

MGI - Media and Games Invest SE^{*5a;7;11}

Rating: Kaufen
Kursziel: 4,50 €
(bisher: 4,05 €)

Aktueller Kurs: 1,15
 01.03.24 / Xetra /
 (17:35 Uhr)
 Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: SE0018538068
 WKN: A3D3A1
 Börsenkürzel: M8G
 Aktienanzahl³: 159,25
 Marketcap³: 183,14
 EnterpriseValue³: 486,69
³ in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: 55,9%

Transparenzlevel:
 Nasdaq First North Premier

Marktsegment:
 Freiverkehr
 (Open Market)

Rechnungslegung:
 IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsors:
 Kepler Cheuvreux
 mwb fairtrade
 Wertpapierhandelsbank AG

Analysten

Marcel Goldmann
 goldmann@gbc-ag.de

Cosmin Filker
 filker@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 8

Datum (Zeitpunkt) Fertigstellung: 04.03.2024 (8:20 Uhr)

Datum (Zeitpunkt) erste Weitergabe: 04.03.2024 (10:00 Uhr)

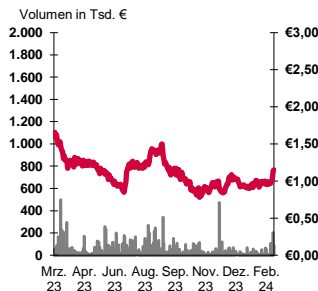
Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2024

Unternehmensprofil

Branche: Ad-Tech und Mobile-/Online Games
 Fokus: Software Application
 Mitarbeiter: >800
 Gründung: 2011
 Firmensitz: Stockholm (Schweden)

Vorstand: Remco Westermann (CEO), Paul Echt (CFO), Jens Knauber (COO), Sonja Lilienthal (CIO), Sameer Sondhi (CRO)

Media and Games Invest SE (MGI) betreibt eine schnell wachsende, profitable Werbesoftware-Plattform, die die weltweite Nachfrage von Werbetreibenden mit dem Werbeangebot von Publishern zusammenführt und mit Hilfe von First-Party-Daten aus eigenen Online-Spielen die Werbeergebnisse verbessert. MGI ist hauptsächlich in Nordamerika und Europa tätig. Durch Investitionen in organisches Wachstum und Innovation sowie gezielte Übernahmen hat MGI einen One-Stop-Shop für programmatische Werbung aufgebaut, der es Unternehmen ermöglicht, Werbefläche über alle digitalen Geräte (mobile Apps, Web, Connected TV und Digital Out of Home) zu kaufen und zu verkaufen, mit dem Ziel, Werbung besser zu machen. MGI ist als Societas Europaea in Schweden registriert (Registernummer 517100-0143) und ihre Aktien sind am Nasdaq First North Premier Growth Market in Stockholm und im Scale-Segment der Frankfurter Wertpapierbörse notiert. Das Unternehmen hat zwei besicherte Anleihen, die an der Nasdaq Stockholm und am Open Market der Frankfurter Börse notiert sind.



GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2023 ^{*1}	31.12.2024e	31.12.2025e	31.12.2026e
Umsatzerlöse	321,98	352,18	389,51	437,03
Adj. EBITDA	95,20	106,68	119,45	136,97
EBITDA	128,46 ^{*2}	100,08	113,35	130,67
Nettoergebnis (nach Minderheiten)	46,73 ^{*2}	13,97	22,03	34,01

^{*1} gemäß vorläufigen Zahlen ^{*2} positiv beeinflusst durch einen Neubewertungssondereffekt i.H.V. 62,76 Mio. €

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	0,29	0,09	0,14	0,21
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen				
EV/Umsatz	1,51	1,38	1,25	1,11
EV/ Adj. EBITDA	5,11	4,56	4,07	3,55
EV/EBITDA	3,79	4,86	4,29	3,72
KGV (nach Minderheiten)	3,92	13,11	8,31	5,38
KBV	0,52			

Finanztermine
30.04.2024: Geschäftsbericht 2023
30.05.2024: Quartalsbericht Q1 2024
13.06.2024: Hauptversammlung 2024
29.08.2024: Halbjahresbericht GJ 2024
28.11.2024: Quartalsbericht Q3 2024

**letzter Research von GBC:
Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
07.12.2023: RS / 4,05 / KAUFEN
11.09.2023: RS / 4,05 / KAUFEN
20.06.2023: RS / 5,30 / KAUFEN
08.03.2023: RS / 5,40 / KAUFEN
07.09.2022: RS / 5,75 / KAUFEN

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

Hinweis gemäß MiFID II Regulierung für Research „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“: Vorliegendes Research erfüllt die Voraussetzungen für die Einstufung als „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“. Nähere Informationen hierzu in der Offenlegung unter „I. Research unter MiFID II“

GJ 2023 mit einer soliden Umsatzentwicklung abgeschlossen; Starkes Neukundengeschäft sorgte für signifikantes organisches Wachstum; Rückkehr auf den dynamischen Wachstumskurs erwartet; Kursziel auf 4,50 € erhöht; Kaufen-Rating bestätigt

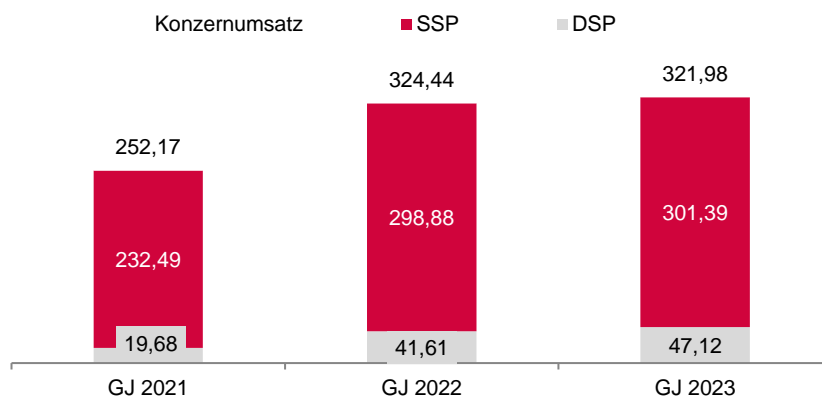
Konzernkennzahlen (in Mio. €)	GJ 2021	GJ 2022	GJ 2023*1
Umsatzerlöse	252,17	324,44	321,98
Adj. EBITDA	71,10	93,20	95,20
EBITDA	65,04	84,75	128,46*3
Nettoergebnis (nach Minderheiten)	16,06	-20,32*2	46,73*3

Quelle: Media and Games Invest SE; *1gemäß vorläufigen Zahlen; *2negativ beeinflusst durch einmalige Abschreibungseffekte i.H.v. 23,6 Mio. € *3positiv beeinflusst durch eine Neubewertung der AxesInMotion earn-out Zahlungsverbindlichkeit (Sondereffekt von 62,76 Mio. €)

Umsatz- und Ergebnisentwicklung 2023

Am 29.02.2029 hat die Media and Games Invest SE (MGI) ihre vorläufigen Geschäftszahlen für das abgelaufene Geschäftsjahr 2023 veröffentlicht. Hiernach hat die Technologiegesellschaft mit ihrer vollintegrierten Werbesoftwareplattform (sog. Ad-Tech Plattform) mit erwirtschafteten Umsatzerlösen in Höhe von 321,98 Mio. € eine solide Umsatzentwicklung im Vergleich zum Vorjahr (VJ: 324,44 Mio. €) erzielt. Der überwiegende Teil der Erlöse entfiel hierbei auf das traditionell größte Werbesegment „Supply Side Platform“ (Umsatzanteil SSP: 93,6%%) mit Umsätzen in Höhe von 301,39 Mio. € (VJ: 298,88 Mio. €).

Entwicklung der Konzern- und Segmentumsatzerlöse (in Mio. €)*



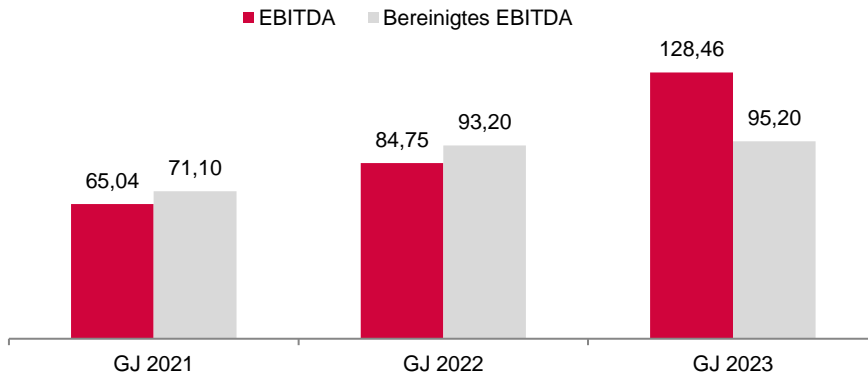
Quelle: Media and Games Invest SE; GBC AG *Segmenterlöse vor Konsolidierungseffekten

Auf vergleichbarer Basis wurde laut Unternehmensangaben sogar ein moderater Konzernumsatzanstieg um 5,0% erzielt, der im traditionell umsatzstärksten Schlussquartal eine besonders hohe Wachstumsrate von 16,0% erreichen konnte. Die erzielten Umsatzzuwächse resultierten hauptsächlich aus einem Anstieg der Softwarekundenbasis und des platzierten Werbevolumens. So konnte die Kundenanzahl auf MGI's digitaler Ad-Tech-Plattform zum Ende des vierten Quartals im Vergleich zum Vorjahresquartal dynamisch um 18,9% auf 2.276 (Kundenanzahl Ende Q4 2022: 1.915) zulegen. Parallel hierzu wurde das ausgelieferte digitale Werbevolumen zum Ende des vierten Quartals deutlich um 19,1% auf 206 Mrd. (Werbeanzeigen Ende Q4 2022: 173 Mrd.) gesteigert.

Aufgrund des signifikanten Ausbaus der Softwarekundenbasis und dem deutlich erhöhten Werbevolumen, konnte sich Gesellschaft trotz einer bisher schwierigen Marktlage (niedrige CPMs, gedämpfte Werbebudgets etc.) gut behaupten und sogar Marktanteile hinzugewinnen. Die hierdurch nochmals verbesserte Marktposition des Unternehmens im mobilen Bereich spiegelt sich auch in den laut den Branchenexperten von Pixalate ermittelten

marktführenden Positionen auf iOS und Android mit einem Marktanteil von 12,0% bzw. 12,0% wider. Entsprechend hat unserer Einschätzung nach MGI eine bessere Performance erzielt als die gesamte Werbebranche bzw. der allgemeine Werbegesamtmarkt.

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



Quelle: Media and Games Invest SE; GBC AG

In Bezug auf die Ertragslage hat MGI primär aufgrund einer eingetretenen Neubewertung der AxesInMotion earn-out Zahlungsverbindlichkeit (positiver Sondereffekt von 62,76 Mio. €) auf allen Ergebnisebenen Zuwächse erzielt. So konnte das EBITDA im Vergleich zum Vorjahr dynamisch um 51,6% auf 128,46 Mio. € (VJ: 84,75 Mio. €) ansteigen. Korrigiert um Sondereffekte (z.B. M&A- und Restrukturierungskosten oder Neubewertungen von Bilanzposten) ergab sich ein bereinigtes EBITDA (Adj. EBITDA) von 95,20 Mio. € und damit ein leichter Anstieg im Vergleich zum Vorjahresniveau (VJ: 93,20 Mio. €).

Auf Ebene der bereinigten EBITDA-Marge (Adj. EBITDA-Marge) wurde ein Anstieg auf 29,6% (VJ: 28,7%) erzielt. In diesem Rentabilitätsanstieg wurden die ersten positiven Effekte des im vergangenen Jahr 2023 aufgelegten Sparprogramms sichtbar, dass nach erfolgreicher Umsetzung jährliche Kosteneinsparungen von ca. 10,0 Mio. € erzielen soll. Der überwiegende Teil der avisierten Einspareffekte sollte unserer Einschätzung nach bereits im aktuellen Geschäftsjahr 2024 zum Tragen kommen.

In Bezug auf die Nettoperformance wurde ein Konzernergebnis (nach Minderheiten) in Höhe von 46,73 Mio. € erzielt, welches damit deutlich oberhalb des Vorjahresniveaus (VJ: -20,32 Mio. €) lag. Dieser signifikante Nettoergebniszuwachs basierte hierbei hauptsächlich auf dem zuvor dargestellten positiven Sondereffekt aus der Neubewertung einer M&A-bezogenen Zahlungsverpflichtung. Daneben hat ebenfalls eine relativ niedrige Steueraufwandsquote die positive Ergebnisentwicklung begünstigt.

Die vom MGI-Management im dritten Quartal 2023 angepasste Unternehmensguidance (Umsatz von 303 Mio. € und ein Adj. EBITDA von 93,0 Mio. €) wurde damit übertroffen. Auch unsere Umsatzschätzung (Umsatz: 303,21 Mio. €) und bereinigte EBITDA-Prognose (bereinigtes EBITDA: 93,07 Mio. €) wurde übererfüllt.

Prognosen und Bewertung

in Mio. €	GJ 2024e	GJ 2024e (alt)	GJ 2025e (neu)	GJ 2025e (alt)	GJ 2026e
Umsatz	352,18	324,74	389,51	357,66	437,03
Adj. EBITDA	106,68	102,16	119,45	114,29	136,97
EBITDA	100,08	95,56	113,35	108,49	130,67
Nettoergebnis (nach Minderh.)	13,97	6,57	22,03	14,48	34,01

Quelle: Schätzungen GBC AG

Mit der Veröffentlichung der vorläufigen Zahlen hat das MGI-Management ebenfalls einen groben Ausblick auf das aktuelle Geschäftsjahr gegeben, wobei diese Guidance im weiteren Jahresverlauf nochmals konkretisiert werden soll. So rechnet MGI, in Anbetracht eines starken vierten Quartals (organisches Wachstum Q4 2023 16,0%) und einem nochmals dynamischeren Jahresstart (organisches Wachstum Jan. 2024: 18,0%), für das aktuelle Geschäftsjahr 2024 mit einem prozentual-zweistelligen Konzernumsatzwachstum. Parallel hierzu wird ebenfalls eine Verbesserung der Ergebnisse in Aussicht gestellt.

Vor dem Hintergrund des positiven Unternehmensausblicks, der gestiegenen (organischen) Wachstumsdynamik und der erwarteten Erholung des Werbemarktes, haben wir unsere bisherigen Umsatz- und Ergebnisschätzungen nach oben angepasst. Entsprechend erwarten wir für das laufende Geschäftsjahr nun Umsatzerlöse in Höhe von 352,18 Mio. € (zuvor: 324,74 Mio. €) und ein EBITDA von 100,08 Mio. € (zuvor: 95,56 Mio. €). Für das darauffolgende Geschäftsjahr 2025 kalkulieren wir mit Umsatzerlösen in Höhe von 389,51 Mio. € (zuvor: 357,66 Mio. €) und einem EBITDA von 113,35 Mio. € (zuvor: 108,49 Mio. €). In Bezug auf das Geschäftsjahr 2026, welches wir erstmals in unsere Detail-schätzperiode aufgenommen haben, rechnen wir mit einem erneuten Umsatz- und EBITDA-Anstieg auf dann 437,03 Mio. € bzw. 130,67 Mio. €.

Insgesamt gehen wir somit davon aus, dass es MGI mit ihrer führenden Ad-Tech-Plattform gelingt, wieder auf den dynamischen Wachstumskurs zurückzukehren. Gerade die starke Positionierung des Unternehmens im In-App- und CTV-Segment sollte sich hierbei als einer der Hauptwachstumstreiber erweisen. Ergebnisseitig sollte das vom Unternehmen im vergangenen Jahr aufgelegte Sparprogramm ab dem laufenden Geschäftsjahr seine volle Wirkung entfalten und damit die künftige Ertragslage zusätzlich voranbringen können.

Im Rahmen unseres DCF-Bewertungsmodells haben wir aufgrund unserer angehobenen Umsatz- und Ergebnisschätzungen unser Kursziel auf 4,50 € (zuvor: 4,05 €) je Aktie erhöht. Einer noch stärkeren Kurszielerhöhung haben angestiegene Kapitalkosten (risikofreier Zins aktuell 2,50%, statt zuvor 2,00%) entgegengewirkt. In Anbetracht des aktuellen Kursniveaus vergeben wir weiterhin das Rating „Kaufen“ und sehen ein deutliches 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 2024 bis 2026 in Phase 1, erfolgt von 2027 bis 2031 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 5,0% (zuvor: 5,0%). Als EBITDA-Zielmarge haben wir 30,3% (zuvor: 30,3%) angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 30,0% in Phase 2 einbezogen. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 2,5% (zuvor: 2,5%).

Bestimmung der Kapitalkosten

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

Der risikolose Zinssatz wird gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze nach der Svensson-Methode. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen werden die Durchschnittsrenditen der vorangegangenen drei Monate verwendet. Der derzeit verwendete Wert für den risikofreien Zinssatz beträgt 2,50% (zuvor: 2,0%).

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

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,36 (zuvor: 1,36).

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 9,96% (zuvor: 9,46%) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 80,0% (zuvor: 80,0%) unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 8,95% (zuvor: 8,61%).

Bewertungsergebnis

Der von uns ermittelte faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2024 entspricht als Kursziel 4,50 € je Aktie (zuvor: 4,05 € je Aktie). Unsere Kurszielerhöhung resultiert primär aus unseren angehobenen Schätzungen. Entgegengesetzt wirkte hingegen der Anstieg der Kapitalkosten bedingt durch die Zunahme des risikofreien Zinses (auf 2,50%, statt zuvor 2,0%).

DCF-Modell

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

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	5,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,5%
EBITDA-Marge	30,3%	ewige EBITA - Marge	23,5%
AFA zu operativen Anlagevermögen	20,5%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	5,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	GJ 30e	GJ 31e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	352,18	389,51	437,03	458,88	481,83	505,92	531,21	557,77	
US Veränderung	9,4%	10,6%	12,2%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,5%
US zu operativen Anlagevermögen	1,64	1,88	2,20	2,45	2,70	2,94	3,18	3,41	
EBITDA	100,08	113,35	130,67	139,18	146,14	153,44	161,12	169,17	
EBITDA-Marge	28,4%	29,1%	29,9%	30,3%	30,3%	30,3%	30,3%	30,3%	
EBITA	68,97	79,93	93,72	98,45	107,73	116,84	125,88	134,94	
EBITA-Marge	19,6%	20,5%	21,4%	21,5%	22,4%	23,1%	23,7%	24,2%	23,5%
Steuern auf EBITA zu EBITA	-20,69	-23,98	-28,12	-29,54	-32,32	-35,05	-37,76	-40,48	
EBI (NOPLAT)	48,28	55,95	65,61	68,92	75,41	81,78	88,12	94,46	30,0%
Kapitalrendite	22,6%	24,9%	29,6%	31,8%	35,9%	40,4%	44,7%	48,8%	49,2%
Working Capital (WC)	9,15	13,99	17,88	22,94	24,09	25,30	26,56	27,89	
WC zu Umsatz	2,6%	3,6%	4,1%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	
Investitionen in WC	-17,71	-4,84	-3,89	-5,06	-1,15	-1,20	-1,26	-1,33	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	215,33	207,41	198,66	187,34	178,58	171,89	167,01	163,62	
AFA auf OAV	-31,11	-33,42	-36,95	-40,73	-38,40	-36,61	-35,24	-34,24	
AFA zu OAV	14,4%	16,1%	18,6%	20,5%	20,5%	20,5%	20,5%	20,5%	
Investitionen in OAV	-23,90	-25,50	-28,20	-29,40	-29,65	-29,92	-30,35	-30,85	
Investiertes Kapital	224,48	221,40	216,54	210,28	202,67	197,19	193,57	191,51	
EBITDA	100,08	113,35	130,67	139,18	146,14	153,44	161,12	169,17	
Steuern auf EBITA	-20,69	-23,98	-28,12	-29,54	-32,32	-35,05	-37,76	-40,48	
Investitionen gesamt	-76,61	-71,34	-32,09	-34,46	-30,80	-31,12	-31,61	-32,18	
Investitionen in OAV	-23,90	-25,50	-28,20	-29,40	-29,65	-29,92	-30,35	-30,85	
Investitionen in WC	-17,71	-4,84	-3,89	-5,06	-1,15	-1,20	-1,26	-1,33	
Investitionen in Goodwill	-35,00	-41,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	2,78	18,03	70,47	75,18	83,02	87,27	91,74	96,51	1387,19

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	1119,16	1201,25
Barwert expliziter FCFs	357,69	371,66
Barwert des Continuing Value	761,47	829,59
Nettoschulden (Net debt)	402,75	433,31
Wert des Eigenkapitals	716,41	767,94
Fremde Gewinnanteile	-0,19	-0,21
Wert des Aktienkapitals	716,22	767,73
Ausstehende Aktien in Mio.	159,25	159,25
Fairer Wert der Aktie in EUR	4,50	4,82

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	2,5%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,36
Eigenkapitalkosten	10,0%
Zielgewichtung	80,0%
Fremdkapitalkosten	6,5%
Zielgewichtung	20,0%
Taxshield	25,0%
WACC	8,9%

Kapitalrendite	WACC				
	8,3%	8,6%	8,9%	9,2%	9,5%
48,7%	5,14	4,77	4,45	4,15	3,88
48,9%	5,17	4,80	4,47	4,17	3,90
49,2%	5,20	4,83	4,50	4,20	3,93
49,4%	5,23	4,86	4,52	4,22	3,95
49,7%	5,25	4,88	4,55	4,25	3,97

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:

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

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<https://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:

<https://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