in den synergetischen Medien- und Spielsegmenten. In der Regel ist die Entwicklung und Markteinführung neuer Spiele risikoreicher als der Erwerb und die Integration konsolidierter Spieltitel (d.h. mit konsolidierten Kunden und Verkäufen). Nach Angaben des MGI-Managements wird die Strategie, Unternehmen in Schwierigkeiten oder finanziellen Schwierigkeiten zu erwerben, nur von wenigen Konkurrenten verfolgt, wodurch in diesem Bereich ein nur geringerer Wettbewerb vorherrscht. Dies lässt Raum für den Abschluss von Übernahmen von Vermögenswerten oder ganzen Unternehmen zu einem angemessenen Preis. In beiden Segmenten verfügt das Unternehmen bereits über eine sehenswerte M&A-Bilanz.

Anorganisches Wachstum wird auch im Mediensegment aufgrund von Ähnlichkeiten mit dem Spielmarkt angestrebt. Digitale Medien sind technologiegetrieben und haben eine Wettbewerbsstruktur, die auf einigen wenigen großen Playern und vielen kleineren Unternehmen basiert. Kleinere Unternehmen haben in der Regel eine hohe Kostenstruktur, geringe Größenvorteile und Schwierigkeiten beim Datenqualitätsmanagement. Transparenz ist aufgrund von Betrug in der digitalen Werbung und der Notwendigkeit von mehr Kampagnenkontrolle und -messung ebenfalls ein wichtiges Thema. In diesem Zusammenhang hat MGI in hohem Maße in die Transparenz seiner Lösungen investiert, wie z.B. mit einem eigenen, vom IAB genehmigten CMP (consent management product).

Ein wichtiger Verdienstmotor der nächsten Jahre könnten auch Synergien aus den Bereichen Medien und Spiele aufgrund der Optimierung der Wertschöpfungskette sein. Kurz gesagt, ein großer Vorteil wird sich durch Datenanalyse, optimierte Zielgruppenansprache und mehr Werbeflächen für die Spielevermarktung ergeben, was die Nutzerakquise und die Monetarisierung von Videospiele verbessern kann. Einerseits könnte eine billigere Nutzerakquise aufgrund des Skalenvorteils beim Werbeeinkauf sowie aufgrund einer besseren Datenanalyse und durch einen geringeren Teamaufwand möglich sein. Andererseits kann eine direkte Beziehung zu den Werbetreibenden den Preis senken und die Marge pro Werbung steigern und damit die Werbeeinnahmen erhöhen.

Darüber hinaus wird MGI mit der Einführung neuer Spiele und der Aktualisierung der Titel mit innovativen Inhalten und Verbesserungen das organische Wachstum vorantreiben. Das Management geht davon aus, dass gamigo-Spiele im Rahmen des strategischen Marketings (d.h. Inhaltsaktualisierungen und Spieleinführungen) mehr als zehn Jahre lang auf der Topliste bleiben könnten.

Die COVID-19-Pandemie, die seit März 2020 die Weltwirtschaft betrifft, birgt Risiken sowohl im allgemeinen wirtschaftlichen Sinne als auch in Bezug auf die Einkommenserwartungen. Der Konsum wird jedoch durch eine expansive Geldpolitik unterstützt, die auch die Entwicklung der Finanzmärkte beeinflussen dürfte. Gegenwärtig ist nicht klar, welche Auswirkungen der COVID-19 hat, und Schätzungen sind schwierig zu erstellen. Kurzfristig hatte die Pandemiekrise im März 2020 jedoch positive Auswirkungen auf das Spielegeschäft, was zu einer höheren Zahl von Neuregistrierungen und Spieleraktivitäten führte. Dem Managementbericht zufolge stiegen die Zahl der neuen Nutzer im Ver-

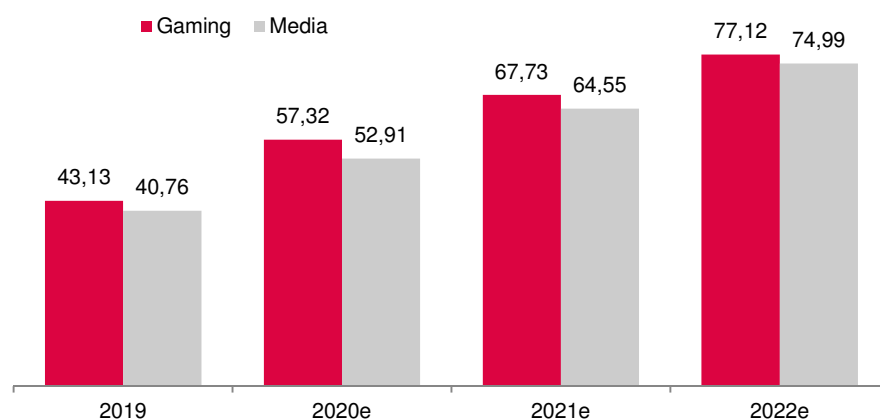
gleich zu Januar und Februar 2020 um 20%, und dieser Trend setzte sich auch im April fort. Dieses Ergebnis unterstreicht, dass das Spielegeschäft krisensicher ist. Auch die Markterwartungen für virtuelle Gegenstände und Mikro-Transaktionen sind positiv und gehen von einer unveränderten Wettbewerbssituation aus.

Umsatzprognosen 2020 - 2022

Auf der Grundlage der oben genannten Annahmen und der im ersten Quartal 2020 erzielten erfolgreichen Entwicklung (Wachstumsraten von 99,1 % bzw. 40,2 % bei Umsatz und EBITDA) erwarten wir für 2020 einen deutlichen Anstieg der MGI-Zahlen. Für das Spielesegment haben wir ein organisches Wachstum angenommen, das durch die Top-Ten-MMOG-Titel von gamigo in Europa und Nordamerika sowie durch die ganzjährige Auswirkung von WildTangent angetrieben wird. Für das Segment der digitalen Medien haben wir neben der im GJ 2019 durchgeführten Akquisition - ReachHero (Mai 2019) und AppLift (Juni 2019) - für das Jahr 2020 einen anorganischen Beitrag von rund 5,00 Millionen Euro aus der neu erworbenen Plattform 161 berechnet. Von Januar bis Juli 2020 hat MGI Verve und Plattform 161 sowie die restlichen Anteile an der gamigo AG und ReachHero erworben. Die Technologien und Dienstleistungen von Verve haben das Angebot von MGI in Nordamerika gestärkt und die Optimierung der Wertschöpfungskette in beiden MGI-Segmenten verbessert. Alle Medienaktivitäten werden unter der Marke Verve Group geführt, was sich in der Segmentberichterstattung von MGI für Medien widerspiegelt. Alle Spielaktivitäten sind unter der Marke gamigo Group gebündelt, was sich in der Segmentberichterstattung "Gaming" widerspiegelt. Somit ist aus finanzieller Sicht der Vergleich mit der gamigo AG als Stand-Alone nicht mehr möglich.

Entsprechend der im ersten Quartal 2020 verzeichneten Umsatzstruktur zwischen den beiden Segmenten gehen wir in 2020 von einer ausgeglichenen Umsatzaufteilung aus. Wir erwarten für den Gaming-Bereich Umsatzerlöse in Höhe von 57,32 Mio. € (52% des Gesamtvolumens) und 52,91 Mio. € (48%) für den Bereich digitale Medien. Daraus ergibt sich ein erwarteter Gesamtumsatz von 110,23 Mio. € was einer Wachstumsrate von 31,4 % entspricht.

Umsatzprognosen 2020e - 2022e (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

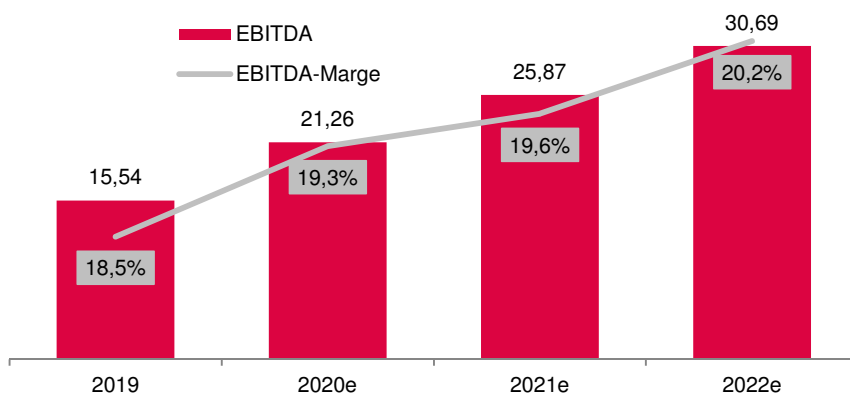
Ergebnisprognosen 2020 - 2022

Auf der Grundlage des historischen Gewinnwachstums und der Zahlen für das erste und zweite Quartal erwarten wir eine Fortsetzung der Rentabilitätssteigerung. Aufgrund der Übernahmen von ReachHero, AppLift, PubNative im Jahr 2019 und des kürzlichen Kaufs von Verve und Plattform 161 haben wir für das Mediengeschäft eine EBITDA-Marge auf

einem niedrigeren Niveau prognostiziert. Nach der vollständigen Integration werden die Margen im Mediengeschäft aufgrund von Synergien (d.h. effizientere Kundenakquise für Spiele und Größenvorteile) und Cross-Selling von digitalen Werbelösungen spürbar zunehmen. Verbesserungen auf der Kostenbasis werden von der Entwicklung neuer Technologien (Cloud Server) sowie von der Marktkonsolidierung der gamigo-Titel erwartet.

Aufgrund der hohen M&A-Aktivitäten unterstellen wir auch für die nächsten Jahre höhere Personalaufwendungen in Höhe von rund 28,49 Mio. € und 29,15 Mio. €. In unseren Prognosen sollte sich jedoch die auf den Umsatz bezogene Quote auf 25,8% im Jahr 2020 und auf 22,0% im Jahr 2021 verringern. Da der Spielbereich kontinuierliche Investitionen in das Marketing erfordert, haben wir für die nächsten zwei Jahre eine durchschnittliche Quote der allgemeinen Kosten im Verhältnis zum Umsatz von rund 10% angesetzt. Für 2020 erwarten wir ein EBITDA in Höhe von 21,26 Mio. € (EBITDA-Marge: 19,3 %) und 25,87 Mio. € im Jahr 2021 (EBITDA-Marge: 19,6 %). Weitere Verbesserungen der EBITDA-Marge durch Managementfähigkeiten bei der Restrukturierung, Integration und Schaffung von Synergien sind langfristig sehr wahrscheinlich.

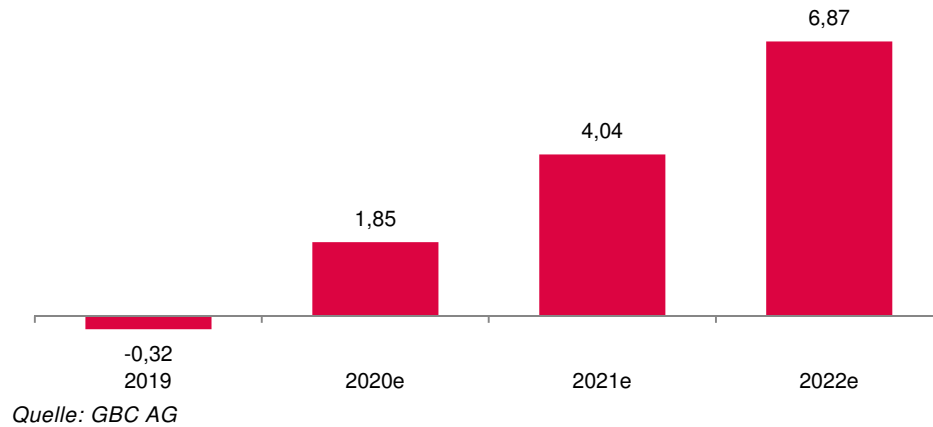
EBITDA-Prognosen 2019 - 2022e (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Für die kommenden Geschäftsjahre haben wir Finanzierungskosten in Höhe von rund 6,0 % des Umsatzes berücksichtigt. Unsere Berechnung der Finanzaufwendungen basiert in erster Linie auf der gamigo-Anleihe (Gesamtvolumen von 50 Mio. €, mit ca. 7,75 % p.a. plus EURIBOR drei Monate - Laufzeit bis Oktober 2022), der MGI-Anleihe (ausstehendes Gesamtvolumen von 20,0 Mio. € zu 7% p.a. - Laufzeit bis Oktober 2024) sowie auf den Darlehensvertrag mit der UniCredit Bank (10,0 Mio. € zu 5,5% p.a. - Laufzeit drei Jahre). Unterm Strich wurden die Minderheitsbeteiligungen durch den schrittweisen Erwerb (98 %) des Eigenkapitalanteils der gamigo AG deutlich gesenkt. Dies wird in Zukunft zu einem überproportionalen Anstieg des Jahresüberschusses führen.

Jahresüberschuss-Prognose 2020 - 2022e (in Mio. €)



Bewertung

Modell-Annahmen

Wir haben MGI plc anhand eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Ausgehend von den konkreten Schätzungen für die Jahre 2020 bis 2022 in Phase 1 wurde in der zweiten Phase der Ausblick für 2023 bis 2027 unter Verwendung von Werttreibern entwickelt. Wir erwarten Umsatzsteigerungen von 10,0%. Als EBITDA-Zielmarge haben wir 20,2% festgelegt. Wir haben den Steuersatz von 30,0% in Phase 2 einbezogen. Zusätzlich wird am Ende des Prognosehorizonts in der dritten Phase unter Verwendung der ewigen Rente ein Restwert bestimmt. Als Endwert nehmen wir eine Wachstumsrate von 2,0% an.

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewichteten durchschnittlichen Kapitalkosten (WACC) der MGI werden aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten berechnet. Zur Ermittlung der Eigenkapitalkosten müssen die Marktprämie, das unternehmensspezifische Beta sowie der risikofreie Zinssatz bestimmt werden.

Der risikolose Zinssatz wird gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. aus den aktuellen strukturierten Zinskurven für risikolose Anleihen abgeleitet. (Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V.). Grundlage hierfür ist der nach der von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Svensson-Methode berechnete Zerobondzinssatz. Um kurzfristige Marktschwankungen auszugleichen, werden die Durchschnittsrenditen der letzten drei Monate verwendet und das Ergebnis auf die nächsten 0,25 Basispunkte aufgerundet. Der derzeit verwendete Wert für den risikofreien Zinssatz beträgt 1,00 %. Für den risikofreien Zinssatz verwenden wir derzeit den Wert von 1 % als Untergrenze.

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,50 % 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.

Nach Schätzungen der GBC wird derzeit ein Beta von 1,50 ermittelt. Unter den gegebenen Prämissen werden die Eigenkapitalkosten mit 9,25 % berechnet (Beta multipliziert mit der Risikoprämie plus risikofreier Zinssatz). Da wir von einer nachhaltigen Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 80 % ausgehen, ergibt sich ein gewichteter durchschnittlicher Kapitalkostensatz (WACC) von 8,49 %.

Bewertungsergebnis

Wir haben für MGI einen fairen Wert von 262,13 Mio. EUR berechnet. Diese Zahl wird durch 92,12 Millionen Aktien geteilt, die rund 18,2 Millionen neu ausgegebene Aktien im Zusammenhang mit dem Kauf der noch ausstehenden gamigo-Aktien (von 53% auf 99%) im März 2020 und 3,9 Millionen Aktien für die Übernahme von AppLift berücksichtigen. Aufgrund des starken Umsatzwachstums in Q1/20 und der im Geschäftsjahr 2020 durchgeführten Akquisitionen ergibt sich eine deutliche Kurszielerhöhung von 2,10 EUR auf 2,85 EUR. Wir bestätigen damit das Rating KAUFEN.

DCF-Modell

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

Wertetreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	10,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	20,2%	ewige EBITA - Marge	15,6%
AFA zu operativen Anlagevermögen	13,6%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	8,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate			consistency					final End- wert
	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 14e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	
Umsatz (US)	110,23	132,28	152,12	167,33	184,06	202,47	222,72	244,99	
US Veränderung	31,4%	20,0%	15,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	1,15	1,35	1,57	1,75	1,94	2,16	2,39	2,65	
EBITDA	21,26	25,87	30,69	33,76	37,13	40,85	44,93	49,43	
EBITDA-Marge	19,3%	19,6%	20,2%	20,2%	20,2%	20,2%	20,2%	20,2%	
EBITA	8,40	12,77	17,49	20,56	24,10	27,95	32,16	36,76	
EBITA-Marge	7,6%	9,7%	11,5%	12,3%	13,1%	13,8%	14,4%	15,0%	15,6%
Steuern auf EBITA	-1,68	-2,81	-3,85	-6,17	-7,23	-8,39	-9,65	-11,03	
zu EBITA	20,0%	22,0%	22,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	6,72	9,96	13,64	14,39	16,87	19,57	22,51	25,73	
Kapitalrendite	7,1%	9,9%	12,7%	13,0%	15,5%	17,9%	20,5%	23,2%	24,3%
Working Capital (WC)	4,41	9,26	13,69	13,39	14,72	16,20	17,82	19,60	
WC zu Umsatz	4,0%	7,0%	9,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	
Investitionen in WC	-1,81	-4,85	-4,43	0,30	-1,34	-1,47	-1,62	-1,78	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	96,27	98,17	96,97	95,77	94,73	93,84	93,06	92,39	
AFA auf OAV	-12,86	-13,10	-13,20	-13,20	-13,04	-12,90	-12,77	-12,67	
AFA zu OAV	13,4%	13,3%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%	
Investitionen in OAV	-17,50	-15,00	-12,00	-12,00	-12,00	-12,00	-12,00	-12,00	
Investiertes Kapital	100,68	107,43	110,66	109,16	109,46	110,03	110,88	111,99	
EBITDA	21,26	25,87	30,69	33,76	37,13	40,85	44,93	49,43	
Steuern auf EBITA	-1,68	-2,81	-3,85	-6,17	-7,23	-8,39	-9,65	-11,03	
Investitionen gesamt	-19,31	-19,85	-16,43	-11,70	-13,34	-13,47	-13,62	-13,78	
Investitionen in OAV	-17,50	-15,00	-12,00	-12,00	-12,00	-12,00	-12,00	-12,00	
Investitionen in WC	-1,81	-4,85	-4,43	0,30	-1,34	-1,47	-1,62	-1,78	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	0,27	3,21	10,41	15,90	16,57	18,99	21,66	24,62	385,27

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	293,80	315,54
Barwert expliziter FCFs	76,04	79,29
Barwert des Continuing Value	217,76	236,25
Nettoschulden (Net debt)	45,66	49,66
Wert des Eigenkapitals	248,13	265,88
Fremde Gewinnanteile	-3,50	-3,75
Wert des Aktienkapitals	244,63	262,13
Ausstehende Aktien in Mio.	92,12	92,12
Fairer Wert der Aktie in EUR	2,66	2,85

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,50
EK-Kosten	9,3%
Zielgewichtung	80,0%
Fremdkapitalkosten	7,0%
Zielgewichtung	20,0%
Taxshield	22,0%
WACC	8,5%

Kapitalrendite	WACC				
	7,9%	8,2%	8,5%	8,8%	9,1%
23,8%	3,14	2,95	2,79	2,64	2,50
24,1%	3,17	2,98	2,82	2,66	2,53
24,3%	3,20	3,01	2,85	2,69	2,55
24,6%	3,23	3,05	2,87	2,72	2,58
24,8%	3,27	3,08	2,90	2,75	2,60

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,11)

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

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

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

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

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

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese, sofern vorhanden, offenzulegen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, Karin Jägg, Email: jaegg@gbc-ag.de

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

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

Die GBC AG wird derzeit vertreten durch Ihre Vorstände Manuel Hölzle (Vorsitz) und Jörg Grunwald.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Dario Maugeri, M.Sc., Finanzanalyst

Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), stellvertr. Chefanalyst

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

Manuel Hölzle, Dipl. Kaufmann, 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
E-Mail: office@gbc-ag.de