



Credit Research (Anno)

gamigo AG



Anorganische Effekte ermöglichen dynamisches Umsatz- und Ergebniswachstum; Neues Umsatz- und Ergebnisniveau nach dem Erwerb der Spieleaktivitäten von ProSiebenSat.1 erwartet

WICHTIGER HINWEIS:

**Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 17**

gamigo AG^{*5a,5b,6a,11}

8,50 %
Corporate Bond

Stammdaten:

ISIN: DE000A1TNJY0
WKN: A1TNJY

Emissionsvolumen:
bis 15,00 Mio. €

Stückelung: 1.000 €
Mindestanlage: 1.000 €

Laufzeit:
20.06.2013 - 19.06.2018

Kupon: 8,50 % p.a.

Zinszahlungen:
vierteljährlich

Ausgabekurs: 100 %
Rückzahlungskurs: 100 %

Börsennotierung:
Quotation Board (Frankfurter
Wertpapierbörse)

Analysten:

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Felix Gode, CFA
gode@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interes-
senskonflikte auf Seite 18

Unternehmensprofil

Branche: Unterhaltung, Medien

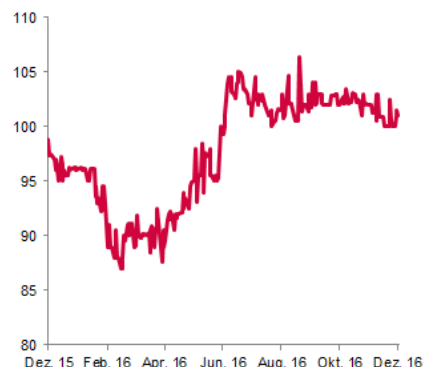
Fokus: Betrieb und Vermarktung von MMOGs (Massive
Multiplayer Online Games)

Mitarbeiter: ca. 300 Stand: Dez. 2016

Gründung: 2000

Firmensitz: Hamburg

Vorstand: Remco Westermann



Die gamigo group ist einer der führenden Onlinegame-Publisher in Europa und Nordamerika mit über 100 Millionen registrierten Nutzerkonten sowie ca. 300 Mitarbeitern in Hamburg, Berlin, Münster, Darmstadt (Deutschland), Chicago (USA) und Seoul (Korea). Zur Gruppe gehören neben der gamigo AG u.a. Aeria Games, Infernum, Intenium, adspree und GameSpree. Das Unternehmen ist als Publisher von Free-to-Play Mobile- und Online-Games tätig und bietet im Rahmen der gamigo-Plattformstrategie auch modulare Software as a Service-Lösungen für den Geschäftskundenbereich an. Über die gamigo-Plattform können Publisher und Entwickler aus aller Welt ihre Produkte effizient und kostengünstig veröffentlichen und vermarkten. Zum Kernportfolio des Unternehmens gehören erfolgreiche Spieletitel wie Aura Kingdom, Desert Operations, Die Ratten, Dragon's Prophet, Echo of Soul, Fiesta Online, Goal One, Last Chaos, Shaiya und Twin Saga. Bereits im Jahr 2000 veröffentlichte gamigo das erste deutschsprachig lokalisierte MMOG. gamigo strebt organisches Wachstum sowie Wachstum durch Übernahmen an und hat seit 2013 über 15 Akquisitionen getätigt, darunter Spiele- und Technologieunternehmen sowie einzelne Spieleassets.

Konzern-GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016e	31.12.2017e
Umsatz	15,10	21,64	40,50	70,07
EBITDA	1,50	4,28	3,10	14,57
EBIT	-1,88	-0,40	-2,60	8,39
Jahresüberschuss	-1,17	0,97	-4,00	6,48

ausgewählte Bonitätskennzahlen

EBITDA-Zinsdeckungsgrad	1,6	2,8	1,9	8,6
EBIT-Zinsdeckungsgrad	-2,0	-0,3	-1,6	4,9
EK-Quote	11,7%	28,3%	47,1%	46,6%
Total Debt/EBITDA	7,8	3,7	7,6	1,6
Total Net Debt/EBITDA	7,5	3,4	6,8	1,0

EXECUTIVE SUMMARY

- In den vergangenen Geschäftsjahren hat die gamigo AG eine eindrucksvolle Wachstumsdynamik erreicht. Der maßgebliche Faktor hierfür ist die Umsetzung der anorganischen Wachstumsstrategie, im Zuge derer in den vergangenen Geschäftsjahren eine Reihe von etablierten Spieleanbietern, von Technologieunternehmen sowie neuer Spiellizenzen erworben wurden. Vor dem Hintergrund der anhaltenden Konsolidierungstendenzen am Markt für Onlinespiele war damit der gamigo-Konzern in der Lage, seine Marktanteile auszubauen.
- Besonders erwähnenswert ist die im Juli 2016 erfolgte Akquisition der Spieleaktivitäten von ProSiebenSat.1. Alleine durch diese Übernahme, welche im Rahmen einer Sachkapitalerhöhung in Höhe von 32,00 Mio. € erfolgt ist, hat sich der Bestand auf ca. 140 Mio. Spielekonten etwa verdoppelt. Die Gesellschaft weist eine ähnliche Umsatzgrößenordnung wie der gamigo-Konzern auf, bei einer allerdings noch negativen Ergebnissituation.
- Ohne Einbezug der ProSiebenSat.1-Akquisition hat der gamigo-Konzern auch in den ersten sechs Monaten 2016 seinen Wachstumskurs fortgesetzt, mit einem Umsatzwachstum in Höhe von 59,3 % auf 13,91 Mio. € (VJ: 8,73 Mio. €). Auf Basis des primär aus anorganischen Effekten stammenden Umsatzwachstums verzeichnete die Gesellschaft eine deutliche Verbesserung des EBITDA auf 2,48 Mio. € (VJ: 1,54 Mio. €), wobei hier einmalige akquisitionsbedingte Kosten in Höhe von 0,88 Mio. € angefallen waren. Bereinigt um diese Sonderaufwendungen wäre der EBITDA-Anstieg noch stärker ausgefallen und die EBITDA-Marge hätte bei 24,2 % gelegen. Ausgehend hiervon weist die gamigo AG beim EBITDA-Zinsdeckungsgrad einen für Anleiheinvestoren komfortablen Wert von 2,8 auf.
- Unter Einbezug der im laufenden Geschäftsjahr erworbenen Aktivitäten von ProSiebenSat.1 wird der gamigo-Konzern zum Geschäftsjahresende 2016 ein signifikant und nachhaltig verändertes GuV- und Bilanzbild aufweisen. Alleine die Zusammenführung dieser beiden Gesellschaften dürfte eine Verdoppelung der Umsätze nach sich ziehen. Da die anorganischen Effekte des erworbenen Spieleportfolios von ProSiebenSat.1 in 2016 halbjährig und in 2017 erstmals ganzjährig einbezogen sind, rechnen wir mit einem erheblichen Umsatzwachstum auf 43,35 Mio. € (2016) sowie auf 65,90 Mio. € (2017). Sukzessive sollten zudem Skaleneffekte im Zuge der Zusammenführung der technischen und personellen Infrastruktur zum Tragen kommen. Zunächst rechnen wir aber mit Sonderaufwendungen, weswegen wir für 2016 von einer leichten EBITDA-Reduktion auf 4,00 Mio. € ausgehen. Erst im kommenden Geschäftsjahr erwarten wir einen deutlichen EBITDA-Anstieg auf 14,57 Mio. €.
- Auf dieser Basis erwarten wir, nach dem leichten Rückgang in 2016, eine weitere Verbesserung der Bonitätskennzahlen, hier insbesondere der Zinsdeckungsgrade. Die Sachkapitalerhöhung im Zuge der ProSiebenSat.1-Akquisition wird jedoch einen deutlichen Anstieg des Eigenkapitals und, trotz der ausgeweiteten Bilanzsumme, der EK-Quote auf 47,1 % (31.12.15: 28,3 %) nach sich ziehen.
- Die gamigo-Anleihe notiert derzeit bei einem Kurs von 101,0 % und damit leicht über pari. Während der Anleihelaufzeit ist die Gesellschaft sämtlichen Zinsverpflichtungen nachgekommen und hat zudem alle Transparenzpflichten eingehalten. Eine Rückzahlung der Anleihe aus dem operativen Cashflow ist ein nachvollziehbares Szenario.

INHALTSVERZEICHNIS

Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktive Akquisitionsstrategie bei Marktkonsolidierung.....	4
Akquisition der Spielaktivitäten von ProSiebenSat.1.....	4
Geschäftsstrategie	5
Geschäftsstrategie B2C	5
Geschäftsstrategie B2B.....	6
Markt und Marktumfeld	7
Unternehmensentwicklung.....	9
Geschäftsentwicklung zum 30.06.2016	9
Umsatzentwicklung zum 30.06.2016.....	9
Ergebnisentwicklung zum 30.06.2016.....	10
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.06.2016	11
Konzernprognose und Entwicklung der Bonitätskennzahlen	12
Umsatzprognosen 2016 und 2017	12
Ergebnisprognosen 2016 und 2017	13
Entwicklung der Bonitätskennzahlen 2016 und 2017.....	14
Eckdaten der Unternehmensanleihe.....	15
Anleihebedingungen	15
Investorenschutzrechte.....	15
Anhang	17

UNTERNEHMEN

Aktive Akquisitionsstrategie bei Marktkonsolidierung

Der Fokus des gamigo-Konzerns lag in den vergangenen Geschäftsjahren auf den Erwerb von Unternehmen und damit auf dem anorganischen Wachstum. Hierzu gehört sowohl der Erwerb von etablierten Spieleanbietern als auch von Technologie-Unternehmen, als Grundlage für eine erhöhte Anzahl an Spiele-Accounts und Angebotspalette. Letztendlich ist dies ein wichtiges Rüstzeug in einem kompetitiven und von Konsolidierungstendenzen geprägten Marktumfeld und stellt damit den Gewinn von Marktanteilen sicher. Folgende Akquisitionen von Unternehmen, Portalen oder Spielen wurden in den vergangenen Geschäftsjahren getätigt:

Unternehmen	Übernahmedatum	Transaktionsart
Outspark		Erwerb Spielereizenz Fiesta Online
Aeria games		Erwerb Spielereizenz Last Chaos
Gulli.com		Erwerb des Gulli.com-Portals
Game Masters		Erwerb der Kundenbasis
Piraya Mobile GmbH		Unternehmensgründung
Intenium GmbH	Sep. 2014	Unternehmenserwerb
GameSpree GmbH	April 2015	Unternehmenserwerb
MBE GmbH	Juli 2015	Unternehmenserwerb
Infernum Games GmbH	Juli 2015	Unternehmenserwerb
POGED GmbH	Sep. 2015	Unternehmenserwerb
Looki Publishing GmbH	Okt. 2015	Unternehmenserwerb
Intenium Technologies GmbH	Feb. 2016	Unternehmenserwerb
Fiesta worldwide IP	März 2016	Erwerb weltweite Spielereizenz
Playzo Games GmbH	Mai 2016	Unternehmenserwerb
Aeria Games GmbH	Juli 2016	Unternehmenserwerb
Seven Games Network	Juli 2016	Unternehmenserwerb

Quelle: gamigo AG; GBC AG

Akquisition der Spielaktivitäten von ProSiebenSat.1

Der größte Unternehmenserwerb in der Historie des gamigo-Konzerns ist die im Juli 2016 erfolgte Übernahme der ElbSpree media Holding GmbH (vormals: ProSiebenSat.1 Games GmbH) zusammen mit den Tochtergesellschaften adsprees media GmbH, Aeria Games Inc. und Aeria Games GmbH. Die Akquisition erfolgte im Rahmen einer Sachkapitalerhöhung durch die Ausgabe von gamigo-Aktien zu einem Ausgabepreis von insgesamt 32,00 Mio. €. Die ProSiebenSat.1 Digital GmbH verfügt im Rahmen der Sachkapitalerhöhung nun über eine 33%ige Beteiligung an der gamigo AG.

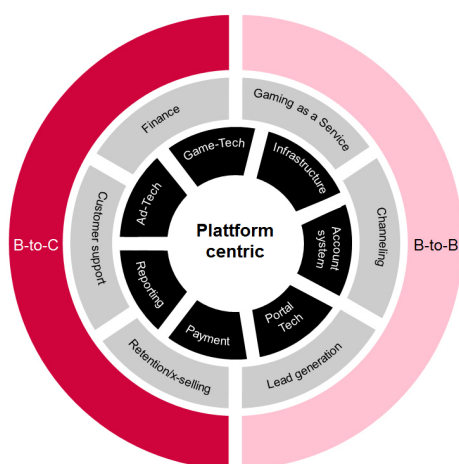
Dieser Kauf führte zu einem signifikanten Anstieg sowohl des Spieleportfolios als auch bei den Spiele-Accounts. Mit dem Zusammenführen der beiden Online- und Mobile-Spieleportfolios verfügt die gamigo über eine signifikant erhöhte Reichweite von derzeit etwa 140 Mio. Spiele-Accounts (zuvor: ca. 70 Mio. Spiele-Accounts). Die Gesellschaft bietet nunmehr Spiele in über 40 Ländern an, mit dem Fokus auf Europa und Nordamerika, und verfügt über Niederlassungen in Berlin, Hamburg, Münster, Seoul, Chicago und San Francisco.

Neu hinzugekommene Spiele wie etwa „Aura Kingdom“ oder „Echo of Soul“ zählen bereits jetzt mit jährlichen Umsatzerlösen in Höhe von ca. 2,2 Mio. € zu den umsatzstärksten Titeln im gamigo-Portfolio.

Geschäftsstrategie

Der Fokus und die Grundlage für das unternehmerische Handeln der gamigo AG stellt die modular aufgebaute Plattform, welche sowohl selbst entwickelt als auch im Rahmen des anorganischen Wachstums erweitert wurde. Die gamigo-Plattform deckt dabei alle relevanten infrastrukturellen Bereiche für den Betrieb von Onlinespielen ab. Dazu gehört der Betrieb von Servern, die Verwaltung von Spiele-Accounts oder die technologische Betreuung der Spiele oder von Spieleportalen. Flankierend hierzu werden im Rahmen der gamigo-Plattform auch Werbe- Reporting- oder Bezahlleistungen abgedeckt. Neben dem angestammten Bereich B2C ist damit die Gesellschaft zunehmend in der Lage, den Bereich der Geschäftskunden stärker zu adressieren und folglich neue Umsatzströme zu generieren.

Angebotspalette der gamigo AG



Quelle: gamigo AG; GBC AG

Geschäftsstrategie B2C

Der originäre Geschäftsschwerpunkt der gamigo AG umfasst den Bereich „Spiele Publishing“. Im Rahmen dessen tritt die Gesellschaft als Betreiber und Vermarkter von internationalen Computerspielen aus dem Segment der so genannten MMOGs (Massively Multiplayer Online Games) auf. Die Kunden der Gesellschaft können die angebotenen Spiele direkt im Browser oder als Clientgame online spielen. Dabei werden Spiellizenzen von verschiedenen Entwicklern weltweit erworben und selbst vermarktet. Die Lizenzen weisen in der Regel eine Laufzeit von 36 Monaten auf, wobei typischerweise eine Verlängerungsoption vereinbart wird. Der Lizenzgeber (Spieleentwickler) wird typischerweise von der gamigo AG über umsatzabhängige Lizenzgebühren (so genannte Royalties) entlohnt.

Grundsätzlich handelt es sich bei den gamigo-Spielen im Rahmen der Eigenpublikation um so genannte Free-to-Play-Spiele und dementsprechend ist die Haupteinnahmequelle der Gesellschaft der Verkauf virtueller Güter. Diese ermöglichen entweder einen schnelleren Spielfortschritt oder ein individuelleres Spielerlebnis durch den Spieler. Die wichtigsten Titel dieses Segments sind die Spiele „Fiesta Online“, „Last Chaos“, „Kings and Legends“, oder „Desert Operations“ mit denen jeweils substantielle Umsatzerlöse erzielt werden.

Neu hinzugekommene Spiele aus dem ProSiebenSat.1-Erwerb wie „Aura Kingdom“ oder „Echo of Soul“ aber auch geplante Spieleintroduktionen wie „Bless“ oder „My Diddl Mouse“

sollen einem möglichen Klumpenrisiko entgegenwirken und das weitere Wachstum unterstützen.

Geschäftsstrategie B2B

Im Rahmen des Bereiches Plattform-Services, welches seit 2014 signifikant vorangetrieben wurde, fungiert die gamigo AG als unabhängige Schnittstelle und damit verbindendes Element zwischen Entwickler und dem Spielvertrieb. Die Spieleentwickler oder internationale Publisher greifen dabei auf die technisch erweiterte Plattform der gamigo AG zurück und können im Rahmen dessen verschiedene Dienstleistungen in Anspruch nehmen. Die Bereitstellung der technischen Infrastruktur, Abrechnungs- und Reportingdienstleistungen aber auch der so genannten In-Game-Betreuung sowie Marketingaufgaben decken das Dienstleistungsspektrum der gamigo AG ab und sollen insgesamt den Wertbeitrag eines Spiels erhöhen. Darüber hinaus können gamigo-Kunden Zugang zu über 140 Millionen registrierten Spielekonten bekommen. Partnerschaften mit weltweit führenden Spieleentwicklern belegen die hohe Attraktivität der gamigo-Plattform und liefern damit bereits frühzeitig einen „proof of concept“.

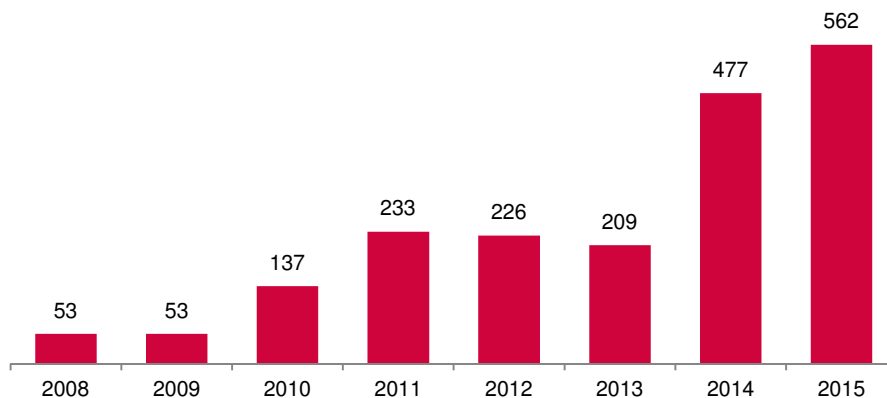
Ein wichtiges Unterscheidungsmerkmal dieses zweiten Geschäftssegments zum angestammten Bereich der Spielepublikation ist das vergleichsweise geringere Risiko, da hierfür niedrigere Investitionen und damit eine nur geringe Kapitalbindung erforderlich sind. So müssen etwa keine Lizenzen vor der Publikation erworben werden, da der Spieleentwickler weiterhin als Lizenzinhaber fungiert. Zudem geht die neue Plattformstrategie mit einer hohen Skalierbarkeit einher.

MARKT UND MARKTUMFELD

Mit den beiden Geschäftsbereichen Game Publishing und Plattform-Services bedient die gamigo AG eine Branche, die in den vergangenen Geschäftsjahren besonders dynamisch gewachsen ist und weiterhin hohe Wachstumsraten vorweisen dürfte. Insgesamt ist dabei der Markt für Computer- und Videospiele in Deutschland im Jahr 2015 um 4,5 % auf 2,81 Mrd. € (2014: 2,69 Mrd. €) angewachsen und weist damit eine Fortsetzung der vergleichsweise hohen Wachstumsdynamik auf. Getrennt nach Teilsegmenten, wird innerhalb dieser wachstumsstarken Branche eine heterogene Entwicklung ersichtlich.

Insbesondere der für die gamigo AG relevante Teilbereich der Mikrotransaktionen, also der Umsätze mit dem Verkauf virtueller Güter und Zusatzinhalte, entwickelte sich mit einem Umsatzwachstum in Höhe von 17,8 % auf rund 562 Mio. € (VJ: 477 Mio. €) am dynamischsten innerhalb der Videospielebranche. Die Haupteinnahmequelle bei den so genannten Free-to-Play-Spielen der gamigo AG ist der Verkauf virtueller Güter und damit positioniert sich die Gesellschaft im Sweet Spot des Gaming-Sektors.

Umsätze mit virtuellen Gütern & Zusatzinhalten (in Mio. €)

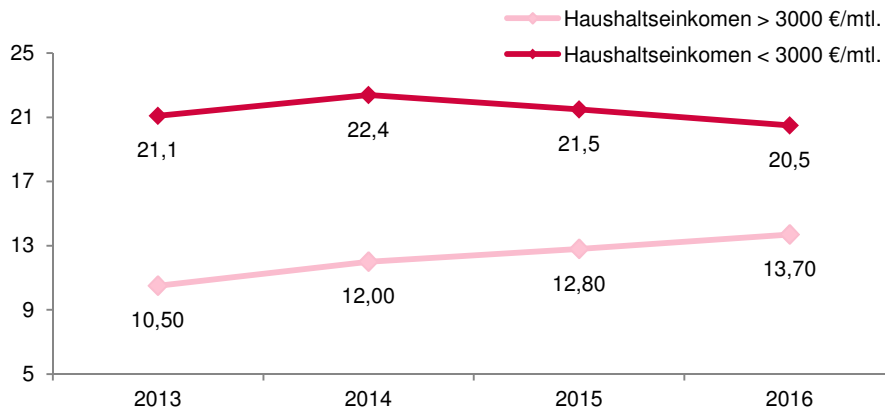


Quelle: BIU – Bundesverband Interaktive Unterhaltungssoftware; GBC AG

Dass sich der Markt für Mikrotransaktionen in den vergangenen Jahren zum wichtigsten Wachstumstreiber für die Gesamtbranche entwickelt hat, liegt unseres Erachtens an den niedrigen Einstiegshürden für die Nutzer von Free-to-Play-Spielen. Auch der verbesserte Online-Zugang sowie die Verbreitung mit onlinefähigen Smartphones sind wichtige Treiber für diese Entwicklung sowie eine gute Grundlage für die Veröffentlichung neuer Spiele.

Ein weiterer Aspekt ist die Altersstruktur der Nutzer digitaler Spiele, welche in den vergangenen Jahren insbesondere in den einkommens- bzw. vermögensstarken Altersgruppen einen starken Zuwachs aufweist. Gemäß Statistiken des BIU (Bundesverband Interaktive Unterhaltungssoftware) sind derzeit 25,3 Mio. in der Altersgruppe der über 20jährigen aktive Nutzer digitaler Spiele, was gegenüber dem Vorjahr (22,8 Mio. €) einem Anstieg von 11,0 % gleichkommt. Interessanter ist hier die Einkommensverteilung bei den aktiven Spielern. Während bei den Haushalten mit einem Einkommen von unter 3.000 €/mtl. die Nutzeranzahl gegenüber 2013 um 2,8 % auf 20,5 Mio. (VJ: 21,1 Mio.) gefallen ist, wurde bei den Haushalten mit einem Einkommen über 3.000 €/mtl. ein Anstieg der Nutzer um 30,5 % auf 13,7 Mio. (VJ: 10,5 Mio.) ermittelt (Quelle: BIU/GfK).

Haushaltseinkommensbedingte Entwicklung der Nutzer digitaler Spiele (in Mio.)

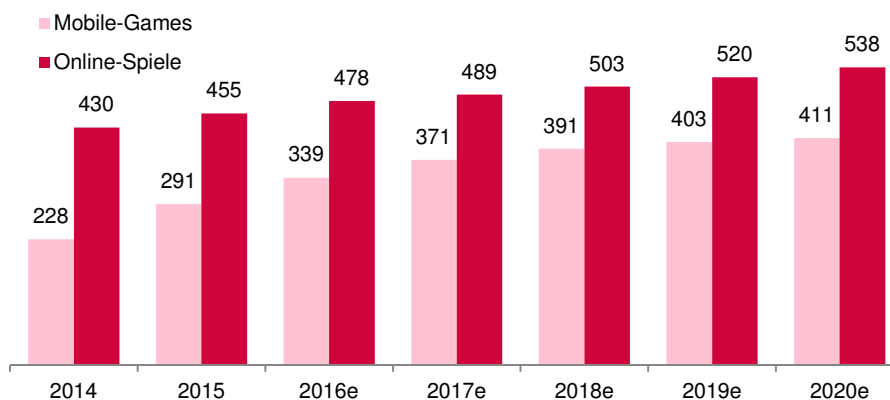


Quelle: BIU/GfK; GBC AG

Analog zu dieser skizzierten Entwicklung haben sich die monatlichen Ausgaben für den Erwerb virtueller Güter von 6,09 € (2013) auf aktuell 12,02 € je Nutzer in etwa verdoppelt.

Auch künftig dürften sich die so genannten In-Game-Käufe sehr dynamisch entwickeln und insbesondere bei den Mobile Games und bei den Online-/Browsergames, den für die gamigo AG relevanten Spielsegmenten, für ein überdurchschnittliches Wachstum sorgen. Gemäß dem Digital Market Outlook (Statista.de) wird bis zum Jahr 2020 ein jährlicher Umsatzanstieg bei den Mobile Games in Höhe von 10,3 % und bei den Online-Spielen in Höhe von 3,8 % erwartet.

Prognostizierte Umsätze mit Mobile-Games und Online-Spielen (in Mio. €)



Quelle: Statista (Digital Market Outlook)

Es gilt hier zu bedenken, dass bei der gamigo-Kundenbasis zwar eine starke Fokussierung auf den deutschen Markt erkennbar ist, grundsätzlich stufen wir die regionalen Einschränkungen als vergleichsweise gering ein. Mit Blick auf die weltweiten Wachstumsraten der gamigo-Segmente wird eine im Vergleich zu Deutschland sogar dynamischere Entwicklung gesehen. Während die Unternehmensberatung PwC beispielsweise für Deutschland ein Wachstum des Marktes für Computer- und Videospiele (2015-2018) in Höhe von jährlich 3,8 % prognostiziert, soll weltweit ein Wachstum in Höhe von jährlich 5,8 % erreicht werden. Die Aufholeffekte in Asien, Südamerika und Osteuropa sollen hier maßgeblich zur erwarteten höheren Dynamik beitragen. Aber auch die vergleichsweise stark penetrierten Industrienationen sollen als Folge der technologischen Entwicklung ein hohes Marktwachstum erreichen.

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG

Geschäftsentwicklung zum 30.06.2016

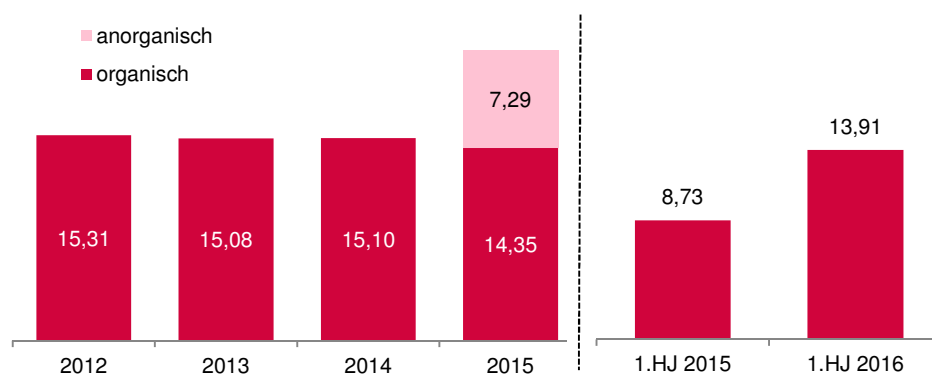
in Mio. €	GJ 2013	GJ 2014	GJ 2015	1.HJ 2015	1.HJ 2016
Umsatzerlöse	15,08	15,10	21,64	8,73	13,91
EBITDA	-0,29	1,50	4,28	1,54	2,48
EBITDA-Marge	neg.	10,0%	19,8%	17,6%	17,8%
EBIT	-3,47	-1,88	-0,40	-0,52	-0,41
EBIT-Marge	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
JÜ	-1,73	-1,17	0,97	0,64	-0,56

Quelle: gamigo AG, GBC AG

Umsatzentwicklung zum 30.06.2016

Der gamigo-Konzern hat insbesondere im vergangenen Geschäftsjahr 2015 einen spürbaren Umsatzsprung von 15,10 Mio. € (GJ 2014) auf 21,64 Mio. € (GJ 2015) gemacht und damit das Umsatzniveau auf ein deutlich höheres Level angehoben. Ein wichtiger Aspekt dieser Entwicklung sind die in den vergangenen Geschäftsjahren erfolgten Unternehmensakquisitionen, welche insbesondere auf Gesamtjahresbasis 2015 erhebliche anorganische Effekte in Höhe von insgesamt 7,29 Mio. € nach sich gezogen haben. Die anorganischen Effekte des abgelaufenen Geschäftsjahres 2015 hatten aufgrund des erstmaligen Einbezugs im laufenden Geschäftsjahr 2016 ebenfalls einen entsprechenden Umsatzanstieg auf 13,91 Mio. € (1.HJ 2015: 8,73 Mio. €) zur Folge.

Umsatzentwicklung des gamigo-Konzerns (in Mio. €)



Quelle: gamigo AG; GBC AG

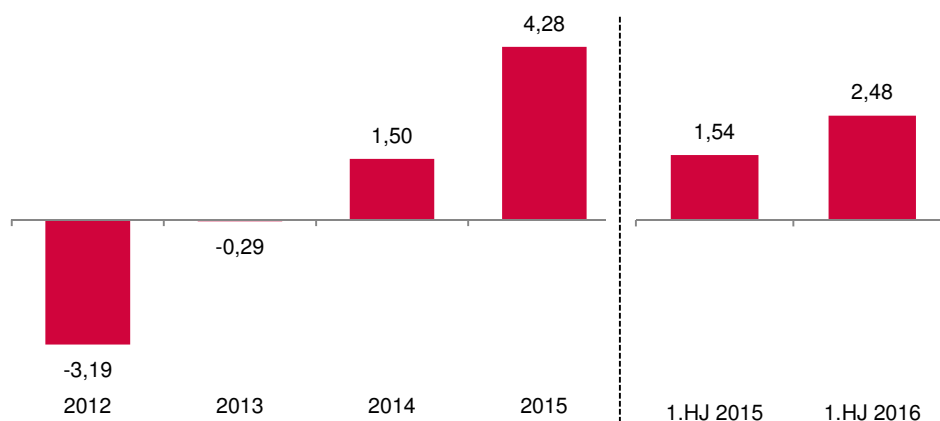
Bei der erheblichen akquisitionsbedingten Ausweitung des Konsolidierungskreises handelt es sich um die Games Spree GmbH (Umsatzbeitrag 2015: 2,20 Mio. €), Mobile Business Engine GmbH (Umsatzbeitrag 2015: 2,57 Mio. €), Infernum Games GmbH (Umsatzbeitrag 2015: 0,69 Mio. €), POGED GmbH (Umsatzbeitrag 2015: 0,48 Mio. €) sowie um die Looki Publishing GmbH (Umsatzbeitrag: 1,36 Mio. €). Im ersten Halbjahr 2016 setzte die gamigo AG mit dem Erwerb der Looki Assembly Studios GmbH die rege Akquisitionstätigkeit fort. Damit ist es dem gamigo-Konzern nicht nur gelungen die Umsatzbasis zu steigern, zudem konnte sowohl das Produktspektrum als auch die Anzahl der angebotenen Spiele mit den dazugehörigen Spiele-Accounts erweitert werden.

Der Rückgang beim um anorganische Effekte bereinigten Umsatz basiert auf der in den vergangenen Jahren umgesetzten Bereinigung des Spieleportfolios und einer dazugehörigen Einstellung margenschwacher Spielertitel. Darüber hinaus hat der gamigo-Konzern die risikoreiche Spieleentwicklung eingestellt.

Ergebnisentwicklung zum 30.06.2016

Grundsätzlich handelt es sich bei den in 2015 und 2016 akquirierten neuen Konzerngesellschaften um rentable Unternehmen, welche einen positiven Ergebnisbeitrag geleistet haben. Dementsprechend verzeichnete der gamigo-Konzern, analog zum deutlichen Umsatzanstieg, sowohl auf Basis des Geschäftsjahres 2015 als auch in den ersten sechs Monaten 2016 jeweils einen starken EBITDA-Sprung, verbunden mit einer Verbesserung der EBITDA-Marge. Der EBITDA-Anstieg wäre ohne Berücksichtigung der akquisitionsbedingten Einmalaufwendungen (Integrationsaufwendungen, Transaktionskosten etc.) sogar noch höher ausgefallen. Beispielsweise sind im ersten Halbjahr 2016 einmalige Kosten in Höhe von 0,88 Mio. € angefallen. Das bereinigte EBITDA wäre hier deutlich auf 3,37 Mio. € (1.HJ 15: 1,54 Mio. €) angestiegen und die entsprechende auf den Umsatz bezogene EBITDA-Marge hätte bei 24,2 % (1.HJ 15: 17,6 %) gelegen. Diese Größenordnung liegt sogar oberhalb des von uns erwarteten langfristigen Wertes und ist damit als ein Proof-of-Concepts für unsere Prognosen zu betrachten.

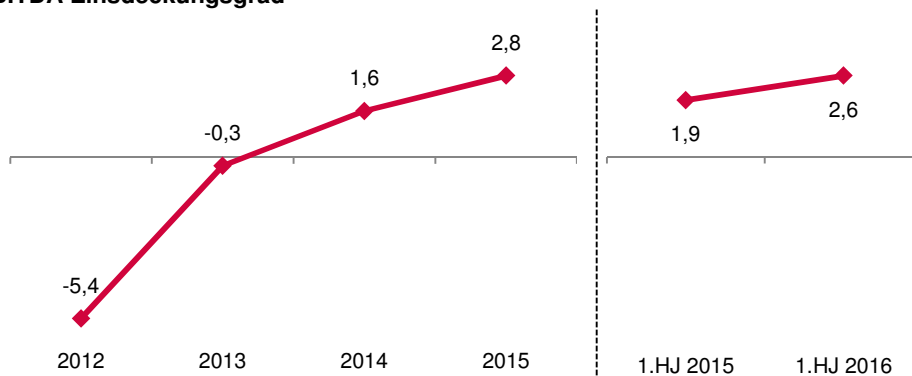
EBITDA-Entwicklung (in Mio. €)



Quelle: gamigo AG; GBC AG

Ausgehend von der deutlichen Verbesserung des EBITDA kletterte auch die für Anleiheinvestoren wichtige Kennzahl EBITDA-Zinsdeckungsgrad in den ersten sechs Monaten 2016 auf 2,6 (1.HJ 15: 1,9). Erwähnenswert ist hier die akquisitionsbedingte höhere Inanspruchnahme der finanziellen Verbindlichkeiten, was zu einem Anstieg bei den Finanzaufwendungen geführt hat. In den vergangenen 18 Monaten kletterten die gesamten Finanzverbindlichkeiten von 11,76 Mio. € (31.12.14) auf 20,26 Mio. € (30.06.16). Auf Ebene des Geschäftsjahres 2015 kletterte der Finanzaufwand auf 1,55 Mio. € (GJ 14: 0,96 Mio. €) und in den ersten sechs Monaten 2016 auf 0,94 Mio. € (1.HJ 15: 0,83 Mio. €):

EBITDA-Zinsdeckungsgrad



Quelle: gamigo AG; GBC AG

Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.06.2016

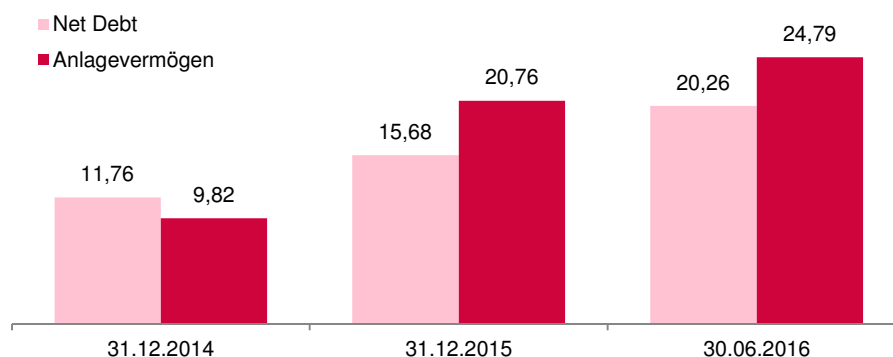
nach IFRS (in Mio. €)	31.12.2014	31.12.2015	30.06.2016
Eigenkapital	2,00	9,21	8,35
EK-Quote (in %)	11,7%	28,3%	22,5%
Anlagevermögen	9,82	20,76	24,79
Working Capital	-1,11	-2,28	-3,97
Total Debt	11,76	15,68	20,26
Liquide Mittel	0,56	1,35	2,07
Net Debt	11,20	14,34	18,19
Cashflow (operativ)	0,31	1,39	1,46
Cashflow (Investition)	-2,76	-2,11	-2,21
Cashflow (Finanzierung)	1,25	0,57	0,08

Quelle: gamigo AG; GBC AG

Die rege Akquisitionstätigkeit des Geschäftsjahres 2015 hat deutliche Veränderungen bei den Konzernbilanzrelationen der gamigo AG hervorgerufen. In erster Linie bedeutet die erstmalige Konsolidierung der zuletzt sechs erworbenen neuen Konzerngesellschaften eine erhebliche Ausweitung der Bilanzsumme zum 30.06.16 auf 37,13 Mio. € (31.12.14: 17,08 Mio. €). Aktivseitig wird dabei die Bilanzverlängerung maßgeblich vom ausgeweiteten Anlagevermögen, hier vor allem von einem Anstieg bei den Geschäfts- und Firmenwerten (Goodwill) auf 7,95 Mio. € (31.12.14: 0,42 Mio. €), getragen.

Für die Finanzierung des anorganischen Wachstums hat der gamigo-Konzern auf einen Mix auf Eigen- und Fremdkapital zurückgegriffen. So wurde das Eigenkapital durch die drei im Geschäftsjahr 2015 erfolgten Kapitalerhöhungen (Sach- und Barkapitalerhöhungen) um insgesamt 6,36 Mio. € auf 8,35 Mio. € (31.12.14: 2,00 Mio. €) erheblich ausgeweitet. Trotz der Bilanzverlängerung kletterte die dazugehörige EK-Quote damit deutlich auf 22,5 % (31.12.14: 11,7 %) an. Parallel dazu führte der Erwerb der neuen Konzerngesellschaften zu einer Erhöhung der finanziellen Verschuldung auf 20,26 Mio. € (31.12.14: 11,76 Mio. €). Im Wesentlichen handelt es sich dabei um einen Anstieg der kurzfristigen Darlehensverbindlichkeiten, der anstehenden Kaufpreisverbindlichkeiten sowie um einen Anstieg bei den Anleihemitteln, welche teilweise als Kaufwährung eingesetzt wurden. Der Bilanzausweis der 8,5%-Unternehmensanleihe beläuft sich zum Bilanzstichtag 30.06.16 auf 8,95 Mio. € (31.12.14: 6,52 Mio. €).

Entwicklung Net Debt und Anlagevermögen (in Mio. €)



Quelle: gamigo AG; GBC AG

Das hier dargestellte Bilanzbild wird jedoch insbesondere im Zuge der nach dem Bilanzstichtag erfolgten Akquisition der ElbSpree media Holding GmbH (vormals: ProSiebenSat.1 Games GmbH) erheblichen Veränderungen unterliegen (siehe Konzernprognose).

KONZERNPROGNOSE UND ENTWICKLUNG DER BONITÄTSKENNZAHLEN

Konzern-GuV (in Mio. €)	GJ 2014	GJ 2015	GJ 2016e	GJ 2017e
Umsatzerlöse	15,10	21,64	40,50	70,07
EBITDA	1,50	4,28	3,10	14,57
EBITDA-Marge	10,0%	19,8%	9,2%	22,1%
EBIT	-1,88	-0,40	-2,60	8,39
EBIT-Marge	neg.	neg.	neg.	12,7%
Jahresüberschuss	-1,17	0,97	-4,00	6,48
EBITDA-Zinsdeckungsgrad	1,6	2,8	1,9	8,6
EBIT-Zinsdeckungsgrad	-2,0	-0,3	-1,6	4,9
EK-Quote	11,7%	28,3%	47,1%	46,6%
Total Net Debt/EBITDA	7,5	3,4	6,8	1,0

Quelle: GBC AG

Aufgrund der nach dem Stichtag 30.06.2016 erfolgten Übernahme der ElbSpree media Holding GmbH (vormals ProSiebenSat.1 Games GmbH) wird der gamigo-Konzern zum 31.12.2016 ein deutlich und nachhaltig verändertes GuV- und Bilanzbild aufweisen. Im Zuge der ProSiebenSat.1-Akquisition wurden auch deren renommierte Tochtergesellschaften adsprees media GmbH (vormals: Seven Games Network GmbH) sowie Aeria Games Inc. und Aeria Games GmbH übernommen. Die neu erworbenen Gesellschaften sind vom Umsatzniveau her vergleichbar mit der gamigo AG, welche auf Stand-Alone-Basis und auf Grundlage des aktuellen Spieleportfolios eine jährliche Umsatz-Run-Rate von ca. 30 Mio. € aufweist.

Alleine die Zusammenführung dieser beiden Gesellschaften dürfte eine Verdoppelung der Umsätze nach sich ziehen. Bereits kurz- bis mittelfristig ist es aber geplant, die ersten Synergieeffekte aus dieser Transaktion zu heben. Im Zuge einer zum Teil bereits umgesetzten Zusammenführung der technischen und personellen Infrastruktur konnten schon frühzeitig Kosteneinsparungen erzielt werden. Umsatzseitig sollen zusätzliche Umsatzerlöse im Rahmen einer stärkeren Ansprache der deutlich ausgeweiteten Anzahl der Spiele-Accounts erzielt werden. Wir gehen davon aus, dass sich im Rahmen der Akquisition der Bestand auf etwa 140 Mio. Spielekonten verdoppelt haben dürfte. Es wird also klar, dass der Erwerb der ProSiebenSat.1-Spieleaktivitäten ein konsequenter Schritt im Zuge der nunmehr mehrere Jahre umgesetzten Wachstumsstrategie ist. Das Ziel ist es, im sich konsolidierenden Spielmarkt durch organisches sowie anorganisches Wachstum wettbewerbsfähig zu bleiben.

Umsatzprognosen 2016 und 2017

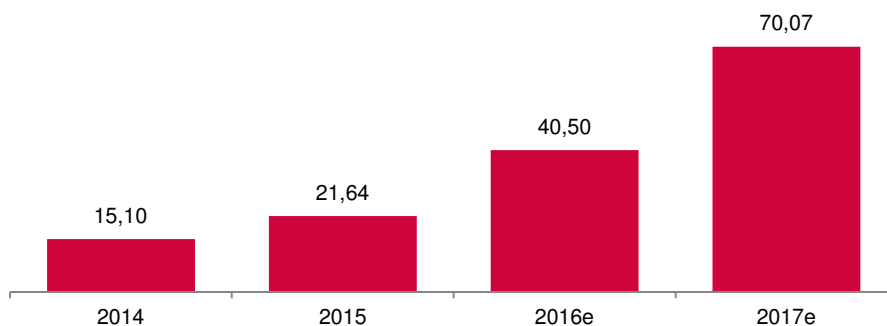
Auch wenn es ein erklärtes Ziel des gamigo-Konzerns ist, weiter anorganisch zu wachsen, gehen wir in unseren Umsatz- und Ergebnisprognosen vom aktuellen Konzernumfang aus. Alleine die Hinzurechnung der neu hinzugekommenen Umsatzbestandteile aus dem Spieleportfolio von ProSiebenSat.1 wird einen deutlichen Anstieg der Umsatzbasis nach sich ziehen. Für das laufende Geschäftsjahr 2016 haben wir zunächst keine Synergieeffekte berücksichtigt und daher die ProSiebenSat.1-Umsätze für den Zeitraum vom 01.07.2016 bis zum Geschäftsjahresende 2016 einbezogen. Gemäß Unternehmensangaben weist die akquirierte Gesellschaft ein jährliches Umsatzniveau in Höhe von ca. 35 Mio. € und damit auf Halbjahresbasis in Höhe von ca. 17,5 Mio. € auf.

Ohne ProSiebenSat.1 gehen wir bei der gamigo AG von Umsatzerlösen in Höhe von ca. 23,00 Mio. € aus, was angesichts der Halbjahresumsätze in Höhe von 13,91 Mio. € eine sehr realistische Annahme ist. Hier spielt auch der relativ neue B2B-Bereich eine wichti-

ge Rolle, welcher als Plattformgeschäft speziell im Bereich des Gaming-as-a-Service eine zunehmende Bedeutung erlangen dürfte. Mittelfristig soll dieser Bereich für mindestens 30 % der Gesamtumsätze verantwortlich sein und ist damit ein Beleg für die sich fortsetzende Konsolidierung am europäischen Online-Spielemarkt. Der gamigo-Konzern hat zur Stärkung dieses Geschäftssegments weitere Übernahmen durchgeführt, zuletzt der Erwerb der Analytics-Software HoneyTracks von iQU.

Im kommenden Geschäftsjahr 2017 rechnen wir im Zuge des ganzjährigen Einbezugs der ProSiebenSat.1-Umsätze mit erheblichen anorganischen Umsatzeffekten. Im kleinen Umfang beziehen wir auch das Heben von Synergieeffekten ein, wenngleich wir diese noch konservativ als gering einstufen. Zudem dürfte das organische Wachstum im Rahmen von geplanten Spieleinführungen (u.a. Bless, Diddl Mouse etc.) ebenfalls einen Umsatzbeitrag beisteuern.

Umsatzerlöse (in Mio. €)

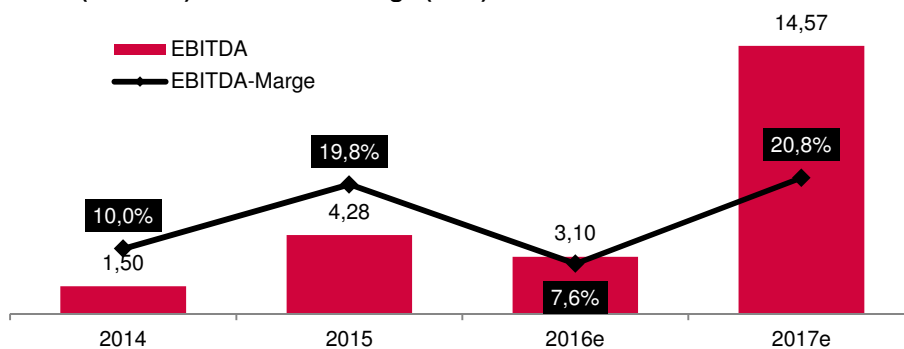


Quelle: GBC AG

Ergebnisprognosen 2016 und 2017

Die hohe akquisitorische Aktivität des gamigo-Konzerns geht mit entsprechenden einmaligen Kostenbelastungen (Akquisitionskosten, Integrationskosten etc.) einher. Insbesondere die Übernahme der Spieleaktivitäten von ProSiebenSat.1, als größter Erwerb der Unternehmensgeschichte, hat bereits im ersten Halbjahr 2016 Sonderaufwendungen ausgelöst. Wir gehen sogar von einem Anstieg der einmaligen Belastungen im zweiten Halbjahr 2016 aus, was sich entsprechend negativ auf die Ergebnissituation auswirken dürfte.

EBITDA (in Mio. €) und EBITDA-Marge (in %)



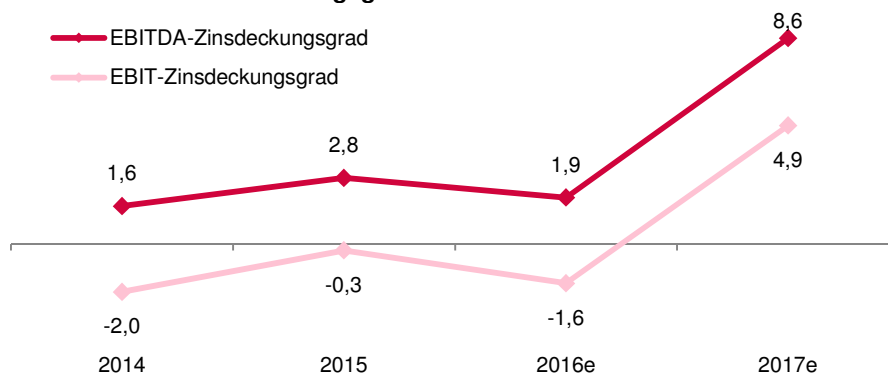
Quelle: GBC AG

Daher rechnen wir zunächst mit einem EBITDA-Rückgang, welcher jedoch nur temporärer Natur ist und damit bereits im kommenden Geschäftsjahr 2017 ein deutliches EBITDA-Wachstum erzielt werden dürfte. Hier haben wir die ersten maßgeblichen Skaleneffekte auf Kostenseite berücksichtigt.

Entwicklung der Bonitätskennzahlen 2016 und 2017

Ausgehend vom zunächst leichten Ergebnismrückgang ist mit einer rückläufigen Entwicklung des Zinsdeckungsgrades zu rechnen. Hier sind auch die tendenziell höheren Finanzaufwendungen berücksichtigt, als Folge der höheren Inanspruchnahme von Fremdkapital. Nach wie vor stellen die Anleihehaber mit einem ausstehenden Volumen in Höhe von 9,54 Mio. € die größte Gläubigergruppe dar. Der deutliche prognostizierte EBITDA-Anstieg in 2017 sollte dann auch zu einer erheblichen Ausweitung des EBITDA-Zinsdeckungsgrades führen. Auf EBIT-Basis dürfte die gamigo AG noch einen negativen Zinsdeckungsgrad aufweisen. Dies ist insbesondere auf einen Anstieg bei den nicht liquiditätswirksamen Abschreibungen zurückzuführen, welche im Zuge der ProSiebenSat.1-Akquisition noch weiter um die PPA-Abschreibungen ansteigen dürften. Bereinigt um die akquisitorischen Effekte sollten beide Kennzahlen positiv ausfallen und sogar einen ausreichenden Puffer für die Anleihegläubiger bieten.

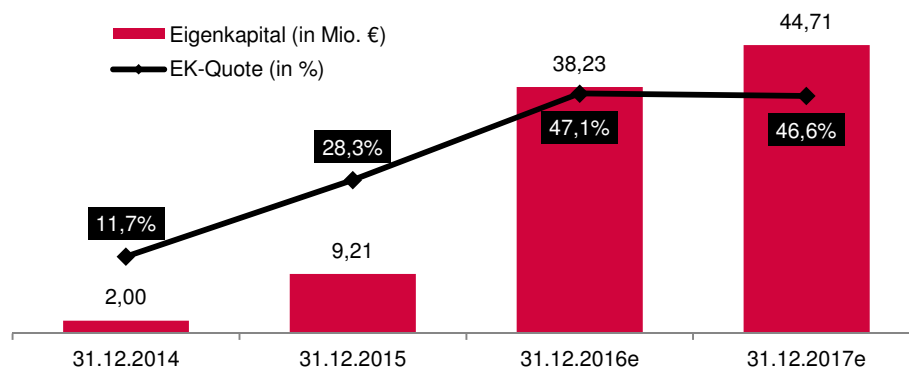
EBITDA- und EBIT-Zinsdeckungsgrad



Quelle: GBC AG

Die ProSiebenSat.1-Akquisition wurde im Rahmen einer Sachkapitalerhöhung in Höhe von 32,00 Mio. € durchgeführt. Diese Kapitalerhöhung, wobei nun die ProSiebenSat.1 Digital GmbH mit 33,0 % an der gamigo AG beteiligt ist, stellt eine signifikante Stärkung des Eigenkapitals dar. Auch wenn die Bilanzsumme durch den Zugang der Vermögenswerte und Verbindlichkeiten ebenfalls signifikant ausgeweitet wird, rechnen wir mit einem deutlichen Anstieg der EK-Quote von 28,3 % (31.12.15) auf 47,1 % (31.12.16). Analog dazu wird zwar die Gesamtverschuldung des gamigo-Konzerns ansteigen, der für 2016 erwartete Total Net Debt/EBITDA in Höhe von 6,8 stellt unserer Ansicht nach eine komfortable Größenordnung dar.

Eigenkapital (in Mio. €) und EK-Quote (in %)



Quelle: GBC AG

ECKDATEN DER UNTERNEHMENSANLEIHE

Anleihebedingungen

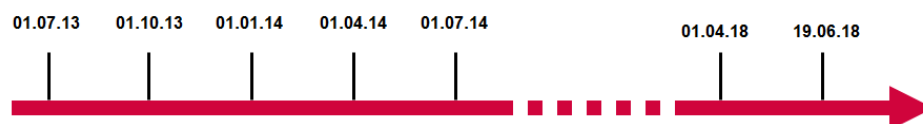
Stammdaten der 8,50 % gamigo-Anleihe	
ISIN:	DE000A1TNJY0
WKN:	A1TNJY
Emissionsvolumen (geplant):	bis 15,00 Mio. €
Emissionsvolumen (30.06.16):	9,54 Mio. €
Stückelung:	1.000 Euro
Laufzeit (6 Jahre):	20.06.2013 - 19.06.2018
Kupon (effektiv):	8,50 % p.a. (8,04 %)
Anleihekurs	101,00 % (16.12.16)
Kuponzahlungen:	Vierteljährlich (nächster Termin 01.01.2017)
Ausgabekurs:	100 %
Rückzahlungskurs:	100 %
Börsennotierung:	Quotation Board (Frankfurter Wertpapierbörse)

Quelle: gamigo AG; GBC AG

Mit der im Juni 2013 erfolgten Emission der 8,5 %-Unternehmensanleihe hat die gamigo AG die Finanzierung des organischen und anorganischen Wachstums in den Vordergrund gestellt. Über die vergangenen Geschäftsjahre hinweg wurde diese Wachstumsstrategie insbesondere durch die rege Akquisitionsaktivität aber auch aus der organischen Ausweitung des Spieleportfolios und des Bestandes an Spielkonten weitestgehend umgesetzt. Damit sind die Anleihemittel wie versprochen eingesetzt worden.

Die gamigo AG ist während der Anleihelaufzeit sämtlichen Zinsverpflichtungen nachgekommen und hat zudem alle Transparenzpflichten eingehalten. Nach einer anfänglichen Kursschwäche wird dieser Umstand vom Kapitalmarkt mit einem Anleihekurs in Höhe von 101,0 % quittiert und damit notiert die gamigo-Anleihe derzeit bei pari. Dementsprechend liegt der Effektivzins mit 8,04 % leicht unterhalb des Nominalzinses in Höhe von 8,78 % (8,78 % aufgrund vierteljährlicher Zinszahlung).

Eine wichtige Besonderheit in der Ausstattung des Corporate Bonds ist das kurze Intervall der Zinszahlungen, welche vierteljährlich erfolgen. 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 nächste Zinstermin ist der 01.01.2017:



Quelle: gamigo AG; GBC AG

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 das Versäumnis bei anderen wesentlichen Darlehensverbindlichkeiten (mindestens 1,0 Mio. €) ebenfalls einen 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, trotz des aktuellen Listings im Quotation Board die Veröffentlichungspflichten gemäß Regularien des Handelssegments Entry Standard für Unternehmensanleihen an der Frankfurter Wertpapierbörse einhalten.

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 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.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 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.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: (5a;5b;6a;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 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) 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 getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des 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 getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent 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 Auftraggebers.
- (7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und oder eine sonstige an der Studiererstellung beteiligte Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.
- (10) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen mit dem analysierten Unternehmen geschlossen.

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

§ 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, Susanne Klebl, Email: klebl@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 verantwortlichen Analysten sind:

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

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

Jörg Grunwald, Vorstand

§ 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