

Media and Games Invest plc ^{*5a;5b;7;11}

Rating: Kaufen
Kursziel: 5,15 €
(Bisher: 3,20 €)

Aktueller Kurs: 3,36
 29.01.21 / Xetra /
 (17:35 Uhr)
 Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: MT0000580101
 WKN: A1JGT0
 Börsenkürzel: M8G
 Aktienanzahl ³: 128,45
 Marketcap ³: 431,59
 EnterpriseValue³: 477,74
³ in Mio. / in Mio. EUR
 Streubesitz: 52,44%

Transparenzlevel:
 Nasdaq First North Premier

Marktsegment:
 Freiverkehr
 (Open Market)

Rechnungslegung:
 IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsors:
 Hauck & Aufhäuser Privat-
 Bankiers 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: 01.02.2021 (09:09 Uhr)

Datum (Zeitpunkt) erste Weitergabe: 01.02.2021 (10:00 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2021

Unternehmensprofil

Branche: Unterhaltung, Medien

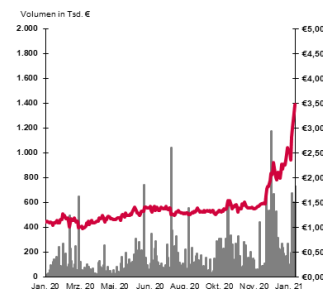
Fokus: Videospiele (sog. MMOs)

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 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 99%, 3) der Kauf des programmatischen Werbeunternehmens Plattform 161, 4) eine 100%-Beteiligung an ReachHero und 5) die vollständige Übernahme der Freenet Digital Gruppe mit mehr als 1.500 Mobile Games. 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. Im Juli 2020 ist die MGI-Aktie in das Scale-Segment (zuvor: Basic Board) der Deutschen Börse aufgenommen worden und am 6. Oktober 2020 wurde ein Dual Listing an der Nasdaq First North Premier durchgeführt, wo viele andere Midcap Spielefirmen gelistet sind.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2019	31.12.2020e	31.12.2021e	31.12.2022e
Umsatzerlöse	83,89	133,25	173,55	199,88
EBITDA	15,54	25,02	47,42	55,92
EBIT	5,00	11,52	23,72	33,02
Nettoergebnis vor Minderheiten	1,90	2,87	12,38	18,54
Nettoergebnis nach Minderheiten	-0,32	2,47	12,08	18,24

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	-0,01	0,02	0,09	0,14
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen

EV/Umsatz	5,69	3,59	2,75	2,39
EV/EBITDA	30,74	19,09	10,07	8,54
EV/EBIT	95,55	41,47	20,14	14,47
KGv (nach Minderheiten)	neg.	174,73	35,73	23,66
KBV	2,56			

Finanztermine

26.02.2021: Geschäftsbericht 2020
 31.05.2021: Geschäftsbericht Q1 2021
 30.06.2021: Konzernabschluss 2020

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

07.12.2020: RS / 3,20 / KAUFEN

08.09.2020: RS / 2,95 / KAUFEN

25.08.2020: RS / 2,85 / 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“

KingsIsle-M&A sorgt für Umsatz- und Ergebnissprung und für eine deutliche Stärkung des US-Geschäfts; Die Internationalisierung der erworbenen Spiele-IPS und die Ausweitung dieser Online-Games auf weitere Endgeräte eröffnet erhebliches Umsatzpotenzial; Erhöhung der Prognosen und des Kursziels

Am 18.01.2021 hat die Media and Games Invest plc (MGI) die Vertragsunterzeichnung des vollständigen Erwerbs des US-Spieleentwicklers KingsIsle Entertainment Inc. (KingsIsle) bekannt gegeben. KingsIsle, mit Sitz in Austin, Texas (USA), ist ein führender Spieleentwickler und Publisher. Die komplett im Besitz von KingsIsle befindlichen MMO-Games Wizard101 und Pirate101 (inkl. mobile IP-Rechte) gehen in das Gaming-Portfolio der MGI über. Beide Online-Games verfügen über treue Communities und damit auch über sehr nachhaltige Umsätze und erwirtschaften bisher den überwiegenden Teil der Umsätze auf dem US-Markt.

Die Umsatzprognose für das Geschäftsjahr 2021 für die übernommene KingsIsle umfasst einen zu erwartenden Umsatz von 32,0 Mio. USD und ein zu erwartendes bereinigtes EBITDA von 21,0 Mio. USD mit einer erwarteten EBITDA-Marge von 68,0%.

MGI hat sich mit den KingsIsle-Eigentümern auf einen festen Kaufpreis in Höhe von 126,0 Mio. USD und eine erfolgsabhängige Kaufpreiskomponente (Earn Out) von bis zu 84,0 Mio. USD geeinigt. Zur Finanzierung der Übernahme hat Oaktree Capital, die über eine hohe Expertise im Medien- und Gaming-Bereich verfügt, eine Kapitalerhöhung über 25,0 Mio. EUR zugesagt, wodurch diese Gesellschaft künftig mit ca. 9,0% an der MGI-Gruppe beteiligt sein wird. MGI gewinnt hierdurch unserer Ansicht nach nicht nur einen neuen Aktionär, sondern auch einen strategischen Partner, der den weiteren Wachstumskurs des Konzerns auf der „Finanzierungsseite“ maßgeblich unterstützen sollte.

Laut Unternehmensangabe wird unter Berücksichtigung der Earn-Out-Komponente der EV/EBITDA-Multiplikator aus der Übernahme - abhängig vom Wachstum der KingsIsle im Jahr 2021 – in einer Bandbreite von 5,8x – 7,3x liegen. Diese Bewertung basiert auf höheren Umsätzen, die auch ein höheres EBITDA generieren, und beinhaltet ein zusätzliches EBITDA, das sich aus einer höheren Umsatzbasis ergeben kann, falls ein Earn-Out fällig wird. Vor dem Hintergrund der möglichen anfallenden bzw. zu zahlenden Multiplikatoren, stufen wir den Kaufpreis als günstig ein.

Für uns stellt die KingsIsle-Akquisition einen sehr guten strategischen Schritt dar, um das Wachstumstempo in der Gaming-Sparte des Konzerns nochmals deutlich zu erhöhen und zugleich wesentliche Synergiepotenziale innerhalb der MGI-Gruppe (z.B. Nutzung der großen Spielerbasis in Nordamerika & EU oder Zugriff auf besonders effizientes Inhouse-Marketing) zu heben. Zudem wird hierdurch auch die Marktposition des Gaming-Segments in den USA wesentlich gestärkt.

Durch die Übernahme erwirbt das Unternehmen mit Wizard101 und Pirate101 zwei starke Online-Games, die bisher überwiegend in USA Umsatzerlöse erwirtschaftet haben. Wir sind davon überzeugt, dass es MGI gelingt, vor allem durch die verstärkte Internationalisierung des erworbenen KingsIsle-Spieleportfolios deutlich zu wachsen. Hierbei sollte sich für die Gesellschaft insbesondere die starke Marktposition in Europa mit einer großen Spielerbasis (Cross-Selling) auszahlen, die erhebliches zusätzliches Geschäftspotenzial eröffnet. Darüber hinaus sollte KingsIsle ebenfalls von der Zusammenarbeit mit den Medienfirmen des MGI-Konzerns bezüglich einer gezielten und effizienten Werbung profitieren können. Darüber hinaus bietet eine Ausweitung des Spieleportfolios

auf weitere Endgeräte wie z.B. Konsolen oder auch Smartphones zusätzliche Wachstumschancen, insbesondere in Asien.

In Anbetracht der sehr bedeutenden KingsIsle-Übernahme und den damit verbundenen erwarteten positiven Effekte (inkl. Synergieeffekten), haben wir unsere bisherige Umsatz- und Ergebnisprognose für das Geschäftsjahr 2021 und 2022 nach oben angepasst. Daneben hat der verstärkte Ausbaus des Mobile-Gaming-Geschäfts (z.B. kürzlich vermeldete Lizenzierung der Tripe-A-Spiele „Golf Champions“ und „Heroes of Twilight“) und die Forcierung des Asien-Geschäfts durch die Zusammenarbeit mit lokalen Publishern (z.B. im Falle des kürzlich in Südkorea im Closed Beta gelaunchten Trove) ebenfalls zur positiven Prognoseanpassung beigetragen.

Wir rechnen nun für das aktuelle Geschäftsjahr mit Umsatzerlösen in Höhe von 173,55 Mio. € (zuvor: 145,62 Mio. €) und mit einem EBITDA von 47,42 Mio. € (zuvor: 28,88 Mio. €). Für das Folgejahr 2022 gehen wir von Umsatzerlösen von 199,88 Mio. € (zuvor: 163,05 Mio. €) und einem EBITDA von 55,92 Mio. € (zuvor: 33,90 Mio. €) aus.

GuV in Mio. € \ GJ.-Ende	GJ 2020e	GJ 2021e (neu)	GJ 2021e (alt)	GJ 2022e (neu)	GJ 2022e (alt)
Umsatz	133,25	173,55	145,62	199,88	163,05
EBITDA	25,02	47,42	28,88	55,92	33,90
EBIT	11,52	23,72	14,78	33,02	19,20
Nettoergebnis (nach Minderheiten)	2,47	12,08	5,61	18,24	8,20

Quelle: Schätzungen GBC AG

Im Rahmen unseres DCF-Bewertungsmodells haben wir ein neues Kursziel in Höhe von 5,15 € (bisher: 3,20 €) ermittelt. Neben den deutlich angehobenen Prognosen hat eine Reduktion des WACC auf 7,11% (zuvor: 7,71%) einen kurszielsteigernden Effekt. Diese Reduktion steht im Zusammenhang mit der allgemeinen Senkung des risikofreien Zinssatzes in unseren Bewertungsmodellen seit dem 01.01.2021 auf die neue Untergrenze von 0,25% (zuvor: 1,00%). Einer noch stärkeren Kurszielsteigerung steht der Verwässerungseffekt durch die vollzogene Kapitalerhöhung zur Finanzierung der M&A-Transaktion entgegen. In Anbetracht des aktuellen Kursniveaus vergeben wir weiterhin das Rating Kaufen und sehen ein deutliches Kurspotenzial.

Insgesamt sehen wir den MGI-Konzern in einer guten Ausgangsposition, den erfolgreichen dynamischen Wachstumskurs innerhalb der Wachstumssektoren Online-Gaming und digitales Marketing/digitale Medien weiter fortzusetzen. Die KingsIsle-Übernahme sollte für einen zusätzlichen Wachstumsimpuls innerhalb des Gaming-Segments sorgen und aufgrund der erwarteten hohen Synergieeffekte auch einen deutlich positiven Effekt auf die Ertragslage haben. Zudem sorgt die konzerneigene Mediensparte für einen wesentlichen Wettbewerbsvorteil und sollte den Ausbau der Marktposition im Gaming-Bereich zusätzlich begünstigen.

BEWERTUNG

Modell-Annahmen

Wir haben das Unternehmen Media and Games Invest plc anhand eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2020 bis 2022 in Phase 1, erfolgt von 2023 bis 2027 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 7,5% (zuvor: 10,0%). Als EBITDA-Zielmarge haben wir 28,0% (zuvor: 20,8%) 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 plc 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: 1,00%). Für den risikofreien Zinssatz verwenden wir aktuell als Wertuntergrenze 0,25% (zuvor: 1,00%).

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

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

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 7,71% (zuvor: 8,46%) (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 7,11% (zuvor: 7,71%).

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 7,11% errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2021 entspricht als Kursziel 5,15 € (zuvor: 3,20 €). Unsere deutliche Kurszielanhebung basiert hauptsächlich auf den erwarteten positiven Effekten aus der KingsIsle-Übernahme. Daneben hat sich die Kapitalkostensenkung (WACC) aufgrund der Reduktion des risikofreien Zinssatzes kurszielsteigernd ausgewirkt. Einer noch stärkeren Kurszielanhebung steht der Verwässerungseffekt durch die vollzogene Kapitalerhöhung zur Finanzierung der KingsIsle-Transaktion entgegen.

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

Wertetreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	7,5%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	28,0%	ewige EBITA - Marge	22,5%
AFA zu operativen Anlagevermögen	30,0%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	10,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final
in Mio. EUR	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 14e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	Endwert
Umsatz (US)	133,25	173,55	199,88	214,87	230,98	248,31	266,93	286,95	
US Veränderung	58,8%	30,2%	15,2%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	1,39	2,00	2,63	3,29	4,01	4,74	5,49	6,23	
EBITDA	25,02	47,42	55,92	60,11	64,62	69,47	74,68	80,28	
EBITDA-Marge	18,8%	27,3%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	
EBITA	11,52	23,72	33,02	37,31	45,06	52,17	58,97	65,69	
EBITA-Marge	8,6%	13,7%	16,5%	17,4%	19,5%	21,0%	22,1%	22,9%	22,5%
Steuern auf EBITA	-4,03	-5,93	-8,26	-11,19	-13,52	-15,65	-17,69	-19,71	
zu EBITA	35,0%	25,0%	25,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	7,49	17,79	24,77	26,11	31,54	36,52	41,28	45,98	
Kapitalrendite	7,9%	17,6%	25,0%	27,8%	36,4%	45,2%	53,5%	61,0%	61,7%
Working Capital (WC)	5,33	12,15	17,99	21,49	23,10	24,83	26,69	28,69	
WC zu Umsatz	4,0%	7,0%	9,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	
Investitionen in WC	-2,73	-6,82	-5,84	-3,50	-1,61	-1,73	-1,86	-2,00	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	95,63	86,93	76,03	65,22	57,65	52,36	48,65	46,06	
AFA auf OAV	-13,50	-23,70	-22,90	-22,81	-19,57	-17,30	-15,71	-14,60	
AFA zu OAV	14,1%	27,3%	30,1%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	
Investitionen in OAV	-17,50	-15,00	-12,00	-12,00	-12,00	-12,00	-12,00	-12,00	
Investiertes Kapital	100,96	99,08	94,02	86,71	80,75	77,19	75,34	74,75	
EBITDA	25,02	47,42	55,92	60,11	64,62	69,47	74,68	80,28	
Steuern auf EBITA	-4,03	-5,93	-8,26	-11,19	-13,52	-15,65	-17,69	-19,71	
Investitionen gesamt	-24,48	-129,82	-17,84	-15,50	-13,61	-13,73	-13,86	-14,00	
Investitionen in OAV	-17,50	-15,00	-12,00	-12,00	-12,00	-12,00	-12,00	-12,00	
Investitionen in WC	-2,73	-6,82	-5,84	-3,50	-1,61	-1,73	-1,86	-2,00	
Investitionen in Goodwill	-4,25	-108,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-3,50	-88,33	29,82	33,42	37,49	40,09	43,13	46,57	873,27

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	625,03	757,79
Barwert expliziter FCFs	85,02	179,39
Barwert des Continuing Value	540,01	578,39
Nettoschulden (Net debt)	21,33	91,87
Wert des Eigenkapitals	603,70	665,92
Fremde Gewinnanteile	-3,50	-3,86
Wert des Aktienkapitals	600,20	662,06
Ausstehende Aktien in Mio.	117,07	128,45
Fairer Wert der Aktie in EUR	5,13	5,15

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	0,3%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,36
Eigenkapitalkosten	7,7%
Zielgewichtung	80,0%
Fremdkapitalkosten	6,0%
Zielgewichtung	20,0%
Taxshield	22,0%
WACC	7,1%

Kapitalrendite	WACC				
	6,5%	6,8%	7,1%	7,4%	7,7%
61,2%	5,88	5,48	5,12	4,80	4,52
61,4%	5,91	5,50	5,14	4,82	4,53
61,7%	5,93	5,52	5,15	4,83	4,55
61,9%	5,95	5,54	5,17	4,85	4,56
62,2%	5,97	5,56	5,19	4,87	4,58

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,5b,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 Studienerstellung 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