

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

Rating: Kaufen
Kursziel: 8,00 €
 (bisher: 6,92 €)

Aktueller Kurs: 5,56
 06.07.21 / Xetra /
 (11:23 Uhr)
 Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: MT0000580101
 WKN: A1JGTO
 Börsenkürzel: M8G
 Aktienanzahl³: 149,68
 Marketcap³: 911,98
 EnterpriseValue³: 832,22
³ in Mio. / in Mio. EUR
 Streubesitz: 57,7%

Transparenz-Level:
 Nasdaq First North Premier

Marktsegment:
 Freiverkehr
 (Open Market)

Rechnungslegung:
 IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsors:
 Hauck & Aufhäuser
 Privatbankiers AG
 Pareto Securities AB

Analysten

Marcel Goldmann
 goldmann@gbc-ag.de

Cosmin Filker
 filker@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 7

Datum (Zeitpunkt) Fertigstellung: 07.07.2021 (9:28 Uhr)

Datum (Zeitpunkt) erste Weitergabe: 07.07.2021 (10:30 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2022

Unternehmensprofil

Branche: Unterhaltung, Medien

Fokus: Videospiele (sog. MMOs) und Ad-Tech

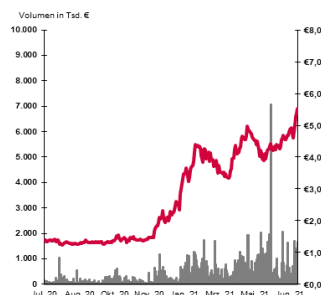
Mitarbeiter: >800

Gründung: 2011 (gamigo im Jahr 2000)

Firmensitz: Malta (voraussichtlich ab 2022 Luxemburg)

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

Media and Games Invest SE ist ein profitables und wachsendes Unternehmen in den Bereichen Spiele und digitale Medien. Neben dem zunehmenden Fokus auf organisches Wachstum bilden strategische Übernahmen von Unternehmen und deren konsequente Integration in die Gruppe einen wichtigen Eckpfeiler in der Wachstumsstrategie von MGI. 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 2021 ist bereits Folgendes erreicht worden: 1) Übernahme des namhaften US-Spieleentwicklers KingsIsle Entertainment Inc, die bisher größte Akquise mit einem zusätzlichen pro-forma EBITDA von rund 60,0% 2) Die Übernahme der nordamerikanischen connected TV Plattform LKQD, welche eine Reichweite von mehr als 200 Mio. Endkunden hat, sowie die Data-Targeting-SaaS-Plattform Beemray. In der aktuellen COVID-19-Pandemie haben sich Videospiele einmal mehr als krisensicher und nicht-zyklisch erwiesen, während der Medien Markt vor allem im zweiten Quartal 2020 unter der Pandemie gelitten hat, jedoch nach Analysteneinschätzungen 2021 wieder zu zweistelligen Wachstumswerten zurückkehren wird. Da die Verbraucher mehr Freizeit hatten, ist die Nachfrage nach Unterhaltung und damit nach Videospiele stark gestiegen. Seit dem Juli 2020 ist die MGI-Aktie im Scale-Segment (zuvor: Basic Board) der Deutschen Börse notiert und besitzt seit dem 6. Oktober 2020 ein Dual Listing an der Nasdaq First North Premier.



GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2020	31.12.2021e	31.12.2022e	31.12.2023e
Umsatzerlöse	140,22	223,15	276,29	345,64
Adj. EBITDA	29,10	62,71	80,80	105,22
EBITDA	26,55	58,71	76,60	101,02
EBIT	11,04	30,89	49,57	74,40
Nettoergebnis (nach Minderheiten)	3,06	15,98	26,05	43,49

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,03	0,11	0,17	0,29
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen

EV/Umsatz	6,50	4,09	3,30	2,64
EV/ Adj. EBITDA	31,34	14,54	11,29	8,67
EV/EBITDA	34,35	15,53	11,91	9,03
EV/EBIT	82,61	29,52	18,40	12,26
KGV (nach Minderheiten)	271,97	52,08	31,95	19,14
KBV	4,71			

Finanztermine

08.07.2021: Hauptversammlung
31.08.2021: Halbjahresbericht 2021
30.11.2021: Geschäftsbericht Q3 2021

**letztter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
15.06.2021: RS / 6,92 / KAUFEN
11.05.2021: RS / 6,92 / KAUFEN
04.05.2021: RS / 7,35 / KAUFEN
11.03.2021: RS / 5,15 / 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“

MGI erhöht aufgrund sehr starken organischen Wachstums im 1. HJ die Umsatz- und Ergebnisprognose für das laufende Geschäftsjahr; Geplante Smaato-Übernahme eröffnet zusätzliches Umsatz- und Ergebnispotenzial für das 2. HJ; Erhöhung unserer bisherigen Schätzungen und des Kursziels

Guidance-Erhöhung für das Geschäftsjahr 2021

Am 30.06.2021 hat die Media and Games Invest SE (MGI) die Erhöhung ihrer bisherigen Unternehmens-Guidance für das laufende Geschäftsjahr aufgrund des starken organischen Wachstums von mehr als 30,0% im ersten Halbjahr bekannt gegeben.

MGI rechnet für das Geschäftsjahr 2021 damit, ihr mittelfristiges Wachstumsziel eines jährlichen Umsatzwachstums in Höhe von 25,0% bis 30,0% pro Jahr zu übertreffen und strebt nun ein mehr als doppelt so hohes Wachstumstempo an als bisher erwartet. Hieraus resultiert ebenfalls ein erwarteter signifikanter Anstieg des bereinigten EBITDA für 2021, mit einem deutlich überproportionalen Zuwachs im Verhältnis zu den geplanten Umsatzerlösen.

Konkret erwartet das Unternehmen nun für das laufende Geschäftsjahr 2021 Konzernumsatzerlöse in einer Bandbreite von 220,0 Mio. € bis 240,0 € und ein bereinigtes EBITDA von 60,0 Mio. € bis 65,0 Mio. €. Mittelfristig soll ein Umsatzwachstum in Höhe von 25,0% bis 30,0% p.a. und ein EBITDA-Anstieg von 66,0% bis 72,0% p.a. erreicht werden.

Das erzielte hohe organische Wachstum und die erwartete dynamische Geschäftsentwicklung wird insbesondere durch die von MGI bereits bekannt gegebene stärkste organische Wachstumspipeline der Unternehmensgeschichte begünstigt. Im Gaming-Segment wurden verschiedene neue Spiele eingeführt, Plattformen erweitert und zusätzliche Inhalte zum Download ergänzt. gamigo hat z.B. Trove in Südkorea und Trove auf Nintendo Switch sowie die Closed Beta von Skydome veröffentlicht. Weitere Projekte hat der MGI-Konzern im Medien-Geschäftsbereich (Verve Group) erfolgreich realisiert. So hat Verve mit Teams vor Ort das operative Geschäft in Japan und Brasilien gestartet. Daneben wurden zahlreiche Partnerschaften mit Publishern und Werbetreibenden aus dem Gaming-Sektor geschlossen, während Verve mit der einzigen On-Device-Anonymisierungslösung ATOM ein vielversprechendes Produkt für die effiziente Nutzerakquisition eingeführt hat, die die klassischen „Identifier for Advertisers“ ablöst.

Hierbei ist hervorzuheben, dass die neue Unternehmens-Guidance keine weiteren M&A-Transaktionen enthält und damit auch nicht die zuletzt bekannt gegebene Akquisition der digitalen Werbeplattform Smaato.

Die am 21.06.2021 bekannt gegebene Smaato-Übernahme eröffnet jedoch signifikantes zusätzliches Umsatz- und Ergebnispotenzial (zusätzlicher Jahresumsatz zwischen 30,0 Mio. € bis 40,0 Mio. € bei einer EBIDA-Marge von ca. 30,0%) für das zweite Halbjahr 2021. Aus unserer Sicht ist die beabsichtigte Smaato-Akquisition transformativ für die konzerneigene Werbesparte der MGI (Verve Group), da sich hierdurch das Umsatzvolumen, die Rentabilität und die Reichweite (zusätzliche 1,3 Mrd. Smaato-Endnutzer auf dann über 2,0 Mrd. Endnutzer in der gesamten Werbesparte) der Medieneinheit wesentlich erhöhen würde. Neben erheblichen Synergiepotenzialen (z.B. durch Cross-Selling-Effekte zwischen den Plattformen der Medieneinheit) innerhalb der Mediensparte, würde die Akquisition auch unserer Einschätzung nach signifikante Synergiepotenziale für die Gaming-Sparte eröffnen, insbesondere im Bereich der Neukundengewinnung.

Des Weiteren hat MGI am 01.07.2021 verkündet, eine unbesicherte Kontokorrentkreditlinie in Höhe von 30,00 Mio. € mit der UniCredit Bank zu einem Zinssatz von 3,875% p.a. gezeichnet zu haben. Die unterzeichnete Kreditlinie erhöht die Flexibilität des Unternehmens im Bereich des Working Capitals sowie für weiteren M&A-bezogenen Finanzierungsbedarf. Der garantierte Zinssatz unterstreicht die kontinuierlich sinkenden Zinskosten des Unternehmens, was bereits anhand der letzten Folgeanleihe (Volumen: 150,0 Mio. €) zu einem Preis von 102,0% über pari am 18. Juni. 2020 deutlich wurde, und zugleich die hohe Kreditwürdigkeit der Gesellschaft belegt. Damit konnte sich unserer Einschätzung nach MGI weiteren finanziellen Spielraum zu günstigen Konditionen für die allgemeine Unternehmensfinanzierung sowie für opportunistische M&A-Transaktionen sichern.

Prognosen und Bewertung

	GJ 2020	GJ 2021e (neu)	GJ 2021e (alt)	GJ 2022e (neu)	GJ 2022e (alt)	GJ 2023e (neu)	GJ 2023e (alt)
Umsatzerlöse	140,22	223,15	202,30	276,29	255,10	345,64	319,39
Bereinigtes EBITDA	29,10	62,71	56,81	80,80	74,10	105,22	97,14
EBITDA	26,55	58,71	52,81	76,60	69,90	101,02	92,94
EBIT	11,04	30,89	24,99	49,57	45,37	74,40	68,73
Nettoergebnis	3,06	15,98	12,27	26,05	23,65	43,49	39,99

Quelle: Schätzungen GBC AG

In Anbetracht der bisherigen sehr überzeugenden Unternehmensperformance im laufenden Geschäftsjahr und der Erhöhung der Unternehmens-Guidance, haben auch wir unsere bisherigen Schätzungen für das aktuelle Geschäftsjahr und die Folgejahre deutlich nach oben angepasst.

Für das laufende Geschäftsjahr 2021 rechnen wir nun mit Umsatzerlösen in Höhe von 223,15 Mio. € (bisher: 202,30 Mio. €) und einem EBITDA in Höhe von 58,71 Mio. € (bisher: 52,81 Mio. €). Für das Folgejahr 2022 kalkulieren wir mit Umsatzerlösen von 276,29 Mio. € (bisher: 255,10 Mio. €) und einem EBITDA von 76,60 Mio. € (bisher: 69,90 Mio. €). Im darauffolgenden Geschäftsjahr 2023 sollte der Umsatz und das EBITDA erneut zulegen können auf 345,64 Mio. € (bisher: 319,39 Mio. €) bzw. 101,02 Mio. € (bisher: 92,94 Mio. €).

Insgesamt sind wir weiterhin davon überzeugt, dass es dem MGI-Konzern gelingt, den profitablen Wachstumskurs weiter erfolgreich fortzusetzen. Die geplante Smaato-Übernahme würde die Mediensparte deutlich stärken und die kritische Größe in beiden Geschäftsfeldern (Gaming, Medien) weiter signifikant erhöhen und zudem zusätzliches organisches Wachstum ermöglichen. Daneben ist das Unternehmen durch seinen hohen Liquiditätsbestand von aktuell rund 290,0 Mio. € (= GBCe Pro-Forma Liquidität, d.h. Barbestand inkl. Anleihezufüsse) auch gut gerüstet, um weitere Akquisitionen im Rahmen der verfolgten M&A-Strategie anzustoßen und damit das Wachstumstempo nochmals wesentlich zu erhöhen und die Marktpositionen weiter auszubauen.

Im Rahmen unseres DCF-Bewertungsmodells haben wir aufgrund unserer angehobenen Schätzungen für die Geschäftsjahre 2021, 2022 und 2023 und dem damit verbundenen höheren Bewertungsausgangsniveau für die Folgejahre, unser bisheriges Kursziel von 6,92 € je Aktie auf 8,00 € je Aktie deutlich angehoben. Kurszielerhöhend wirkte sich ebenfalls der eingetretene „Roll-Over-Effekt“ aus (Kursziel bezogen auf das nachfolgende Geschäftsjahr 2022 statt bisher 2021). In Anbetracht des aktuellen Kursniveaus vergeben wir somit weiterhin das Rating „Kaufen“ und sehen ein signifikantes Kurspotenzial.

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 2021 bis 2023 in Phase 1, erfolgt von 2024 bis 2028 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 29,2% (zuvor: 29,1%) angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 30,0% in Phase 2 einbezogen. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 2,0%

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der Media and Games Invest SE werden aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten kalkuliert. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten sind die faire Marktprämie, das gesellschaftsspezifische Beta sowie der risikolose Zinssatz zu ermitteln.

Der risikolose Zinssatz wird gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze nach der Svensson-Methode. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen werden die Durchschnittsrenditen der vorangegangenen drei Monate verwendet und das Ergebnis auf 0,25 Basispunkte gerundet. Der derzeit verwendete Wert für den risikofreien Zinssatz beträgt 0,25% (zuvor: 0,25%).

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,5% an. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt. Die Marktprämie gibt wieder, um wie viel Prozent der Aktienmarkt erwartungsgemäß besser rentiert, als die risikoarmen Staatsanleihen.

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,36.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 7,7% (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 7,1%.

Bewertungsergebnis

Der von uns ermittelte faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2022 entspricht als Kursziel 8,00 € je Aktie (zuvor: 6,92 € je Aktie). Unsere deutliche Kurszielerhöhung resultiert aus unseren angehobenen Schätzungen für die Geschäftsjahre 2021, 2022 und 2023 und dem damit verbundenen höheren Ausgangsniveau für die Folgejahre. Kurszielerhöhend wirkte sich ebenfalls der eingetretene „Roll-Over-Effekt“ aus (technische Kurszielerhöhung, d.h. Kursziel bezogen auf das nachfolgende Geschäftsjahr 2022 statt bisher 2021).

DCF-Modell

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

Wertetreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	5,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	29,2%	ewige EBITA - Marge	22,5%
AFA zu operativen Anlagevermögen	32,6%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	10,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	223,15	276,29	345,64	362,92	381,07	400,12	420,13	441,13	
US Veränderung	59,1%	23,8%	25,1%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	2,17	2,99	4,26	5,20	6,14	7,04	7,88	8,65	
EBITDA	58,71	76,60	101,02	105,97	111,27	116,84	122,68	128,81	
EBITDA-Marge	26,3%	27,7%	29,2%	29,2%	29,2%	29,2%	29,2%	29,2%	
EBITA	30,89	49,57	74,40	79,56	88,57	96,64	104,17	111,45	
EBITA-Marge	13,8%	17,9%	21,5%	21,9%	23,2%	24,2%	24,8%	25,3%	22,5%
Steuern auf EBITA	-7,72	-12,39	-18,60	-23,87	-26,57	-28,99	-31,25	-33,43	
zu EBITA	25,0%	25,0%	25,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	23,17	37,18	55,80	55,69	62,00	67,65	72,92	78,01	
Kapitalrendite	18,0%	32,3%	51,5%	50,4%	58,5%	67,6%	75,3%	81,8%	74,4%
Working Capital (WC)	12,15	15,99	29,38	36,29	38,11	40,01	42,01	44,11	
WC zu Umsatz	5,4%	5,8%	8,5%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	
Investitionen in WC	3,94	-3,84	-13,39	-6,91	-1,81	-1,91	-2,00	-2,10	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	102,80	92,27	81,15	69,74	62,04	56,84	53,34	50,98	
AFA auf OAV	-27,82	-27,03	-26,62	-26,41	-22,70	-20,19	-18,50	-17,36	
AFA zu OAV	27,1%	29,3%	32,8%	32,6%	32,6%	32,6%	32,6%	32,6%	
Investitionen in OAV	-18,00	-16,50	-15,50	-15,00	-15,00	-15,00	-15,00	-15,00	
Investiertes Kapital	114,95	108,26	110,53	106,03	100,14	96,86	95,35	95,09	
EBITDA	58,71	76,60	101,02	105,97	111,27	116,84	122,68	128,81	
Steuern auf EBITA	-7,72	-12,39	-18,60	-23,87	-26,57	-28,99	-31,25	-33,43	
Investitionen gesamt	-122,07	-20,34	-28,89	-21,91	-16,81	-16,91	-17,00	-17,10	
Investitionen in OAV	-18,00	-16,50	-15,50	-15,00	-15,00	-15,00	-15,00	-15,00	
Investitionen in WC	3,94	-3,84	-13,39	-6,91	-1,81	-1,91	-2,00	-2,10	
Investitionen in Goodwill	-108,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-71,08	43,87	53,53	60,19	67,89	70,94	74,42	78,28	1356,75

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	1177,65	1217,06
Barwert expliziter FCFs	336,67	316,61
Barwert des Continuing Value	840,97	900,44
Nettoschulden (Net debt)	44,93	15,50
Wert des Eigenkapitals	1132,71	1201,56
Fremde Gewinnanteile	-3,50	-3,71
Wert des Aktienkapitals	1129,21	1197,84
Ausstehende Aktien in Mio.	149,68	149,68
Fairer Wert der Aktie in EUR	7,54	8,00

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	0,3%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,36
Eigenkapitalkosten	7,7%
Zielgewichtung	80,0%
Fremdkapitalkosten	6,0%
Zielgewichtung	20,0%
Taxshield	25,0%
WACC	7,1%

Kapitalrendite	WACC				
	6,5%	6,8%	7,1%	7,4%	7,7%
73,9%	9,00	8,44	7,96	7,53	7,15
74,1%	9,02	8,47	7,98	7,55	7,17
74,4%	9,04	8,49	8,00	7,57	7,19
74,6%	9,07	8,51	8,02	7,59	7,21
74,9%	9,09	8,53	8,04	7,61	7,22

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 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:

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