



Credit Research (Emission)

gamigo AG



**Unternehmensanleihe gamigo AG
8,50 % Inhaber-Teilschuldverschreibung**

**„Dynamisches Unternehmenswachstum
mit Online-Games“**



„überdurchschnittlich attraktiv“

WICHTIGER HINWEIS:
Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 29 ff

gamigo AG ^{*4;5}

**überdurchschnittlich
attraktiv**

8,50 %

Corporate Bond

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A1TNJY0

WKN: A1TNJY

Emissionsvol.:

bis 15,00 Mio. €

Stückelung: 1.000 €

Mindestanlage: 1.000 €

Laufzeit:

20.06.2013 - 19.06.2018

Kupon: 8,50 % p.a.

Zinszahlungen:

vierteljährlich

erstmalig zum 01.07.2013

Ausgabekurs: 100 %

Rückzahlungskurs: 100 %

Analyst:

Cosmin Filker

filker@gbc-ag.de

Felix Gode

gode@gbc-ag.de

Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite 31

Unternehmensprofil

Branche: Unterhaltung, Medien

Fokus: Betrieb und Vermarktung von MMOGs
(Massive Multiplayer Online Games)

Mitarbeiter: 81 Stand: 31.12.2012

Gründung: 2000

Firmensitz: Hamburg

Vorstand: Remco Westermann, Patrick Streppel



Die gamigo AG betreibt und vermarktet international Computerspiele aus dem Segment der Massively Multiplayer Online Games (MMOGs). Dabei handelt es sich um Computerspiele, die den Spielern eine virtuelle Welt bieten und von sehr vielen (häufig mehreren tausend) Spielern gleichzeitig über das Internet gespielt werden können. Derzeit verfügt die gamigo-Gruppe über mehr als 10 Mio. Spielkonten. Die Spiele der gamigo-Gruppe werden täglich im Schnitt von mehr als 70.000 Nutzern gespielt. Die Lizenzen zu diesen Spielen (aktueller Titelbestand: 10) werden von verschiedenen Spieleentwicklern weltweit erworben. Die Haupteinnahmequelle der gamigo AG ist der Verkauf von virtuellen Gütern (Item Sales), die den Spielspaß erhöhen und dem Spieler ermöglichen, innerhalb der Spiele schneller erfolgreich zu sein. Im Hinblick auf den Abrechnungsprozess der verkauften virtuellen Güter arbeitet die gamigo AG mit einer Vielzahl von Abrechnungspartnern (sog. Payment Provider) zusammen. Der Fokus liegt auf Europa und Nordamerika.

Prognosen auf Konzernbasis

in Mio. €/GJ-Jahr	31.12.2012	31.12.2013e	31.12.2014e	31.12.2015e
Umsatzerlöse	14,87	21,69	30,60	46,18
EBITDA	11,67	3,25	6,56	13,17
EBIT	1,48	0,21	2,73	8,95
Jahresüberschuss	0,88	-1,60	1,40	6,05
Jahresüberschuss (ber.)*	0,88	-0,60	1,40	6,05

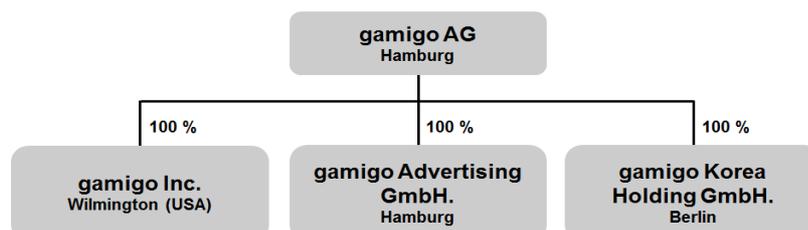
* bereinigt um Emissionskosten der Anleihe

ausgewählte Bonitätskennzahlen

EBITDA-Zinsdeckungsgrad*	19,84	1,80	4,91	9,86
EBIT-Zinsdeckungsgrad*	2,51	0,12	2,04	6,70
EK-Quote (bereinigt)	45,6 %	19,7 %	22,4 %	32,1 %
Total Debt/EBITDA	0,41	5,76	2,88	1,45
Total Net Debt/EBITDA	0,23	0,94	1,02	-0,09
ROCE	17,8 %	3,0 %	37,2 %	158,5 %

* Zinserträge sind im EBIT-Zinsdeckungsgrad nicht berücksichtigt

Konsolidierungskreis (verkürzte Darstellung)



Inhaltsangabe

Geschäftstätigkeit und Strategie.....	3
Unternehmenshistorie.....	3
Unternehmensstruktur.....	3
Geschäftstätigkeit der gamigo AG.....	4
Lizenzmodell der gamigo AG.....	5
Unternehmensstrategie.....	6
Organe der Gesellschaft.....	8
Vorstand.....	8
Aufsichtsrat.....	8
Markt und Marktumfeld.....	9
Internetnutzungsverhalten der deutschen Bevölkerung.....	9
Nutzerstruktur von Videospiele.....	11
Ausgabeverhalten der Nutzer von Videospiele.....	11
Marktstellung der gamigo AG.....	12
Zahlen im Überblick.....	14
Geschäftsentwicklung 2012.....	15
Umsatzentwicklung 2012.....	15
Ergebnisentwicklung 2012.....	16
Bilanzielle Situation zum 31.12.2012.....	17
Prognosen.....	18
Wachstumsstrategie und Planungsprämissen.....	18
Umsatzprognosen.....	19
Ergebnisprognosen.....	20
Bonitätskennzahlen.....	21
Anleihebedingungen.....	23
Anleihebewertung/Marktvergleich.....	25
Fazit.....	28
Disclaimer und Haftungsausschluss	29
Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34 b WpHG.....	31

GBC-Credit Research - gamigo AG - 8,50 % Unternehmensanleihe

Geschäftstätigkeit und Strategie

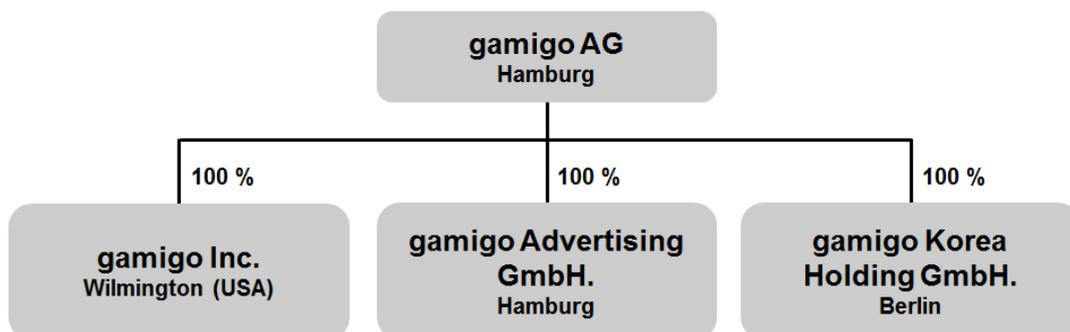
Unternehmenshistorie

2000	Unternehmensgründung unter der Firmierung „Gamesweb.de AG“
2001	Launch des ersten deutschsprachigen MMOG (Massively Multiplayer Online Game) „Die vierte Offenbarung“
2007	Die Gesellschaften bmp AG und Axel Springer steigen als Aktionäre ein
2009	Axel Springer erhöht den Anteil an der gamigo AG auf 100,0 % und steigt in das risikoreiche Entwicklungsgeschäft ein
2010	Mit „Cultures Online“ feiert die gamigo AG den Start des ersten Browserspiels
2012	Axel Springer veräußert ihre Anteile an die Samarion SE
2012	Unternehmensrefokussierung und Einstellung nicht Erfolg versprechender Spiele wie „Black Prophecy“, „Patrizier Online“, „Martial Empires“, „War of Angels“, „Bloody Bite“.
2012	Einstellung des risikoreichen Entwicklungsgeschäftes
2013	Das Spiel „Fiesta Online“ erhält eine Lizenz für USA, was die Potenziale der gamigo AG in dieser Region deutlich verbessert
2013	Durchführung einer 10%igen Kapitalmaßnahme zur Stärkung des Eigenkapitals

Quelle: gamigo AG; GBC AG

Unternehmensstruktur

Die im April 2000 unter der Firmierung „Gamesweb.de“ gegründete gamigo AG ist die Obergesellschaft der gamigo-Gruppe. Neben der Wahrnehmung zentraler Leitungsfunktionen wird auch das operative Geschäft durch die gamigo AG geführt. Im Geschäftsjahr 2012 hat die Axel Springer AG sämtliche Anteile an die Samarion SE veräußert. Die Aktien der aktuellen Alleinaktionärin werden zu 100 % von der Jarimovas GmbH gehalten, an der der aktuelle gamigo-CEO Herr Remco Westermann (90 %) sowie Herr Jaap Westermann (10 %) beteiligt sind. Zur Stärkung des Eigenkapitals führt die gamigo AG durch die Ausgabe von 104.704 Aktien eine 10%ige Kapitalerhöhung durch.



Quelle: gamigo AG; GBC AG

Von wesentlicher Bedeutung im Zusammenhang mit der Anteilsveräußerung durch die Axel Springer AG ist ein teilweiser Darlehensrückzahlungsverzicht, die von der AS Venture GmbH (Tochter von Axel Springer AG) in Höhe von 17,55 Mio. € (31.12.2011) an die gamigo AG ausgereicht waren. Der Darlehensverzicht wurde im Rahmen der Übernahme durch Samarion SE entschieden.

GBC-Credit Research - gamigo AG - 8,50 % Unternehmensanleihe

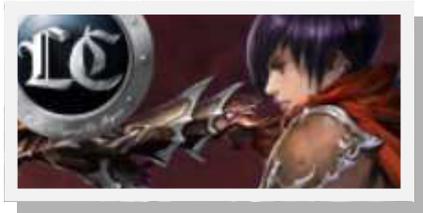
Geschäftstätigkeit der gamigo AG

Die gamigo AG betreibt und vermarktet international Computerspiele aus dem Segment der so genannten Massively Multiplayer Online Games (MMOGs). Die Kunden der Gesellschaft können die angebotenen Spiele direkt im Browser oder als Clientgame online spielen.

MMOGs zeichnen sich in erster Linie durch die Möglichkeit eines simultanen Spielens durch mehrere Spieler (in der Regel mehrere tausend Spieler) übers Internet aus. Hierbei wird den Spielern eine permanent existierende virtuelle Welt zur Verfügung gestellt, welche entwickelt und verändert werden kann. Die Möglichkeit der Kommunikation und Interaktion ist bei MMOGs von entscheidender Bedeutung. Typischerweise handelt es sich bei den MMOGs nicht um so genannte „Casual Games“, also einfache Spiele, die für kurze Zeit „zwischen durch“ gespielt werden können. Vielmehr sind MMOGs so genannte „Core Games“, die für den Spielfortschritt einen erheblich höheren Zeitaufwand des Spielers beanspruchen.

Mit dem regionalen Schwerpunkt auf Europa und Nordamerika bietet die gamigo AG derzeit zehn Spiele an, wobei der überwiegende Anteil der Umsatzerlöse durch die nachfolgend genannten drei Spiele generiert wird:

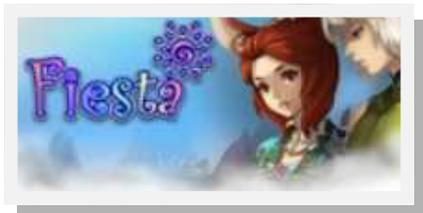
Last Chaos



- Launch: Januar 2008
- Fantasy MMOG Rollenspiel
- Europa Lizenz. Sprachen Live: DE, FR, ES, IT, PL
- Spielgruppe: Core Gamer ab 18

> 4,2 Mio. Spielkonten

Fiesta Online



- Launch: Juli 2008
- MMOG Rollenspiel (RPG)
- Europa- & US-Lizenz. Sprachen Live: EN, DE, FR, ES
- Zielgruppe: von jung bis alt

> 3,2 Mio. Spielkonten

Cultures Online



- Launch: Juli 2010
- Strategie-Aufbau-MMOG
- Globale Lizenz. Sprachen Live: EN, FR, DE, ES
- Zielgruppe: von jung bis alt

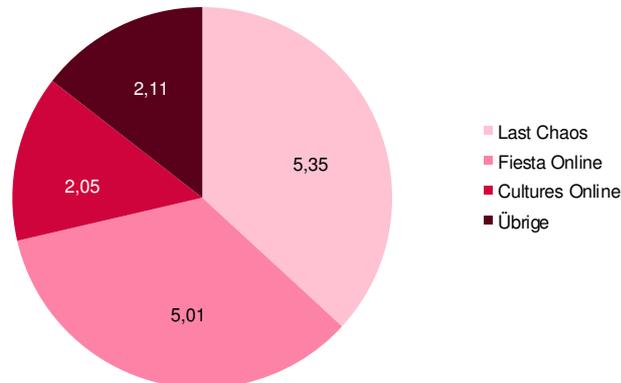
> 1,2 Mio. Spielkonten

Quelle: gamigo AG; GBC AG

Komplettiert wird das Titelportfolio der Gesellschaft von Titeln wie „King of Kings 3“, „Champions of Regnum“, „Golfstar 2“, „Jagged Alliance Online“, „Loong“, „Pirate Galaxy“ sowie „Heroes in the Sky“. Diese Titel steuern derzeit noch vergleichsweise überschaubare Umsätze bei, gemäß Unternehmensangaben liefern diese jedoch einen positiven Deckungsbeitrag. Folgende Grafik stellt die Umsatzbeiträge der einzelnen Titel dar:

GBC-Credit Research - gamigo AG - 8,50 % Unternehmensanleihe

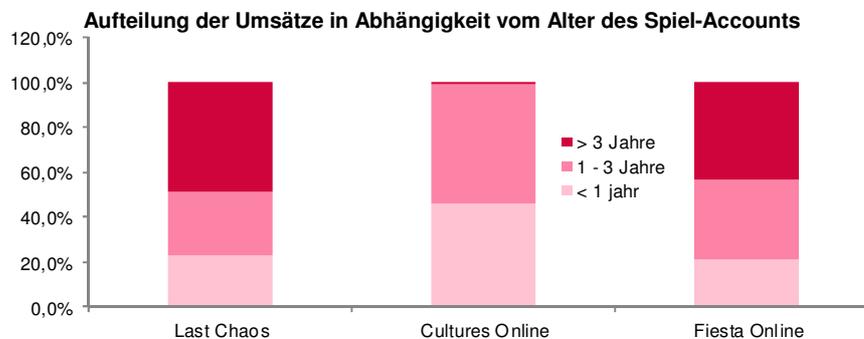
Umsatzbeiträge der gamigo-Spiele in 2012 (in Mio. €)



Quelle: gamigo AG; GBC AG

Da es sich bei den gamigo-Spielen um so genannte Free-to-Play-Spiele handelt, ist die Haupteinnahmequelle der Gesellschaft der Verkauf virtueller Güter. Diese ermöglichen entweder einen schnelleren Spielfortschritt oder ein individuelleres Spielerlebnis durch den Spieler. Gemäß Unternehmensangaben verfügt die gamigo-Gruppe über mindestens 10,0 Mio. Spielkonten und einer täglichen durchschnittlichen Besucherzahl von mehr als 70.000 Nutzern, wobei hinsichtlich der Altersstruktur eine große Bandbreite abgedeckt wird.

Erwähnenswert ist darüber hinaus die vergleichsweise hohe Loyalität der Spieler gegenüber den von der gamigo AG angebotenen Spielen. Dies belegt einerseits den Charakter der gamigo-Titel, welcher dem Bereich der „core games“ zugeordnet werden kann, sowie andererseits die erfolgreiche Umsetzung von Bindungsmaßnahmen durch die Gesellschaft:



Quelle: gamigo AG; GBC AG

Neben dem klassischen B2C-Geschäft arbeitet die gamigo AG mit unterschiedlichen Partnern zusammen, die eine Abdeckung der Spieledistribution (Marketing) aber auch den technischen Ablauf des B2C-Geschäftes gewährleisten. Neben einer Vielzahl von Medienpartnern (z.B. Computerbild Spiele, ProSieben, RTL 2, GameStar, Google) unterhält die Gesellschaft auch Partnerschaften mit Bezahldiensten und Intermediates (z.B. Paypal, Visa, Mastercard, Ukash, giropay).

Lizenzmodell der gamigo AG

Da die gamigo AG seit 2013 nicht mehr als Spieleentwickler auftritt und damit kein Entwicklungsrisiko aufweist, werden Spiellizenzen von verschiedenen Entwicklern weltweit, mit einer Laufzeit von in der Regel 36 Monaten mit Verlängerungsoption, erworben. Üblicherweise findet nach Lizenzablauf eine Verlängerung statt, ein Vorgang, welcher insbesondere aufgrund eines schon gewachsenen Spielerbestandes auch im Interesse des Spieleentwicklers ist. Dieser wird über die umsatzabhängigen Lizenzgebühren (so genannte Royalties) in Höhe von ca. 30 % entlohnt. Unserer Ansicht nach ist die Fähigkeit der Gesellschaft rechtzeitig vielversprechende Spiele zu identifizieren, ein wesentlicher Faktor für den Unter-

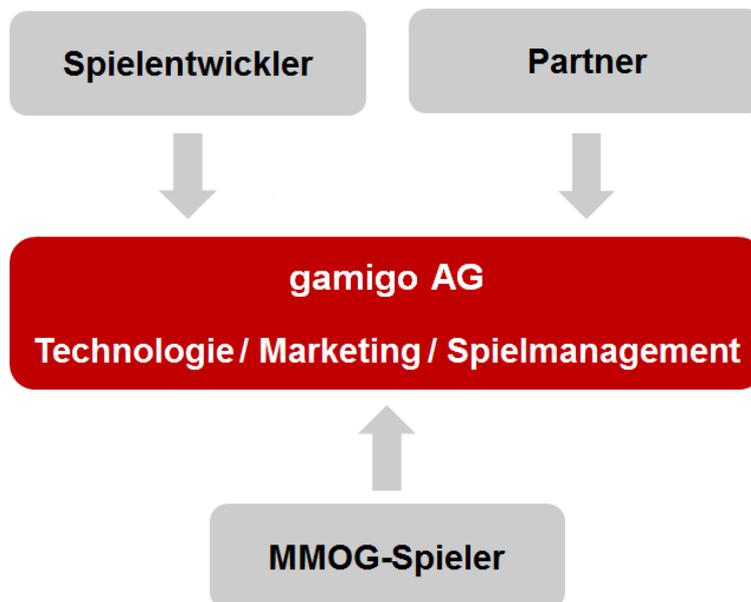
GBC-Credit Research - gamigo AG - 8,50 % Unternehmensanleihe

nehmenserfolg. Gemäß Unternehmensangaben wurde über die letzten Jahre hinweg eine starke Partnerschaft mit vielen namhaften und erfahrenen Spieleentwicklern (darunter: DACN, Barunson, com2us, splitscreen, Funatics etc.) von Free-to-Play-Spielen aufgebaut.

Im Rahmen des Ausschlusses von Entwicklungsrisiken, hat die Tochtergesellschaft gamigo Korea Holding GmbH im April 2013 ihre 20,1%ige Beteiligung am koreanischen Entwickler Ons on Soft Co. Ltd. zum Kaufpreis von 1,70 Mio. € US-Dollar veräußert. Der Kaufpreis wurde dabei nicht bar entrichtet, sondern gegen eine dreijährige Lizenzverlängerung von Fiesta Online (inklusive zusätzlicher Territorien wie z.B. der arabische Raum) gegengerechnet. Im Rahmen der Strategieänderung wurde damit das Entwicklungsrisiko komplett ausgelagert.

Unternehmensstrategie

Auf dem beschriebenen Geschäftsmodell als Publisher und Distributor von MMOGs aufbauend versteht sich demnach die gamigo AG als Bindeglied zwischen Spieleentwickler und Spieler mit den Kernkompetenzen auf Technologie, Spielmanagement und Vertrieb. Durch den Einbezug von Partnern wird der gesamte Betrieb eines Multiplayer-Onlinespiels aus einer Hand angeboten:



Quelle: gamigo AG; GBC AG

Spielmanagement

Im Rahmen des Spielmanagement stehen der gamigo AG unterschiedliche Instrumente zur Verfügung um beispielsweise die Nutzeraktivität, den Lebenszyklus eines Spiels sowie auch die Zahlungsbereitschaft der Spieler zu steigern. Rund 50 Mitarbeiter der gamigo AG sowie über 100 so genannte externe Game Masters (engagierte Spieler, die Organisations – und Kommunikationsaufgaben übernehmen) sind dabei entweder als Moderatoren in den Spieleforen aktiv, übernehmen den Kundensupport oder organisieren so genannte In-game-events. Zur Steigerung des Lebenszyklus eines Spiels werden in regelmäßigen Abständen bedarfsgerecht Updates, Erweiterungen oder Nachbesserungen der Spiele angeboten. In der Regel werden diese von der gamigo AG in Absprache mit dem Spieleentwickler zur Verfügung gestellt. Gleichzeitig übernimmt die Gesellschaft eine Kontrollfunktion, wodurch genaue Analysen der Nutzertypologie ermöglicht werden, um infolge dessen eine bedarfsgerechtere Ansprache umzusetzen.

Marketing

Eine weitere Kernkompetenz der gamigo AG ist die intensive Nutzung von Marketingaktivi-

GBC-Credit Research - gamigo AG - 8,50 % Unternehmensanleihe

täten zur Neukundengewinnung. Der Vertriebs Erfolg der Gesellschaft lässt sich insbesondere anhand der Neuanmeldungen messen, welche gemäß Angaben der gamigo AG bei monatlich über 100.000 liegen. In erster Linie betreibt die Gesellschaft über unterschiedliche Kanäle Onlinemarketing mit dem Ziel einer Reduktion der Kosten für die Gewinnung von Kunden. Neben den eigenen Contentportalen der gamigo AG werden klassische Maßnahmen wie etwa Werbung in sozialen Netzwerken, google-Werbung, Fernsehwerbung und Anzeigen in Printmedien vorgenommen.

Technologie

Die gamigo AG verfügt über ein Team aus IT-Spezialisten und Entwicklern, wodurch sowohl die technische Spielorganisation, das Monitoring aber auch die Systemsicherheit gewährleistet werden sollen. Die gamigo-Plattform wurde dabei eigens dazu entwickelt, um eine große Anzahl von Spielern zu bewerkstelligen. Wichtig in diesem Zusammenhang ist die technische Umsetzung des Anmelde- und Zahlungsprozesses, welche auch unter einem hohen Sicherheitsaspekt gewährleistet werden soll. Zudem ermöglicht die gamigo-Technologie das Monitoring und somit die bedarfsgerechte Anwendung der bereits erwähnten Instrumente. Gemäß Unternehmensangaben wurden Entwicklungsleistungen in die gamigo-Spielplattform auch vor dem Hintergrund der Sicherheit und Stabilität getätigt. Damit sollen Hacker- oder Viren-Angriffe weitestgehend ausgeschlossen werden.

GBC-Credit Research - gamigo AG - 8,50 % Unternehmensanleihe**Organe der Gesellschaft****Vorstand****Remco Westermann (Vorstandsvorsitzender)**

Herr Westermann, der im November 2012 zum Vorstandsvorsitzenden der gamigo AG berufen worden ist, verfügt über eine umfangreiche Berufserfahrung im Bereich „Neue Medien“. Seine berufliche Laufbahn umfasst, nach seinem BWL-Studium mit einem Master of Science-Abschluss, u.A. die Gründung und den Vorstandsvorsitz bei der börsennotierten Bob Mobile AG (später Cliqdigital AG) sowie den Aufbau des Anbieters für mobile Dienste Zed. Darüberhinaus war Herr Westermann in leitenden Positionen bei Sonera, Balance Point und Rost & Co. aktiv. Herr Westermann hält zwar keine unmittelbaren Aktien an der gamigo AG, er hält jedoch 90 % der Geschäftsanteile der Jarimovas GmbH, welche ihrerseits sämtliche Aktien an der gamigo-Alleinaktionärin Samarion SE hält.

Patrick Streppel

Der studierte Diplom-Medienökonom (FH) Patrick Streppel hat vor seiner Tätigkeit bei der gamigo AG fünf Jahre als freier Journalist für verschiedene Online-Magazine gearbeitet und war u.a. als Modulleiter und Lehrbeauftragter an der privaten Hochschule BiTS in Iserlohn, für die ZDF Enterprises GmbH, das Bertelsmann Corporate Network, die Fremantle Media Ltd. sowie die arvate direct services GmbH studienbegleitend tätig. Seit September 2008 ist Herr Streppel Vorstandsmitglied der gamigo AG und verantwortlich für die Bereiche Product Management, Producing und Licensing. Zuvor betreute er die gamigo AG als Projektmanager im Geschäftsbereich elektronische Medien der Axel Springer AG.

Aufsichtsrat**Axel Sartingen (Vorsitzender)**

Herr Sartingen absolvierte nach einer Ausbildung zum Bankkaufmann ein Studium der Volkswirtschaftslehre von 1988 bis 1992. Von 1992 bis 2002 war Herr Sartingen bei der Spütz AG in Düsseldorf tätig und war seit 01. Januar 2007 auch Vorstand der Tullett Spütz Capital Markets, ab dem 01. Februar 1999 CEO der Spütz AG. Von 2002 bis 2004 war Herr Sartingen als geschäftsführender Gesellschafter der M Pool Consulting mit Sitz in Bonn tätig, ehe er 2004 geschäftsführender Gesellschafter der Milaco GmbH mit Sitz in Köln wurde, für die er noch heute tätig ist.

Hendrika Middelburg (stellvertretende Vorsitzende)

Frau Middelburg absolvierte nach verschiedenen Tätigkeiten im niederländischen Agrarministerium das Studium der Sozialkunde in Rotterdam (Niederlande). Im Anschluss daran war Frau Middelburg als Projektkoordinatorin bei der Stadt Rotterdam beschäftigt. Seit 2005 ist Frau Middelburg Geschäftsführerin der Jarimovas GmbH und hierbei für Kapitalanlagen zuständig.

Florian Hörtlehner

Herr Hörtlehner begann seine berufliche Laufbahn nach Abschluss eines Studiums der Wirtschaftswissenschaften mit dem Abschluss eines Masters 1999 bei der GAUSS GmbH als Berater. Sodann war er für die ASTRA Securities Bermuda als Investmentberater tätig. Von 2003 bis 2006 war Herr Hörtlehner als Direktor bei der Warwick Asset Management mit Sitz in Hong Kong beschäftigt. Seit 2007 ist Herr Hörtlehner als Investor aktiv. Seit 2012 ist Herr Hörtlehner Mitglied des Aufsichtsrats der gamigo AG.

GBC-Credit Research - gamigo AG - 8,50 % Unternehmensanleihe

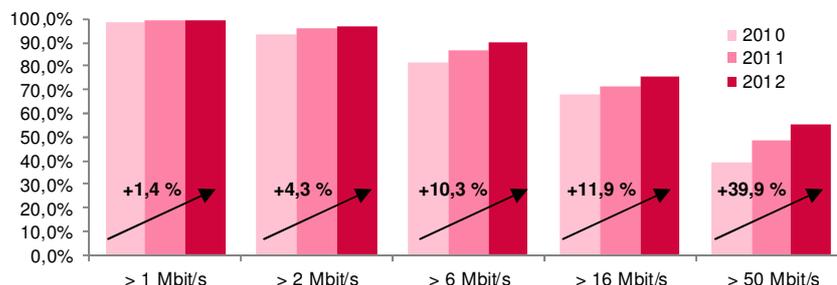
Markt und Marktumfeld

Als Anbieter für so genannte MMOG ist die gamigo AG in einem Marktumfeld tätig, welches speziell in den letzten Jahren mit dem Fortschritt der technischen Möglichkeiten immer stärker im Fokus der Spieler, Anbieter und Medien gerückt ist und gleichzeitig auch eine immer größere Kundengruppe anspricht.

Ein wesentlicher Umstand für ein immer größer werdendes Angebot an Onlinespielen findet sich unserer Erachtens vor allem im technischen Fortschritt. Denn um ein MMOG nutzen zu können, benötigen Spieler ein internetfähiges Gerät. Ebenso bedeutungsvoll für die Nutzung von Onlinespielen ist eine zuverlässige Breitbandverbindung, wodurch große Datenvolumen zu einer für die Spiele angemessenen Geschwindigkeit übertragen werden können. In den vergangenen Jahren hat sich speziell in diesem Bereich ein deutlich positiver Entwicklungstrend abgezeichnet.

Die Bundesregierung definiert eine Breitbandverbindung ab einer Geschwindigkeit von mehr als 50 Mbit/s. Während noch im Jahr 2010 lediglich 39,5 % der deutschen Haushalte mit Breitbandgeschwindigkeit versorgt waren, ist dieser Wert innerhalb von nur zwei Jahren auf 55,0 % angestiegen. Gemäß einer Erhebung des TÜV Rheinland für das Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie, konnten damit innerhalb von nur zwei Jahren mehr als 6,0 Mio. Haushalte neu mit Bandbreiten > 50 Mbit/s erschlossen werden. Gemäß Zielsetzung der Bundesregierung, wonach bis zum Jahr 2014 rund 75 % der deutschen Haushalte am Breitbandnetz angeschlossen sein sollen, dürfte sich dieser Trend in den kommenden Jahren fortsetzen.

Breitbandverfügbarkeit in Deutschland



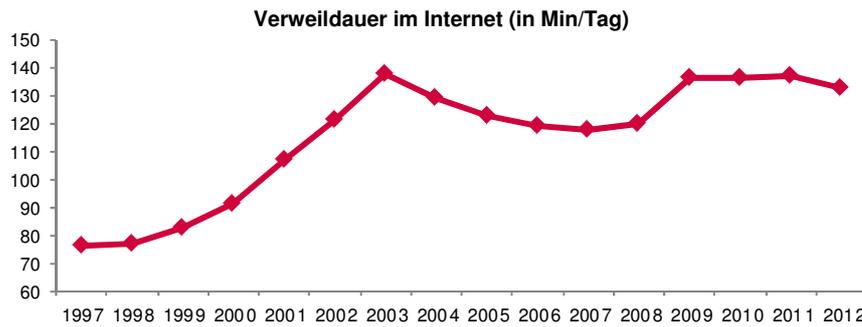
Quelle: TÜV Rheinland/BMWi; GBC AG

Eine zunehmende Breitbandversorgung ermöglicht eine noch intensivere Nutzung von Online-Medieninhalten, darunter auch Onlinespielen. Mit dem regionalen Schwerpunkt auf Deutschland, Europa und Nordamerika adressiert gamigo Regionen, die eine vergleichbar hohe Breitbandverfügbarkeit wie Deutschland aufweisen.

Internetnutzungsverhalten der deutschen Bevölkerung

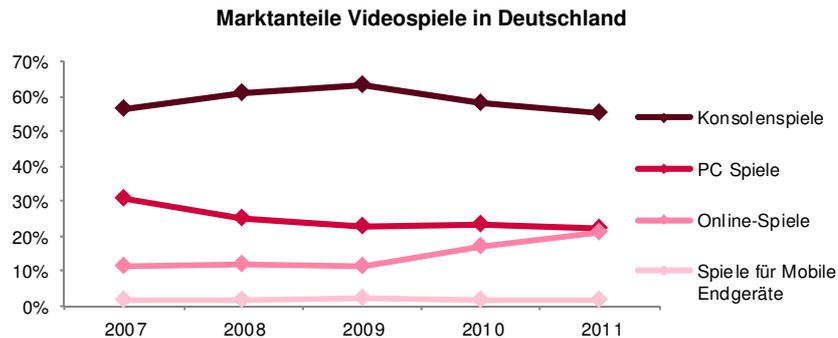
Die bessere Verfügbarkeit von Onlineinhalten hat einerseits zu einer intensiveren Nutzung des Internet geführt, hat jedoch andererseits auch eine Auswirkung auf den konsumierten Onlineinhalten. Gemäß einer ARD/ZDF-Onlinestudie ist über die letzten Jahre hinweg die Verweildauer bei der Onlinenutzung deutlich angestiegen, was auch dazu geführt hat, dass das Medium „Internet“ andere klassische Medien hinsichtlich der Nutzungsdauer verdrängt. Gemäß einer Umfrage der oben genannten Studie hat sich die Verweildauer im Internet innerhalb von 15 Jahren nahezu verdoppelt. Mittlerweile werden durchschnittlich 133 Minuten am Tag „online“ verbracht:

GBC-Credit Research - gamigo AG - 8,50 % Unternehmensanleihe



Quelle: ARD/ZDF-Onlinestudien 1997-2012; GBC AG

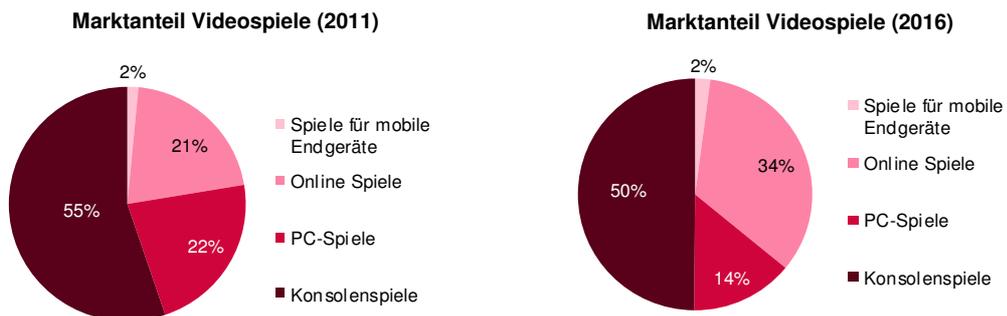
Ein anschauliches Beispiel der Verdrängung von klassischen Medienträgern durch das Internet liefert die Entwicklung im Videospielebereich. Hier ist es zunächst auffällig, dass sowohl die Konsolenspiele als auch die PC-Spiele den Markt für Videospiele lange Zeit dominiert haben. Allerdings hat sich in den letzten Jahren ein Trend angedeutet, wonach die Bedeutung beider Spielgattungen rückläufig war, wohingegen die Onlinespiele deutlich zugenommen haben. Gemäß der PwC-Studie „Videogames in Deutschland“ konnte dieser wachstumsstarke Bereich innerhalb von fünf Jahren seinen Marktanteil von 12,0 % auf 21,0 % erhöhen.



Quelle: PwC; GBC AG

Wie in der obigen Grafik dargestellt, geht ein steigender Marktanteil von Onlinespielen mit einer Reduktion der Marktanteile im Bereich der Konsolen- und PC-Spiele einher, was auf ein starkes Wachstum der Onlinespiele hindeutet. Neben der flächendeckenderen und schnelleren Internetverfügbarkeit lässt sich diese Entwicklung auch mit der technischen Entwicklung der Onlinespiele begründen. Die grafische Darstellung aber auch die Spielhandlung sind in den letzten Jahren komplexer geworden und haben sich den klassischen Videospielemedien stärker angenähert. Zudem sind Onlinespiele besser als Social Media-Bestandteil zu integrieren, was einerseits die Erschließung neuer Spielertypen ermöglicht und andererseits mit hohen viralen Werbeeffekten einhergeht.

Auf Grundlage dieser Faktoren sollte der positive Trend im Videospielemarkt weiter anhalten. Gemäß Prognosen der genannten PwC-Studie dürfte sich der Bereich der Onlinespiele weiter etablieren und bis zum Jahr 2016 einen Marktanteil von ca. 34 % aufweisen:



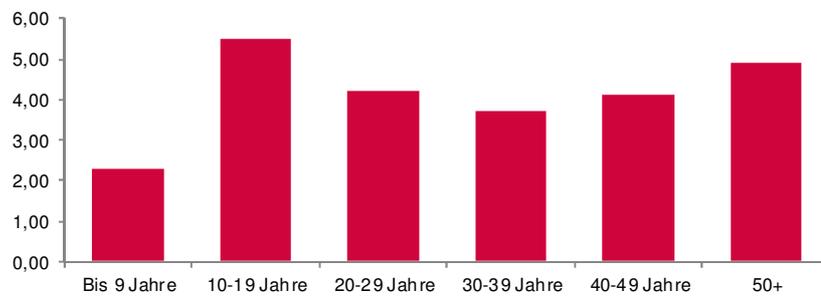
GBC-Credit Research - gamigo AG - 8,50 % Unternehmensanleihe

Mit ihrem Fokus auf Onlinespiele (Browser- und Clientbasiert) bewegt sich die gamigo AG damit im so genannten „Sweet Spot“ der Videospielebranche.

Nutzerstruktur von Videospiele

Gleichzeitig bedienen Videospiele eine immer breiter werdende Gesellschaftsschicht. Mittlerweile werden Videospiele von allen Altersgruppen gespielt, wobei vor allem bei der Gruppe der Teenager und der Jugendlichen im Hinblick auf den regelmäßigen Konsum von Videospiele eine hohe Durchdringung sichtbar wird. Werden jedoch die absoluten Spielerzahlen zu Grunde gelegt, so ergibt sich über alle Altersklassen hinweg eine nahezu gleichförmige Verteilung. Dies ist unter anderem auf die demografische Situation in Deutschland zurückzuführen, was zur Folge hat, dass zwar ein prozentual geringerer Anteil der Spieler bei den höheren Altersgruppen vorherrscht, hier jedoch die Anzahl der Spieler nicht deutlich niedriger liegt. Der durchschnittliche deutsche Spieler ist 32 Jahre alt. (Quelle: Bundesverband Interaktive Unterhaltungssoftware e.v. BIU). Besonders in den höheren Altersgruppen (> 30 Jahre) herrscht aufgrund der derzeit vergleichsweise geringen Durchdringung noch weiteres Wachstumspotenzial.

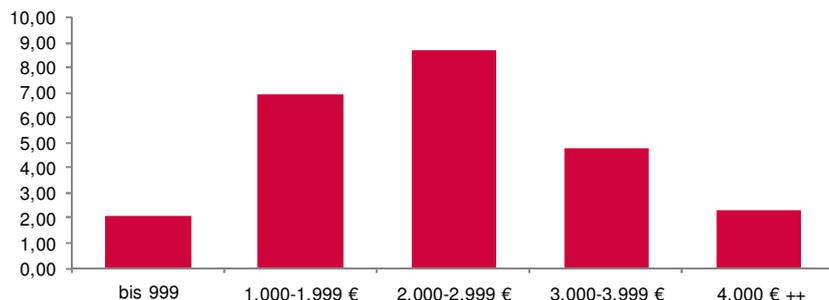
Altersstruktur der Videospiele in Deutschland (in Mio.)



Quelle: BIU; GBC AG

Für die Spielanbieter ist diese Erkenntnis insofern von hoher Bedeutung, als dass speziell die so genannten einkommensstarken Gruppen in den letzten Jahren einen deutlichen Zuwachs an Spielern verzeichnen konnten. Dies deckt sich auch mit den Erkenntnissen des BIU, wonach besonders die höhere Einkommensklasse ab 4.000 € das stärkste Wachstum der letzten Jahre verzeichnen konnte. Weiterhin dominiert die Anzahl der Spieler in den Einkommensklassen zwischen 1.000 € - 2.999 €:

Einkommensstruktur der Videospiele in Deutschland (in Mio.)



Quelle: BIU; GBC AG

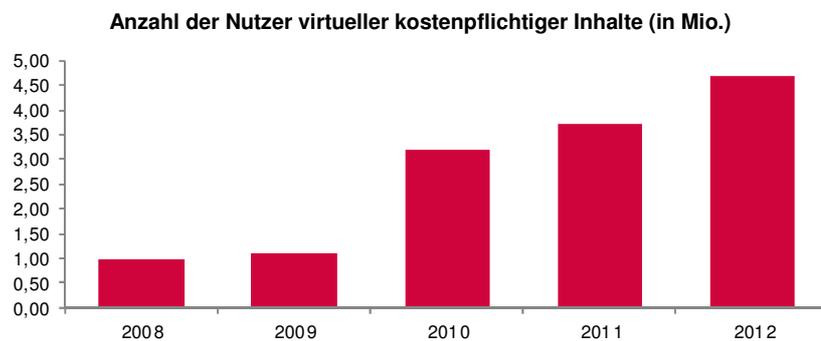
Ausgabeverhalten der Nutzer von Videospiele

Wir gehen davon aus, dass eine Zunahme der Spieler in den höheren Altersgruppen (> 30 Jahre) auch mit einer Verschiebung der Einkommensstruktur der Videospiele einhergehen sollte. Dies ist für Onlinespielanbieter wie die gamigo AG, die zunächst die Spiele als Free-to-Play anbieten, jedoch mit dem Verkauf virtueller Währung Umsätze erzielen, wichtig. Gemäß Statistiken des Branchenverbandes Bitkom zeichnet sich in diesem Zusammenhang eine zunehmende Ausgabebereitschaft bei der Nutzung von Onlinespielen ab. Demnach hat sich die Anzahl der Nutzer, die kostenpflichtige Zusatzinhalte erwerben, im Zeitraum von 2008 bis 2012 nahezu verfünffacht.

GBC-Credit Research - gamigo AG - 8,50 % Unternehmensanleihe

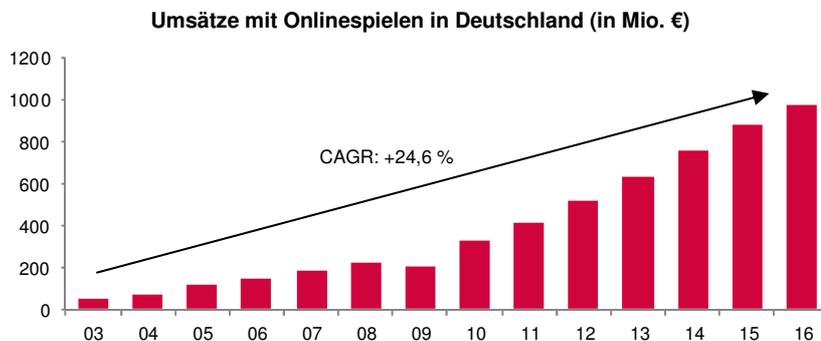
Die Erlösmodelle der Onlinespielanbieter haben sich vor diesem Hintergrund verändert. Vor einigen Jahren stand noch der Einzelverkauf von Spielen über den Einzelhandel oder das Internet sowie Abonnements für komplexe MMOGs, im Vordergrund. Heute werden den Spielern besonders bei mobilen Geräten Premium Accounts angeboten. Dabei liegt der Fokus darauf, dem User das Spiel zunächst kostenlos (Free-to-play) anzubieten. Anschließend kann er für einen Zugang zu speziellen Inhalten oder fortgeschrittenen Spielstufen bezahlen. Zudem ist für die Onlinespieler in der Regel der Erwerb von virtuellen Gütern zum Teil kostenpflichtig. Diese ermöglichen entweder einen schnelleren Spielfortschritt oder ein individuelleres Spielerlebnis durch den Spieler.

Insgesamt lässt sich eine steigende Akzeptanz der Onlinespieler gegenüber diesen Erlösmodellen erkennen. Gemäß BIU und GfK hat die Anzahl der Nutzerzahlen virtueller Zusatzinhalte über die letzten Jahre hinweg deutlich zugelegt. Während noch im Jahr 2008 lediglich 1,0 Mio. Spieler virtuelle kostenpflichtige Inhalte nutzten, waren es im Jahr 2012 bereits 4,7 Mio. Spieler:



Quelle: BIU, GfK; GBC AG

Unter der Annahme eines anhaltend positiven Trends hinsichtlich der Zahlungsbereitschaft der Spieler dürften die Umsätze mit Onlinespielen in Deutschland weiterhin dynamisch ansteigen.



Quelle: PwC; GBC AG

Das Beratungsunternehmen PwC kommt im Rahmen der Publikation „German Entertainment and Media Outlook“ zu dieser Erkenntnis, wonach bis zum Jahr 2016 die Milliarden-grenze fast erreicht wird. Im Jahr 2011 setzten die Onlinespielanbieter in Deutschland rund 416 Mio. € um.

Marktstellung gamigo AG

Mit der steigenden Nutzerbereitschaft von Onlinespielen haben sich international als auch national zahlreiche Wettbewerber zur gamigo AG etablieren können, wobei einige Wettbewerber ihren Schwerpunkt mehr auf Casual-Games legen oder in anderen Märkten als gamigo AG tätig sind. Zu den international großen Anbietern von Online Games zählen insbesondere Disney, King.com, zynga, Bigpoint, Gameforge, Goodgame Studios, Aeria Games, Pro7 Games und Wooga. In unterschiedlichen Studien wird der Markt für Online-spiele als stark fragmentiert angesehen, wobei hier bei den Spieleanbietern unterschiedli-

GBC-Credit Research - gamigo AG - 8,50 % Unternehmensanleihe

che Strategien verfolgt werden.

Gemäß gamigo-Angaben lässt sich am besten ein Vergleich anhand der so genannten AR-PU (Average revenue per user) bewerkstelligen. Je höher der durchschnittliche Erlös je Nutzer ist, desto stärker handelt es sich hierbei um ein so genanntes Core-Spiel, also einem Spiel, das im Gegensatz zu einem „Casual Spiel“ für den Spielfortschritt einen erheblich höheren Zeitaufwand erfordert und damit den Nutzer stärker einbindet. Vergleichbare Anbieter in diesem Segment sind Angaben der gamigo AG zufolge gamersfirst.com, nexon.net, gameforge.com, aeriagames.com, neowizgames.com oder travian.com. Folgende Übersicht zeigt einen Vergleich zu den Leistungsmerkmalen der genannten Anbieter:

Anbieter	Seitenrang weltweit	Seitenrang in Deutschland
aeriagames.com	829	131
gamigo.de	4.596	462
gameforge.com	33.694	7.812
gamersfirst.com	27.507	9.704
nexon.net	8.987	19.150
neowizgames.com	394.323	-
travian.com	3.007	-

Quelle: Alexa.com; Angaben beziehen sich auf die vergangenen drei Monate

Dieser Vergleich verdeutlicht die verhältnismäßig hohe Konkurrenzfähigkeit der gamigo.de. Ausschlaggebend hierfür ist der ermittelte Seitenrang der letzten drei Monate, womit ein Indiz zu den Besucherzahlen gewonnen werden kann. Einen Seitenrang von 462 in Deutschland stufen wir dabei als attraktiv ein. So weisen beispielsweise die bekannten Portale reisen.de, mspace.com oder lufthansa.com einen höheren Seitenrang und damit eine geringere Besucheranzahl auf.

GBC-Credit Research - gamigo AG - 8,50 % Unternehmensanleihe
Zahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2010	GJ 2011	GJ 2012	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e
Umsatzerlöse	23,295	23,087	14,873	21,687	30,596	46,179
Aktivierete Eigenleistungen	0,000	0,708	0,848	0,000	0,000	0,000
Sonstige betrieblichen Erträge	0,251	1,085	15,789	0,000	0,000	0,000
Gesamtleistung	23,546	24,879	31,509	21,687	30,596	46,179
Materialaufwand	-8,504	-9,444	-5,753	-6,369	-8,782	-13,125
Rohhertrag	15,042	15,435	25,756	15,318	21,814	33,054
Personalaufwand	-3,984	-4,756	-5,425	-4,223	-4,380	-4,810
Abschreibungen	-1,392	-2,747	-10,188	-3,040	-3,824	-4,216
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-10,036	-9,833	-8,664	-7,844	-10,878	-15,077
EBIT	-0,370	-1,900	1,478	0,211	2,732	8,951
Finanzerträge	0,002	0,002	0,004	0,000	0,000	0,000
Finanzaufwendungen	-0,090	-0,543	-0,588	-1,810	-1,336	-1,336
Ergebnis vor Steuern	-0,459	-2,441	0,894	-1,599	1,396	7,615
Steuern	0,000	-0,075	-0,004	0,000	0,000	-1,561
Sonstige Steuern	0,000	-0,007	-0,009	0,000	0,000	0,000
Jahresüberschuss	-0,459	-2,524	0,881	-1,599	1,396	6,054
EBITDA	1,022	0,846	11,667	3,251	6,556	13,167
<i>in % vom Umsatz</i>	<i>4,4 %</i>	<i>3,6 %</i>	<i>78,4 %</i>	<i>15,0 %</i>	<i>21,4 %</i>	<i>28,5 %</i>
EBIT	-0,370	-1,900	1,478	0,211	2,732	8,951
<i>in % vom Umsatz</i>	<i>-1,6 %</i>	<i>-8,3 %</i>	<i>9,9 %</i>	<i>1,0 %</i>	<i>8,9 %</i>	<i>19,4 %</i>

GBC-Credit Research - gamigo AG - 8,50 % Unternehmensanleihe

Geschäftsentwicklung 2012

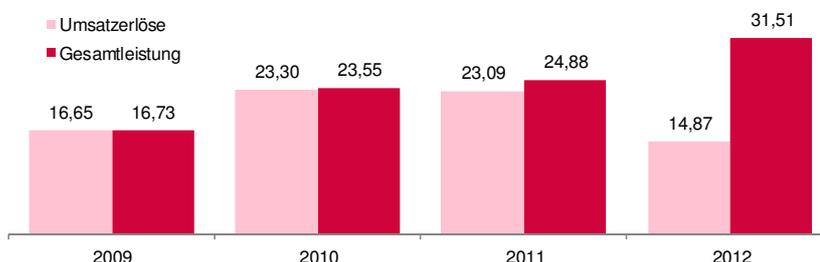
in Mio. €	GJ 2009	GJ 2010	GJ 2011	GJ 2012
Umsatzerlöse	16,65	23,30	23,09	14,87
Rohertrag	10,78	15,04	15,44	25,76
EBITDA (in % vom Umsatz)	2,53 (15,2 %)	1,02 (4,4 %)	0,85 (3,7 %)	11,67 (78,4 %)
EBIT (in % vom Umsatz)	2,12 (12,7 %)	-0,37 (-1,6 %)	-1,90 (-8,2 %)	1,48 (9,9 %)
Nachsteuerergebnis	1,42	-0,46	-2,52	0,88

Quelle: gamigo AG; GBC AG

Umsatzentwicklung 2012

Das abgelaufene Geschäftsjahr 2012 war bei der gamigo AG ein durch Sondereinflüsse geprägtes Geschäftsjahr, wodurch ein historischer Vergleich der operativen Entwicklung nur eingeschränkt vorgenommen werden kann. Von besonderer Bedeutung war in 2012 die Übertragung sämtlicher Aktien von der Axel Springer AG auf den neuen Alleineigentümer Samarion SE. Damit zusammenhängend wurde die Geschäftsführung durch den neuen Vorstandsvorsitzenden Remco Westermann neu besetzt und im Anschluss daran strukturelle und strategische Veränderungen vorgenommen. Hierbei erwähnenswert ist die Einstellung des risikoreichen Spieleentwicklungsbereiches sowie nicht erfolgsversprechender Titel aus dem Portfolio der gamigo AG (darunter: „Black Prophecy“, „Patrizier Online“, „Martial Empires“, „War of Angels“, „Bloody Bite“) bei einer gleichzeitigen Fokussierung auf die erfolgreichsten Spiele im Lizenzportfolio.

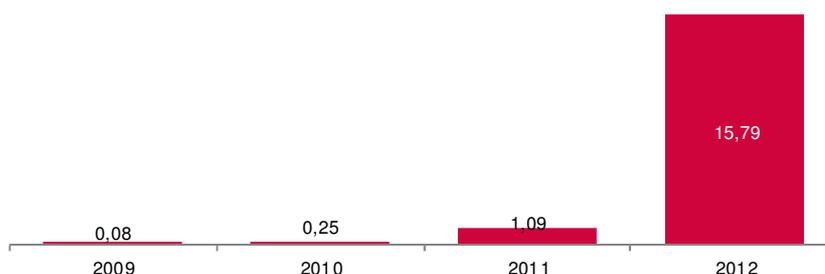
Ertragsentwicklung (in Mio. €)



Quelle: gamigo AG; GBC AG

Primär verantwortlich für den Erlösrückgang auf 14,87 Mio. € (VJ: 23,09 Mio. €) war dabei ein externer Hacker-Angriff auf die alte, außer Betrieb genommene gamigo-Plattform. Dieser auf die Kundenpasswörter abzielende Angriff fand im ersten Quartal 2012 statt. Als Folge daraus hat die Gesellschaft alle User-Passwörter zurückgesetzt und musste daher einen strukturellen Kunden- und Umsatzverlust hinnehmen. Mittlerweile wurde der IT-Bereich an die Conversis technologies GmbH ausgegliedert. Einen ebenfalls umsatzmindernden Effekt hatte die Beendigung der Lizenz des Spiels „Shot Online“.

Sonstige betriebliche Erträge (in Mio. €)



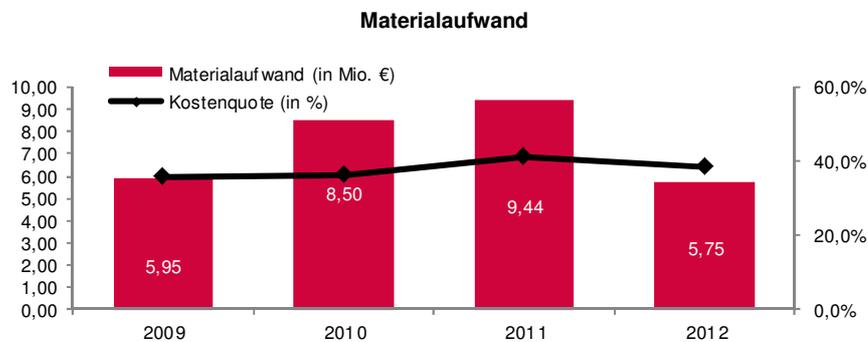
Quelle: gamigo AG; GBC AG

GBC-Credit Research - gamigo AG - 8,50 % Unternehmensanleihe

Im Gegensatz zu den rückläufigen Umsatzerlösen verzeichnete die Gesellschaft einen deutlichen Anstieg der Gesamtleistung auf 31,51 Mio. € (VJ: 24,88 Mio. €). Auch diese Entwicklung kann auf Sondereffekte im Zusammenhang mit der Aktienübertragung auf Samarion SE zurückgeführt werden. Hierbei hat die Axel Springer AG auf Darlehens- sowie Zinsansprüche der gamigo AG gegenüber der AS Venture (Tochtergesellschaft von Axel Springer AG) verzichtet. Dieser auf Ebene der gamigo AG ertragswirksame Verzicht, löste sonstige betriebliche Erträge in Höhe von insgesamt 15,79 Mio. € (VJ: 1,09 Mio. €) aus.

Ergebnisentwicklung GJ 2012

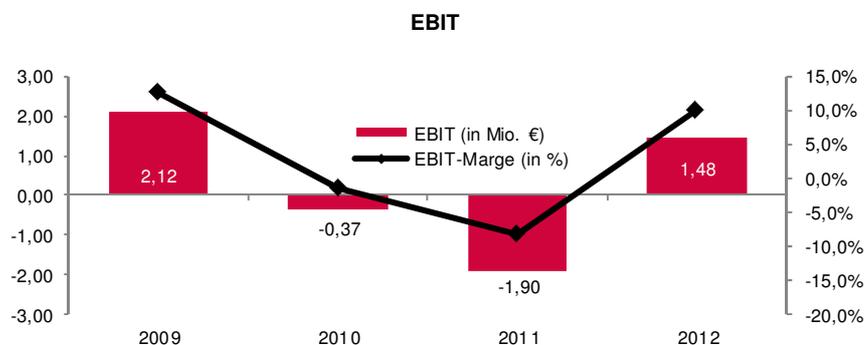
Der Anstieg der Gesamtleistung findet sich in einer deutlichen Verbesserung der operativen Kennzahl EBITDA auf 11,67 Mio. € (VJ: 0,85 Mio. €) wieder. Als hauptverantwortlich für die zur Gesamtleistung überproportionale Ergebnisverbesserung zeichnen sich die Materialaufwendungen aus, welche überwiegend die umsatzabhängigen Zahlungen (Royalties) an die Lizenzgeber repräsentieren. Infolge geringerer Umsätze im B2C-Geschäft musste die gamigo AG entsprechend weniger an die Lizenzgeber abführen, was sich positiv auf die Entwicklung der Materialkosten ausgewirkt hat. Bei einer leicht rückläufigen Materialkostenquote von 38,7 % (VJ: 40,9 %) reduzierten sich diese auf 5,75 Mio. € (VJ: 9,44 Mio. €).



Quelle: gamigo AG; GBC AG

Wie der obigen Darstellung zu entnehmen ist, blieb die Materialaufwandsquote über die letzten Geschäftsjahre hinweg verhältnismäßig stabil.

Erwähnenswert ist jedoch der signifikante Anstieg der Abschreibungen auf 10,19 Mio. € (VJ: 2,75 Mio. €), wodurch die gamigo AG einen im Vergleich zum EBITDA nur unterproportionalen EBIT-Anstieg auf 1,48 Mio. € (VJ: -1,90 Mio. €) verzeichnet hat. Im Zusammenhang mit der Einstellung der risikoreichen Entwicklungstätigkeit bzw. mit dem Einstellen von nicht profitablen Titeln, sind im abgelaufenen Geschäftsjahr 2012 damit deutlich höhere Abschreibungen angefallen als in den Vorjahren.



Quelle: gamigo AG; GBC AG

In Summe überwogen jedoch die im Zusammenhang mit dem Darlehensverzicht stehenden positiven Sondereinflüsse, so dass die Gesellschaft mit einem Nachsteuerergebnis in Höhe von 0,88 Mio. € (VJ: -2,52 Mio. €) den negativen Trend der Vorjahre stoppen konnte.

GBC-Credit Research - gamigo AG - 8,50 % Unternehmensanleihe

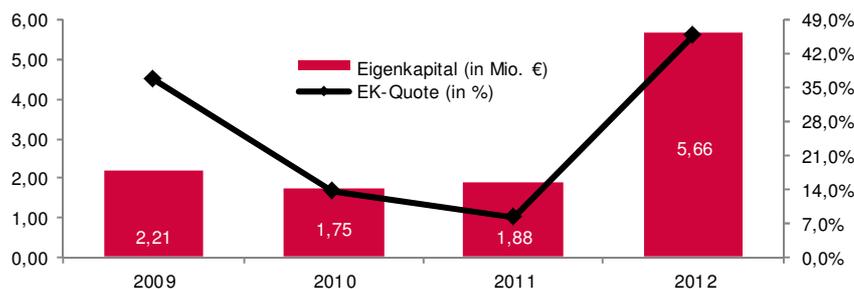
Bilanzielle Situation zum 31.12.2012

in Mio. €	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012
Eigenkapital	2,21	1,75	1,88	5,66
Eigenkapitalquote	36,6 %	13,4 %	8,4 %	45,6 %
Finanzverschuldung	0,86	8,13	17,91	4,81
Liquidität	0,15	0,07	0,05	0,47
Operatives Anlagevermögen	1,98	8,35	14,97	7,66
Working Capital	0,91	1,32	3,29	0,65

Quelle: gamigo AG; GBC AG

Speziell im abgelaufenen Geschäftsjahr 2012 verzeichnete die gamigo AG eine deutliche Verbesserung des Eigenkapitals auf 5,66 Mio. € (31.12.11: 1,88 Mio. €). Einerseits wirkte sich hierbei das positive Nachsteuerergebnis in Höhe von 0,88 Mio. € eigenkapitalerhöhend aus, andererseits haben die gamigo-Gesellschafter neues Eigenkapital in Höhe von 2,90 Mio. € zur Verfügung gestellt. Gemessen an der gegenüber dem Vorjahr deutlich reduzierten Bilanzsumme auf 12,40 Mio. € (31.12.11: 22,28 Mio. €) verbesserte sich die dazugehörige Eigenkapitalquote signifikant auf 45,6 % (31.12.11: 8,4 %).

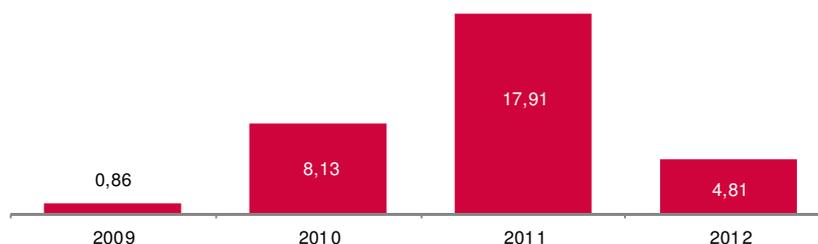
Eigenkapital



Quelle: gamigo AG; GBC AG

Analog zur Ertragsentwicklung war auch die Vermögenssituation der Gesellschaft von den bereits beschriebenen Sondereffekten beeinflusst. Besonders deutlich wird dies an der Entwicklung der Verbindlichkeiten gegenüber verbundenen Unternehmen (hauptsächlich Kreditverbindlichkeiten ggü. AS Venture), welche sich im Zuge des Darlehensverzichtes von 17,55 Mio. € (31.12.11) auf 0,04 Mio. € (31.12.12) minderten. Auf der Aktivseite der gamigo-Bilanz wird der im Zusammenhang mit dem Aufgeben unrentabler Spiele stehende Sondereffekt, anhand eines deutlichen Rückgangs des immateriellen Vermögens auf 6,40 Mio. € (31.12.11: 12,75 Mio. €) ersichtlich.

Finanzverschuldung (in Mio. €)



Quelle: gamigo AG; GBC AG

GBC-Credit Research - gamigo AG - 8,50 % Unternehmensanleihe

Prognosen

in Mio. €	GJ 2012	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e
Umsatzerlöse	14,87	21,69	30,60	46,18
Rohertrag	25,76	15,32	21,81	33,05
EBITDA (in % vom Umsatz)	11,67 (78,4 %)	3,25 (15,0 %)	6,56 (21,4 %)	13,17 (28,5 %)
EBIT (in % vom Umsatz)	1,48 (9,9 %)	0,21 (1,0 %)	2,73 (8,9 %)	8,95 (19,4 %)
Periodenergebnis	0,88	-1,60	1,40	6,05

Quelle: GBC AG

Wachstumsstrategie und Planungsprämissen

Das wesentliche Asset der gamigo AG sind die nationalen und internationalen Spiellizenzen der angebotenen MMOG-Titel. In der Regel werden die Lizenzen für eine vorher definierte Region oder Sprachausgabe für einen Zeitraum von 36 Monaten mit Verlängerungsoption vergeben. Eine Verlängerung nach Laufzeitende findet üblicherweise auch im Interesse des Lizenzgebers (Spielentwickler) statt, da die Spiele in der Regel einen gewachsenen Spielerbestand vorweisen. Bei Lizenzvertragsabschluss fällt dabei zunächst oft eine so genannte individuell zu vereinbarende Kick-Off-Fee an. Darüber hinaus werden von der gamigo AG umsatzabhängige Tantiemen (so genannte Royalties) an den Lizenzgeber abgeführt.

Die Gesellschaft verfolgt im Rahmen dessen eine Wachstumsstrategie, welche sowohl das organische als auch das anorganische Wachstum einbezieht. Ein wesentliches Instrument für das organische Wachstum ist die Ausweitung des Spiele-Portfolios durch den Erwerb zusätzlicher Spiellizenzen. Auch die Ausweitung der bestehenden Spiellizenzen auf weitere Länder mit dem Fokus auf Europa und Nordamerika, einschließlich des Aufbaus von Länderteams, soll im Rahmen des geplanten organischen Wachstums durchgeführt werden. Unabhängig vom Lizenzbestand plant die gamigo AG zudem eine Verstärkung der Marketingaktivitäten, einschließlich dem personellen Aufbau von Marketingteams, umzusetzen.

Das anorganische Wachstum soll in erster Linie durch den Erwerb von Gesellschaften aus dem Bereich der MMOG realisiert werden. Hierzu gehört auch eine mögliche Ausweitung der Kernkompetenzen auf den wachstumsstarken Bereich „Mobile Gaming“. In den nachfolgenden Planungen haben wir auch das anorganische Wachstum berücksichtigt.

Konservativ haben wir jedoch weitere, von der gamigo AG geplante Umsatzerlöse durch Merchandising und Werbung nicht berücksichtigt. Diese könnten sich sowohl auf Umsatz als auch, infolge einer relativen Margenstärke, insbesondere auf Ergebnisebene positiv auswirken.

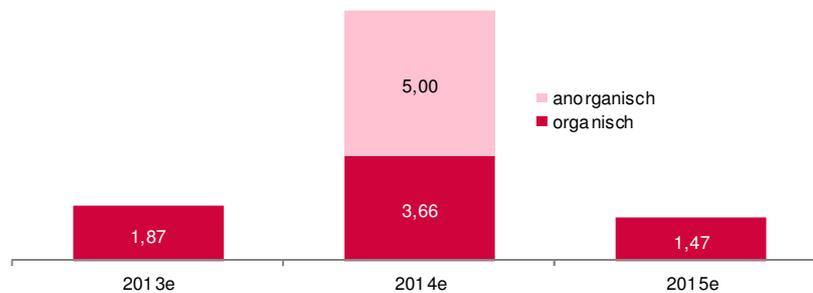
Der Fokus unserer Umsatz- und Ergebnisprognosen liegt damit sowohl auf das organische Wachstum als auch auf das anorganische Wachstum. Das organische Wachstum soll in erster Linie durch eine Ausweitung des Lizenzportfolios (neue Spiele sowie auch regionale Lizenzausweitung bestehender Titel). Das anorganische Wachstum könnte im Rahmen von share-deals (Erwerb von Unternehmen aus dem Bereich MMORG) realisiert werden. Diesbezüglich befindet sich die gamigo AG derzeit in der Emissionsphase einer 8,5 %-Unternehmensanleihe mit einem geplanten Emissionsvolumen von bis zu 15,00 Mio. €. Unsere Schätzungen berücksichtigen eine erfolgreiche Anleiheemission und sind daher als post-money-Schätzungen auf Basis eines Emissionsvolumens von 15,00 Mio. € zu verstehen.

Ausgehend von der Annahme einer Vollplatzierung der Unternehmensanleihe stehen der Gesellschaft hieraus Nettoinvestitionsmittel mindestens 13,20 Mio. € zur Verfügung. Gemäß unserer Investitionsannahme wird die gamigo AG über die kommenden drei Jahre Investitionen in das organische Wachstum in Höhe von 7,00 Mio. € vornehmen

GBC-Credit Research - gamigo AG - 8,50 % Unternehmensanleihe

(Ausweitung des bestehenden Lizenzportfolios, Investitionen in Marketing und Personal). Der überwiegende Anteil der Investitionen entfällt unserer Ansicht nach für das derzeitige Titelportfolio (Optimierung der Spiele, Lizenzweiterungen auf neue Länder und neue Sprachen und Ergänzungen für Mobile). Wir rechnen jedoch auch für das kommende Geschäftsjahr 2014 mit Investitionen ins anorganische Wachstum in Höhe von 5,00 Mio. €, so dass insgesamt über die nächsten Geschäftsjahre hinweg ein Gesamtvolumen von 12,00 Mio.€ investiert werden dürfte.

Investitionserwartung (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Umsatzprognosen

Somit wird unsere Annahme ersichtlich, wonach das Geschäftsjahr 2013 lediglich vom Ausbau der Lizenzierung bestehender Titel geprägt sein dürfte. Erwähnenswert in diesem Zusammenhang ist der Nordamerika-Lizenzwerb beim umsatzträchtigsten Titel Fiesta Online, womit die gamigo AG bereits im Februar 2013 erste Umsätze in der neuen Region erzielen konnte. Alleine diese regionale Lizenzausweitung dürfte sich für den überwiegenden Teil des Umsatzwachstums im Geschäftsjahr 2013 verantwortlich zeigen. Konservativ berücksichtigen wir für die zwei weiteren umsatzträchtigen Titel des aktuellen Portfolios „Last Chaos“ und „Cultures Online“ keine positiven Umsatzimpulse. Für diese Spiele plant die Gesellschaft Veränderungen im integrierten Bezahlmodell bzw. größere Updates. Gemäß Investitionsstrategie der Gesellschaft sollten im Zuge der geplanten Lizenzausweitung beim bestehenden Spieleportfolio ab den kommenden Geschäftsjahren 2014 und 2015 deutliche Umsatzzuwächse in Höhe von jeweils über +40,0 % erzielt werden. Zugleich dürfte die gamigo AG ab Mitte 2014 im Rahmen eines Share Deal das Spieleportfolio erweitern, so dass hieraus Umsatzpotenziale in Höhe von 2,50 Mio. € (GJ 2014) und 6,00 Mio. € (GJ 2015) realistisch erscheinen.

Umsatzprognosen (in Mio. €)

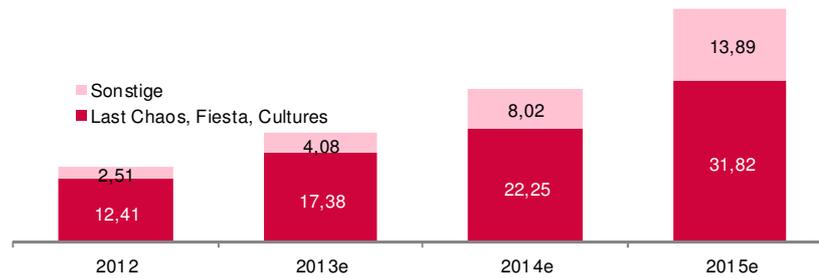


Quelle: GBC AG

Im Rahmen des hier postulierten Umsatzanstieges dürften die derzeit drei wichtigen Titel „Fiesta Online“, „Last Chaos“ und „Cultures Online“ weiterhin die Umsatzsituation der gamigo AG dominieren, wenngleich wir im Zuge der breiteren Portfoliodiversifizierung von einem sukzessiven Rückgang des Umsatzanteils dieser Titel ausgehen.

GBC-Credit Research - gamigo AG - 8,50 % Unternehmensanleihe

Umsatzaufteilung nach Spieletitel (in Mio. €)

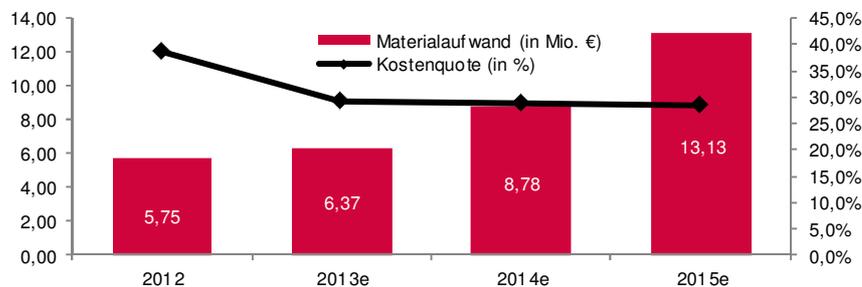


Quelle: GBC AG

Ergebnisprognosen

Die Kostenentwicklung der gamigo AG dürfte auch weiterhin von den beiden wesentlichen Kostenpositionen Materialaufwendungen und sonstige betriebliche Aufwendungen geprägt sein. Der Materialaufwand repräsentiert dabei überwiegend den Lizenzaufwand (Royalties an den Spielentwickler), welcher gemäß Lizenzvertrag derzeit bei durchschnittlich 30 % der erzielten Umsatzerlöse liegt. Damit weisen die Materialaufwendungen einen variablen Charakter auf. Gemäß Angaben der gamigo AG dürften insbesondere im Rahmen von Neuverhandlungen bei Lizenzverlängerungen tendenziell bessere Konditionen erreicht werden, so dass sich die Materialaufwandsquote rückläufig entwickeln dürfte. Unter dieser Prämisse rechnen wir bis zum Geschäftsjahr 2015 mit einer Reduktion der Materialkostenquote auf 28,4 %. Unterstützt wird diese Annahme auch durch die Unternehmensaussage, wonach beispielsweise für das Spiel „Fiesta Online“ ab August 2013 bessere Konditionen ausgehandelt wurden.

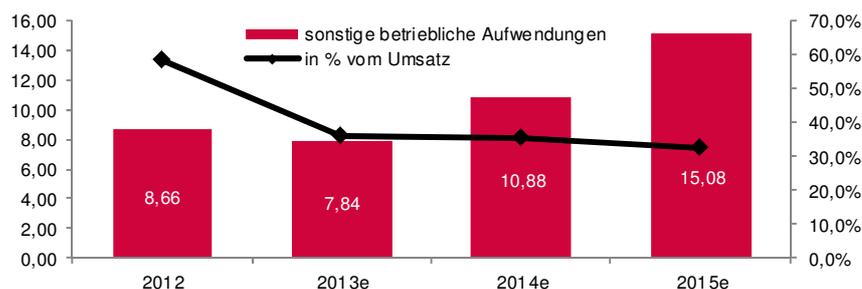
Materialaufwand (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen dürften primär aufgrund erwarteter Effizienzsteigerungen im Marketing eine rückläufige Tendenz aufweisen. Nominell werden diese zwar aufgrund der ausgeweiteten Umsatzbasis ansteigen, die auf den Umsatz bezogene Kostenbelastung dürfte jedoch abnehmen.

Sonstige betriebliche Aufwendungen (in Mio. €)



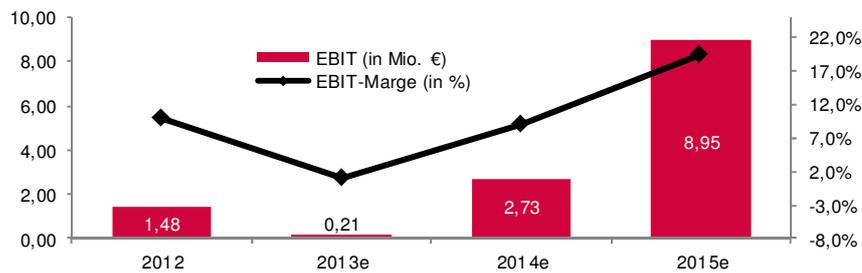
Quelle: GBC AG

GBC-Credit Research - gamigo AG - 8,50 % Unternehmensanleihe

Weiterhin rechnen wir bei der gamigo AG mit einer hohen Kostendisziplin. Dazu gehört beispielhaft auch der Personalaufwand, welcher über die kommenden Geschäftsjahre hinweg von einer niedrigeren Basis aus nur leicht ansteigenden sollte. Erwähnenswert hierbei ist der Abbau des Personalbestandes, welcher sich zum 31.12.2012 auf 81 (Vorjahr: 98) belief. Für das laufende Geschäftsjahr rechnen wir zudem mit fehlenden Sondereffekten, so dass sich die Abschreibungen wieder auf niedrigerem Niveau normalisieren werden.

Im Geschäftsjahr 2013 dürfte die gamigo AG auf Ebene des EBIT erneut eine positive Größenordnung vorweisen. Mit einer erwarteten anhaltenden Dynamik dürften die Skaleneffekte in den kommenden Geschäftsjahren stärker zum Tragen kommen und damit die Gesellschaft einen deutlichen Anstieg der Rentabilitätskennzahlen vorweisen.

EBIT-Entwicklung



Quelle: GBC AG

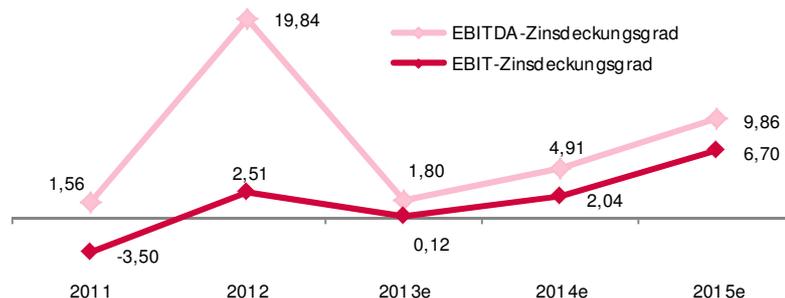
Bonitätskennzahlen

	GJ 2012	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e
EBITDA-Interest Coverage	19,84	1,80	4,91	9,86
EBIT-Interest Coverage	2,51	0,12	2,04	6,70
Total Debt / EBITDA	0,41	5,76	2,88	1,45
Total Net Debt / EBITDA	0,23	0,94	1,02	-0,09
ROCE	17,8%	3,0%	37,2%	158,5%
EK-Quote	45,6%	19,7%	22,4%	32,1%

Quelle: GBC AG

Auf Basis unserer ausformulierten Prognosen haben wir die für die Anleihegläubiger wichtigen Bonitätskennzahlen ermittelt. Ein wesentlicher Bestandteil hierbei ist unsere Annahme, wonach die gamigo AG die geplante Unternehmensanleihe mit einem Emissionsvolumen von 15,00 Mio. € vollständig platzieren wird, was sich sowohl auf die Ergebnisentwicklung als auch auf die Vermögenslage der Gesellschaft auswirken wird. Zunächst haben wir bei der Ermittlung der Bonitätskennzahlen einen Anstieg der Zinsaufwendungen (inkl. Emissionskosten in Höhe von 1,00 Mio. €) infolge der Anleiheemission berücksichtigt.

Zinsdeckungsgrade

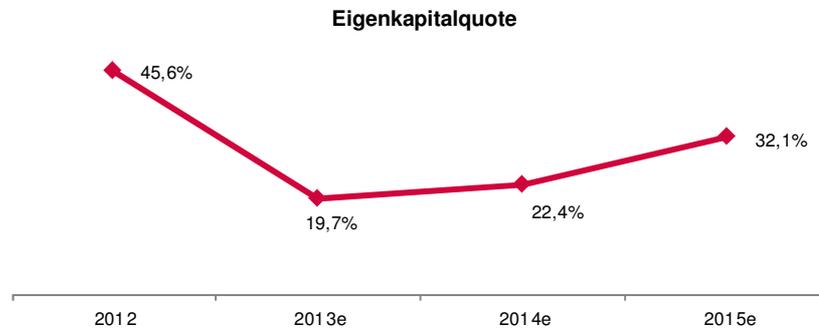


Quelle: GBC AG

GBC-Credit Research - gamigo AG - 8,50 % Unternehmensanleihe

Diese werden sich für das laufende Geschäftsjahr jedoch aufgrund der zur Jahresmitte stattfindenden Anleiheemission nur hälftig auswirken. Im Zuge der erwarteten Ergebnisverbesserung sollten die Zinsdeckungsgrade in den kommenden Geschäftsjahren deutlich zulegen.

Infolge des erwarteten negativen Periodenergebnisses sowie der anleihebedingten Ausweitung der Bilanzsumme, sollte sich die Eigenkapitalquote zunächst von 45,6 % (31.12.12) auf 19,1 % reduzieren. Gemäß unseren Prognosen einer sukzessiven Steigerung des Periodenergebnisses sollte das Eigenkapital in den kommenden Geschäftsjahren leicht zulegen. Stabilisierend auf die künftige Entwicklung dürfte sich auch die im Wertpapierprospekt vereinbarte Ausschüttungssperre auswirken. Demnach dürfen die Dividendenausschüttungen der gamigo AG nicht mehr als 25 % des Jahresüberschusses übersteigen. Der Jahresüberschuss soll damit zum überwiegenden Teil thesauriert und damit das Eigenkapital gestärkt werden. Laut Unternehmensvorstand sind vorerst keine Ausschüttungen an die Aktionäre geplant. Zugleich erwähnenswert ist die im Mai 2013 angestoßene 10%ige Kapitalerhöhung. Durch die Ausgabe von 104.704 Aktien soll das Eigenkapital weiter gestärkt werden.



Quelle: GBC AG

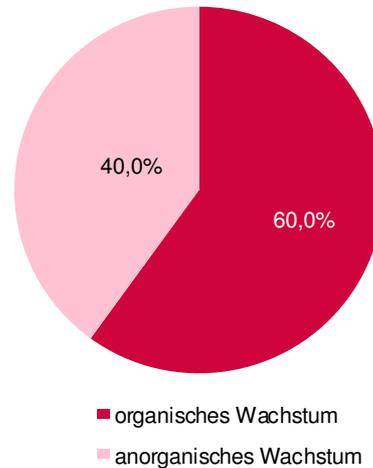
GBC-Credit Research - gamigo AG - 8,50 % Unternehmensanleihe

Anleihebedingungen

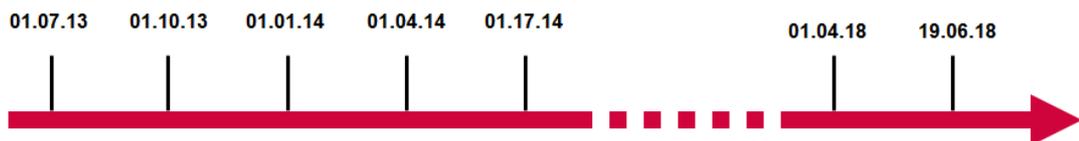
Stammdaten der 8,50 % gamigo - Anleihe	
ISIN:	DE000A1TNJY0
WKN:	A1TNJY
Emissionsvolumen:	bis 15,00 Mio. €
Stückelung:	1.000 Euro
Laufzeit (6 Jahre):	20.06.2013 - 19.06.2018
Kupon (effektiv):	8,50 % p.a. (8,775 %)
Kuponzahlungen:	Vierteljährlich (erstmalig 01.07.2013)
Ausgabekurs:	100 %
Rückzahlungskurs:	100 %
Zeichnungsfrist (Stückzinsfrei):	05.06.2013 - 18.06.2013
Börsennotierung:	Entry Standard Frankfurt
Emittentenrating:	-

Quelle: gamigo AG; GBC AG

Mittelverwendung



Die gamigo AG plant die Emission einer 5jährigen Unternehmensanleihe im Qualitätssegment der Frankfurter Börse „Entry Standard für Unternehmensanleihen“. Das Volumen der mit einem Kupon in Höhe von 8,50 % p.a. ausgestatteten Unternehmensanleihe beläuft sich auf bis zu 15,00 Mio. €, wobei sich die Gesellschaft eine Aufstockungsoption auf bis zu 25,00 Mio. € eingeräumt hat. Eine wichtige Besonderheit in der Ausstattung des Corporate Bonds ist das kurze Intervall der Zinszahlungen, welche vierteljährlich erfolgen werden. Mit Ausnahme des ersten und letzten Zinstermins erfolgt zu jedem Zinstermin eine anteilige Zinszahlung in Höhe von 2,125 % des investierten Volumens. Die Zinszahlungen erfolgen nachträglich jeweils am 01.07, 01.10, 01.01 und 01.04. Der erste Zinstermin ist der 01.07.2013:



Sowohl die Ausgabe als auch die Rückzahlung der gamigo-Anleihe werden zu 100 % vorgenommen. Die stückzinsfreie Zeichnung über die Zeichnungsfunktionalität der Börse Frankfurt wird bis einschließlich 18.06.2013 (vorbehaltlich einer vorzeitigen Schließung) zur Verfügung stehen.

Mittelverwendung

Nach Abzug der Emissionskosten (Vertriebs-; Konzeptions-; Verwaltungskosten) dürften der Gesellschaft im Falle einer Vollplatzierung erwartet zwischen 13,20 - 14,10 Mio. € zur Verfügung stehen. Gemäß Mittelverwendung soll der Nettoerlös in erster Linie für das organische Wachstum (Ausweitung des Spieleportfolios durch Erwerb zusätzlicher Spiellizenzen, Verstärkung der Marketingaktivitäten, Investition in technische Effizienzmaßnahmen, Ausweitung der bestehenden Lizenzen auf weitere Länder, Investitionen in Plattform-Optimierung) verwendet werden. Das anorganische Wachstum steht ebenfalls im Fokus der gamigo AG. Die Mittel aus der Anleihe sollen dabei ebenfalls für Akquisitionsvorhaben verwendet werden (Erwerb von Gesellschaften aus dem Bereich MMOG; Erwerb von Gesellschaften aus dem Bereich „Mobile Games“, Erwerb von Gesellschaften zur Verstärkung der Kernkompetenzen wie beispielsweise Marketing, Technik, Mehrwertdienste). Darüber hinaus kann auch ein Teil des Emissionserlöses zur Rückführung von Darlehensverbindlichkeiten verwendet werden.

GBC-Credit Research - gamigo AG - 8,50 % Unternehmensanleihe

Investorenschutzrechte

Gemäß den Anleihebedingungen ist die gamigo-Anleihe mit guten Investorenschutzrechten ausgestattet. Allen voran zu nennen ist die **Ausschüttungssperre**, wonach mögliche Ausschüttungen an die Aktionäre auf maximal 25,0 % des Jahresüberschusses begrenzt sind. Somit soll der überwiegende Teil der Gewinne während der Anleihelaufzeit thesauriert werden, was in Konsequenz eine Stärkung der Eigenkapitalbasis bedeutet. Laut Unternehmensvorstand sind vorerst keine Ausschüttungen an die Aktionäre geplant.

Ein weiterer wesentlicher Covenant ist die Möglichkeit der Anleihegläubiger, die Anleihe fällig zu stellen, falls die Gesellschaft innerhalb von **30 Tagen nach einem Fälligkeitstag ihren Zahlungsverpflichtungen aus der Anleihe nicht nachkommt**. Vor dem Hintergrund einer vierteljährlichen Zinszahlung ist dies ein starker Covenant. Parallel dazu wurde eine so genannte **Cross-Default-Klausel** vereinbart, wonach die Versäumnis bei anderen wesentlichen Darlehensverbindlichkeiten (mindestens 1,0 Mio. €) ebenfalls ein Kündigungsgrund für die Anleihe darstellt.

Die Anleihebedingungen berücksichtigen auch die so genannte **Change-of-Control-Klausel**. Sollte der Anteil der Samarion SE am Grundkapital der gamigo AG während der Anleihelaufzeit unmittelbar oder mittelbar auf 25,0 % oder weniger sinken, sind die Anleihegläubiger zur außerordentlichen Kündigung berechtigt.

Ebenfalls zur vorzeitigen Kündigung der Anleihe sind die Investoren im Falle eines Nichteinhaltens der Folgepflichten zur **Veröffentlichung von Finanzinformationen** berechtigt. Über die gesamte Anleihelaufzeit muss die Gesellschaft hierbei die Veröffentlichungspflichten gemäß Regularien des Handelssegments Entry Standard im Open Market an der Frankfurter Wertpapierbörse einhalten.

GBC-Credit Research - gamigo AG - 8,50 % Unternehmensanleihe

Anleihebewertung/Marktvergleich

Unternehmen	Kupon	Laufzeit in Jahren	Effektivverzinsung auf Basis aktueller Kurse	Emissionsdatum	Rating	Volumen in Mio. € (geplant)	Credit Research	Covenants/ Investorenschutzrechte		
								Zinsverzug	Ausschüttungssperre	CoC (Change of Control)
Scholz AG	8,500%	5	6,519%	08.03.2012	BB	150,00	nein	7	nein	ja
Seidensticker GmbH	7,250%	6	4,011%	12.03.2012	BB+	30,00	nein	15	ja	ja
Ekosem-Agrar GmbH (2012/2017)	8,750%	5	7,561%	23.03.2012	BB	50,00	nein	30	nein	ja
Singulus Technologies AG	7,750%	5	12,235%	23.03.2012	BB	60,00	nein	30	nein	ja
MITEC Automotive AG	7,750%	5	7,140%	30.03.2012	BB+	50,00	nein	k.A.	nein	ja
MT-Energie GmbH	8,250%	5	12,323%	04.04.2012	BBB-	30,00	nein	5	ja	nein
GOLFINO AG	7,250%	5	5,005%	05.04.2012	BBB-	12,00	nein	30	nein	ja
EYEMAXX Real Estate AG (2012/2017)	7,750%	5,5	6,814%	11.04.2012	BBB+	15,00	ja	nein	ja	nein
friedola Gebr. Holzapfel GmbH	7,250%	5	6,949%	11.04.2012	BB	25,00	nein	30	nein	ja
Günther Zamek GmbH & Co.KG	7,750%	5	9,119%	15.05.2012	B+	35,00	nein	7	ja	ja
Maritim Vertriebs GmbH	8,250%	2,5	8,042%	01.06.2012	BB+	25,00	nein	ja	nein	ja
Schalke 04 e.V.	6,750%	7	5,868%	11.06.2012	BB	50,00	ja	15	nein	nein
Enterprise Holdings Limited	7,000%	5	6,305%	26.06.2012	A-	35,00	ja	nein	ja	nein
Stellmann-Boecker GmbH	6,750%	5	5,430%	27.06.2012	BBB	30,00	ja	k.A.	nein	nein
posterXXL AG	7,250%	5	14,628%	27.07.2012	BBB-	15,00	nein	k.A.	nein	nein
KTG Energie AG	7,250%	6	7,485%	27.09.2012	BBB-	25,00	nein	30	nein	nein
Karlsberg Brauerei GmbH	7,375%	5	4,304%	28.09.2012	BB-	30,00	nein	5	ja	ja
Hahn-Immobilien-Beteiligungs AG	6,250%	5	3,851%	01.10.2012	A-	20,00	nein	30	nein	ja
getgoods.de AG	7,750%	5	8,056%	02.10.2012	BBB-	30,00	ja	60	ja	ja
BDT Media Automation GmbH	8,125%	5	18,253%	09.10.2012	B-	30,00	nein	7	nein	nein
eterna Mode Holding	8,000%	5	7,047%	09.10.2012	BB-	35,00	nein	30	ja	ja
SAF HOLLAND S.A.	7,000%	5,5	4,258%	31.10.2012	BBB-	75,00	nein	5	ja	ja
Mox Telecom AG	7,250%	5	7,797%	02.11.2012	BBB	35,00	nein	30	nein	ja
Laurél GmbH	7,125%	5	6,185%	16.11.2012	BBB-	20,00	ja	30	nein	nein
Jacob Stauder GmbH & Co. KG	7,500%	5	4,741%	23.11.2012	BB-	10,00	nein	7	nein	ja
René Lezard GmbH	7,250%	5	10,264%	26.11.2012	BB	15,00	nein	20	ja	ja
Ekosem-Agrar GmbH (2012/2018)	8,500%	6	7,870%	07.12.2012	BB+	60,00	nein	30	ja	ja
MS Deutschland Beteiligungsges. mbH	6,875%	5	9,674%	18.12.2012	A	60,00	nein	30	nein	nein
Homann Holzwerkstoffe GmbH	7,000%	5	5,852%	14.12.2012	BBB-	50,00	nein	7	nein	nein
IPSAK	6,750%	7	6,087%	05.12.2012	A	30,00	nein	45	ja	ja
Rudolf Wöhrl AG	6,500%	5	3,970%	12.02.2013	BB	30,00	nein	7	nein	ja
Photon Energy Investments N.V.	8,000%	5	8,114%	12.03.2013	BB-	40,00	ja	90	ja	ja
EYEMAXX Real Estate AG (2013/2019)	7,875%	6	8,083%	26.03.2013	BB+	15,00	ja	60	nein	nein
ADLER Real Estate AG	8,750%	5	9,105%	03.04.2013	BB	20,00	nein	14	nein	ja
Ekotechnika GmbH	9,750%	5	9,231%	10.05.2013	BB-	60,00	nein	30	nein	ja
MBB Clean Energy AG	6,250%	6	6,250%	06.05.2013	BBB	300,00	nein	30	ja	ja
ALNO AG	8,500%	5	8,500%	14.05.2013	B-	45,00	nein	14	nein	ja
Stern Immobilien AG	6,250%	5	6,250%	23.05.2013	A-	20,00	nein	nein	nein	nein
DF Deutsche Forfait AG	7,875%	7	7,875%	27.05.2013	BB+	30,00	nein	15	nein	ja
PNE Wind AG	8,000%	5	7,838%	15.05.2013	BBB-	100,00	nein	30	ja	ja
Mittelwert	7,550%		7,622%							
Median	7,438%		7,313%							
gamigo AG	8,500%	5	8,775%	20.06.2013	-	15,00	ja	30	ja	ja

GBC-Credit Research - gamigo AG - 8,50 % Unternehmensanleihe

Wie dem umseitigen dargestellten Marktvergleich zu entnehmen, liegt die gamigo-Anleihe hinsichtlich sowohl der Kuponausstattung als auch des Effektivzinses (Effektivzins aufgrund vierteljährlicher Zinszahlung: 8,78%) oberhalb des Marktdurchschnitts unserer Anleihe-Auswahl. Diese berücksichtigt alle emittierten Mittelstandsanleihen der Jahre 2012 und 2013.

Eine Vergleichbarkeit der Attraktivität der gamigo-Anleihe kann jedoch nur unter Berücksichtigung des Risikos sowie der Ausstattungsmerkmale der Anleihe erfolgen. Um dies zu bewerkstelligen haben wir sowohl für den Marktvergleichs-Anleihen als auch für die gamigo-Anleihe eine eigene Risikoeinschätzung vorgenommen. Darüber hinaus wurden die Ausstattungsmerkmale der Anleihe folgendermaßen berücksichtigt:

Unternehmensprognose (GBC):	Sofern vorhanden, wird das Emittenten-Rating um die Unternehmensprognosen adjustiert (Ermittlung eines zukunftsgerichteten Emittentenratings)
Historie der Gesellschaft:	Historie < 1 Jahr: Anpassung um -2 Risikopunkte (Abzug) Historie < 2 Jahre: Anpassung um -1 Punkt (Abzug) Historie >5 und < 10 Jahre: Anpassung um +0,25 Punkte Historie > 10 und < 20 Jahre: Anpassung um +0,5 Punkte Historie > 20 Jahre: Anpassung um +0,75 Punkte
Covenants:	Keine Schutzrechte: Anpassung um -0,5 Risikopunkte (Abzug) Standardschutzrechte (Zinsverzug): keine Anpassung Über die Schutzrechte hinausgehende Covenants: +0,25 Punkte je Covenant
Haftmittel:	Risikoverbesserungsmöglichkeit abhängig von Höhe und Ausgestaltung
Zinsintervall:	jährliche Zinszahlungen: keine Anpassung halbjährliche Zinszahlungen: +0,50 Punkte vierteljährliche Zinszahlungen: +0,75 Punkte
Transparenz:	Keine Notierung und keine Verpflichtung zur Transparenz im WP-Prospekt: -1 Punkt Notierung im unregulierten Markt und keine Transparenzverpflichtung: -0,5 Punkte Notierung im unregulierten Markt, aber Transparenzverpflichtung: -1 Punkt Notierung der Aktie od. Anleihe in einem Qualitätssegment: +0,5 Punkte Notierung der Aktie od. Anleihe im regulierten Markt: +0,75 Punkte
Laufzeit:	Anleihelaufzeit im Marktdurchschnitt: keine Anpassung Anleihelaufzeit über Marktdurchschnitt: -0,5 Punkte Anleihelaufzeit unter Marktdurchschnitt: +0,5 Punkte

Hierfür haben wir unser Bewertungssystem nach einer numerischen Skala aufgeschlüsselt. Auf dessen Basis haben wir für die gamigo AG folgende Adjustierungen vorgenommen:

Risikoeinstufung (Aufbauend auf Geschäftsjahre 2012; 2013; 2014; 2015)	9,00
--	------

weitere Risikoadaption durch:

Gründungsjahr (Unternehmen ist älter als 5 Jahre):	+0,50
Covenants (Zinsverzug, CoC, Ausschüttungssperre):	+0,75
Weitere Haftmittel (keine Haftmittel vereinbart):	0,00
Zinsintervall (vierteljährliches Zinsintervall):	+0,75
Transparenz (Anleihe im Entry Standard für Unternehmensanleihen in Frankfurt):	+0,50
Laufzeit der Anleihe (5 Jahre; damit durchschnittliche Laufzeit):	+0,00
Anleiherating gesamt (adjustiert und gerundet):	12,00

Quelle: GBC AG

Als Basis für unsere Bewertung haben wir zunächst eine GBC-Risikoeinstufung vorgenommen. Aufbauend auf das abgelaufene Geschäftsjahr 2012 sowie auf den Unternehmensprognosen 2013, 2014 und 2015 haben wir ein Ergebnis von 9,00 Risikopunkten ermittelt.

GBC-Credit Research - gamigo AG - 8,50 % Unternehmensanleihe

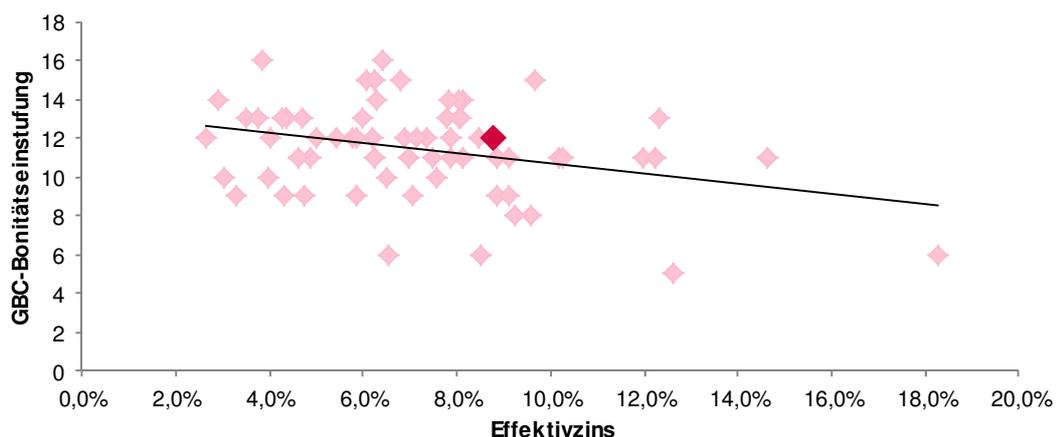
Um zu einer weitergehenden Risikoeinschätzung auf Anleiheebene zu gelangen, haben wir anschließend eine weitere Adaption mittels genannter Faktoren vorgenommen. Die Gesellschaft ist operativ seit dem Jahr 2000 tätig. Der qualitative Faktor „Unternehmensalter“ ist aus unserer Sicht ein äußerst wichtiger, da eine längere Unternehmenshistorie und damit auch eine aussagekräftigere Datenbasis eine fundiertere Unternehmensbeurteilung ermöglicht. Zudem wird älteren Unternehmen statistisch in verschiedenen Studien eine zunehmend höhere Überlebenswahrscheinlichkeit bescheinigt. Die gamigo AG erhält demnach mit einer Historie von über 10 Jahren eine Punkteverbesserung von +0,5 Risikopunkten

Als Covenants (Investorenschutzrechte) hat die gamigo AG bedeutende Rechte verankert. Als besonders starken Covenant erachten wir die geplante Ausschüttungssperre, wonach sich die Gesellschaft verpflichtet, die möglichen Ausschüttungen an die Aktionäre auf maximal 25 % des Jahresüberschusses zu begrenzen. Somit soll der wesentliche Teil des Periodenergebnisses während der Anleihelaufzeit thesauriert werden, was in Konsequenz eine Stärkung der Eigenkapitalbasis bedeutet. Weitere Kündigungsrechte wie ein Change-of-Control oder ein Zinsverzug inklusive Cross Default (60 Tage) komplettieren die umfangreichen Covenants für die Anleihegläubiger. Hierfür ergibt sich eine Verbesserung um +0,75 Bonitätspunkte.

Ein weiteres unseres Erachtens sehr attraktives Ausstattungsmerkmal ist das kurze Intervall der Zinszahlungen, welche vierteljährlich erfolgen werden. Zum einen bedeuten kurze Zinsintervalle unseres Erachtens eine höhere Sicherheit (schnellerer Rückfluss der Investition, Covenants greifen vier Mal im Jahr) für die Anleihegläubiger, zum anderen errechnet sich eine höhere Effektivrendite (bei Kursniveau: 100 %) von 8,78 % p.a. In unserem Bewertungsmodell bedeutet dies eine Verbesserung um +0,75 Bonitätspunkte.

Die gamigo AG erfüllt über die geplante Anleihenotierung im Qualitätssegment Entry Standard für Unternehmensanleihen der Börse Frankfurt alle wichtigen Transparenzanforderungen. Dies bedeutet eine Verbesserung um +0,50 Risikopunkte. Insgesamt ergibt sich damit eine Verbesserung auf 12 Risikopunkte. Die Gesellschaft erfüllt die meisten unserer Kriterien und wir stufen die Anleiheausgestaltung als überdurchschnittlich gut ein. Unter Zuhilfenahme der gleichen Aufschlüsselung haben wir die Unternehmen des Marktvergleichs einer gleichen Adjustierung unterzogen und damit neue Risikomaße ermittelt. Folgende Risiko-Effektivzinsmatrix stellt die Ergebnisse grafisch dar:

Rating (adjustiert)/Effektivzinsmatrix



Quelle: GBC AG

Wie der adjustierten Matrix zu entnehmen, liegt das bereinigte Rendite-/Risikoprofil der gamigo-Anleihe oberhalb des Marktdurchschnitts. Nach der vorgenommenen Adjustierung liegt die gamigo-Anleihe um +8,6 % oberhalb der Regressionsgeraden und ist damit als **überdurchschnittlich attraktiv** einzustufen.

GBC-Credit Research - gamigo AG - 8,50 % Unternehmensanleihe

Fazit - Dynamisches Wachstum mit Onlinespielen; Einstufung: 4 von 5 GBC-Falken

Die gamigo AG weist als Betreiber und Vermarkter von internationalen Computerspielen aus dem Segment der so genannten Massively Multiplayer Online Games (MMOGs) einen langjährigen Track Rekord auf. Mit dem regionalen Schwerpunkt auf Europa und Nordamerika bietet das im Jahr 2000 gegründete Unternehmen derzeit zehn Spiele. Gemäß Unternehmensangaben verfügt die gamigo-Gruppe über mindestens 10,0 Mio. Spielkonten (im Eigenbestand) mit einer täglichen durchschnittlichen Besucherzahl von mehr als 70.000 Nutzer.

Die Gesellschaft tritt dabei nicht mehr als Entwickler auf, sie ist ab 2013 gemäß ihrem Geschäftsmodell als Bindeglied zwischen Spieleentwickler und Spieler mit den Kernkompetenzen Technologie, Spielmanagement und Vertrieb zu verstehen. Die Kunden der gamigo AG können dabei die angebotenen Spiele, welche extern entwickelt wurden, sowohl direkt im Browser oder als Clientgame online spielen. Die Gesellschaft übernimmt dabei das komplette Spielmanagement, die Abwicklung, das Marketing sowie den technischen Support. Hierbei verfügt die gamigo AG über Spiellizenzen von verschiedenen Entwicklern weltweit. Im Rahmen der Lizenznutzung werden so genannte Royalties an den Lizenzgeber in Höhe von ca. 30 % der entsprechenden Umsätze abgeführt. Da es sich bei den angebotenen Spielen um so genannte Free-to-Play-Spiele handelt, ist die Haupteinnahmequelle der Gesellschaft der Verkauf virtueller Güter, womit entweder einen schnelleren Spielfortschritt oder ein individuelleres Spielerlebnis ermöglicht wird. Die Einnahmen der Gesellschaft sollen in den kommenden Geschäftsjahren um Einnahmen aus den Bereichen Merchandising und Werbung erweitert werden.

Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2012 hat die gamigo AG damit Umsatzerlöse in Höhe von 14,87 Mio. € erzielt, wobei der wesentliche Erlösanteil mit den derzeit drei wichtigsten Titeln „Last Chaos“, „Fiesta Online“ und „Cultures Online“ generiert wurde. Die operative Entwicklung des Geschäftsjahres 2012 ist dabei vor dem Hintergrund einer vorgenommenen Neufokussierung im Nachgang der Anteilsveräußerung durch die Axel Springer AG zu verstehen. Demnach wurde sowohl das risikoreiche Entwicklungsgeschäft als auch nicht erfolgsversprechende Spiele aufgegeben, was in erster Linie einen signifikanten Anstieg der Abschreibungen zur Folge hatte. Diese Belastungen konnten jedoch durch Sondererträge im Zusammenhang mit dem Darlehensverzicht der Axel Springer AG aufgefangen werden, so dass im Geschäftsjahr 2012 ein positives operatives Ergebnis (EBIT: 1,48 Mio. €) erzielt wurde.

Gemäß Unternehmensstrategie soll das Wachstum der kommenden Geschäftsjahre sowohl durch organisches (Ausweitung des Spieleportfolios, Erwerb zusätzlicher Spiellizenzen) als auch anorganisches Wachstum (Erwerb von Gesellschaften aus dem Bereich der MMOG) realisiert werden. Um die hierfür notwendigen Investitionen stemmen zu können, befindet sich die gamigo AG derzeit in der Emissionsphase einer 8,50%igen Unternehmensanleihe mit einem geplanten Emissionsvolumen von 15,00 Mio. €. Unter der Voraussetzung erwarten wir für die kommenden Geschäftsjahren ein dynamisches Umsatzwachstum bei einem überproportionalen Ergebnisanstieg. Nicht berücksichtigt haben wir hierhin mögliche positive Ergebniseffekte aus den Bereichen Merchandising und Werbung. Diese Bereiche gelten als verhältnismäßig margenstark.

Zugleich dürften sich die für die Anleihegläubiger wichtigen Bonitätskennzahlen sukzessive verbessern, so dass EBITDA-Zinsdeckungsgrade oberhalb von 4,0 möglich erscheinen. Analog hierzu rechnen wir mit einer deutlichen Verbesserung der Eigenkapitalquote.

Wir haben für die gamigo AG eine Risikoeinstufung vorgenommen, welche wir anschließend um die Ausgestaltungsmerkmale der Unternehmensanleihe adjustiert haben. Von wesentlicher Bedeutung hierfür ist sowohl das erwartete Unternehmenswachstum als auch die in den Anleihebedingungen verankerten, umfangreichen Investorenschutzrechte. Das bereinigte Rendite-/Risikoprofil der gamigo-Anleihe liegt oberhalb des Marktdurchschnitts. Nach der vorgenommenen Adjustierung liegt die gamigo-Anleihe um +8,6 % oberhalb der Regressionsgeraden und ist damit als überdurchschnittlich attraktiv einzustufen. Daher vergeben wir 4 von 5 GBC-Falken.

Anhang

§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 andere 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.htm>

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:
<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung.htm>

§ 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 30.9.2011 ein 5-stufiges absolutes Anleihe-Ratingsystem.

Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings lassen sich folgendermaßen einstufen:

Stark überdurchschnittlich attraktiv (5 GBC Falken)	Die Ausgestaltung der Anleihe ist unter Berücksichtigung der Bonität im Marktvergleich als stark überdurchschnittlich attraktiv einzustufen.
Überdurchschnittlich attraktiv (4 GBC Falken)	Die Ausgestaltung der Anleihe ist unter Berücksichtigung der Bonität im Marktvergleich als überdurchschnittlich attraktiv einzustufen.
Attraktiv (3 GBC Falken)	Die Ausgestaltung der Anleihe ist unter Berücksichtigung der Bonität im Marktvergleich als attraktiv einzustufen.
Unterdurchschnittlich attraktiv (2 GBC Falken)	Die Ausgestaltung der Anleihe ist unter Berücksichtigung der Bonität im Marktvergleich als unterdurchschnittlich attraktiv einzustufen.
Stark unterdurchschnittlich attraktiv (1 GBC Falke)	Die Ausgestaltung der Anleihe ist unter Berücksichtigung der Bonität im Marktvergleich als stark unterdurchschnittlich attraktiv einzustufen.

§ 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.htm>

§ 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 §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV:

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 §34b WpHG 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: 4;5

§ 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 Unternehmen.
- (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) 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 getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) 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 getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (7) Der zuständige Analyst 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.

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese sofern vorhanden, offen zu legen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige **Compliance Officer, Markus Lindermayr, Email: lindermayr@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), Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

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

Die für diese Analyse verantwortliche Analysten sind:

Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Finanzanalyst
Felix Gode, Dipl. Wirtschaftsjurist (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



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
Email: office@gbc-ag.de