

10Tacle Studios AG

Stärken und Chancen

- *Wachstumsstory:* Seit der Gründung im August 2003 hat der Spieleentwickler eine beeindruckende Umsatzsteigerung von durchschnittlich 87 Prozent p.a. erzielt. Bereits seit 2004 wurde dabei ein positives EBIT, ein Jahr später auch ein Jahresüberschuss ausgewiesen. Zuletzt erreichte die EBIT-Marge mit 16 Prozent ein Rekordniveau.
- *Innovatives Finanzierungsmodell:* Eine wichtige Basis für die rasante Expansion stellt das Finanzierungsmodell dar, in dessen Rahmen 10Tacle hauptsächlich als Entwicklungsdienstleister für spezialisierte Spielefonds auftritt.
- *Vielversprechende Kooperationen:* Mit der im März verkündeten Kooperation mit MTV hat sich 10Tacle einen attraktiven Zugang zu dem boomenden Markt der Multiplayer-Online-Spiele gesichert. Hiermit sowie mit dem forcierten Einstieg in den asiatischen Markt werden derzeit die höchsten Erwartungen verknüpft

Schwächen und Risiken

- *Abhängigkeit vom Erfolg einzelner Spiele:* Trotz der Konzentration auf Auftragsproduktionen und des breiten Projektportfolios kann die Abhängigkeit vom Erfolg einzelner Spiele nicht vollständig ausgeschlossen werden. Insbesondere die im ungünstigsten Fall fälligen Garantiezahlungen an die Auftraggeber stellen einen wichtigen Risikoaspekt dar.
- *Akquisitionen risikoreich:* Die erklärte und erforderliche Akquisitionsstrategie ist mit erhöhten Risiken verbunden, die sich trotz der bereits vorliegenden Akquisitionserfahrung nie komplett vermeiden lassen.

Kaufen (Ersteinschätzung)

Aktueller Kurs 12,23 Euro

Stammdaten

ISIN	DE000TACL107
Branche	Spieleentwicklung
Sitz der Gesellschaft	Darmstadt
Internet	www.10tacle.de
Ausstehende Aktien	6,15 Mio. Stück
Marktsegment	General Standard
Marktkapitalisierung	78,0 Mio. Euro
Free Float	ca. 56,4%

Kursentwicklung



Quelle: Market Maker

Hoch / Tief (3 Monate)	14,82 Euro / 12,22 Euro
Performance (3 Monate)	-2,4 %
Ø-Umsatz (30 Tage)	ca. 353 Tsd. Euro

Kennzahlen

Geschäftsjahr (bis 31.12.)	2005	2006	2007(e)	2008(e)
Umsatzerlöse (Mio. Euro)	17,9	29,3	47,0	63,0
EpS (EUR)*	0,17	0,47	0,84	1,13
Dividende / Aktie (Euro)	-	-	-	-
KUV	4,36	2,66	1,66	1,24
KGV	73,8	27,0	15,1	11,3
Dividendenrendite	-	-	-	-

* Aktienzahl für alle Jahre einheitlich 6,15 Mio.

Unternehmensprofil

Europas führender Spieleentwickler

Die im August 2003 gegründete 10Tacle Studios AG hat sich innerhalb weniger Jahre zu Europas führendem unabhängigen Produzenten von Computer- und Videospielen aufgeschwungen. Die Entwicklungsarbeit wird dabei in sieben operativen Tochtergesellschaften erbracht, während die Aufgaben der in Darmstadt beheimateten AG vor allem in den Bereichen Projektkoordination und -controlling, Rechteerwerb und -verwaltung sowie Finanzierung liegen. Darüber hinaus erfüllt sie die üblichen Holdingfunktionen der Konzernsteuerung. Gruppenweit werden derzeit inklusive aller freien Mitarbeiter 290 Personen beschäftigt. Als Höhepunkt der bisherigen Unternehmensentwicklung erfolgte im Juni letzten Jahres der Börsengang in Frankfurt.

Spezialisierte Studios

Die Entwicklungskapazitäten von 10Tacle verteilen sich auf sieben Studios in Deutschland, Großbritannien, Belgien, der Slowakei Singapur und Ungarn, die zwischen 2004 und 2007 akquiriert bzw. gegründet wurden. Zu den ersten Dependancen gehörten die auf Sport- und Actionspiele spezialisierte 10Tacle Studios Asia Pte. Ltd. sowie die Reaktor Media GmbH aus Hannover. Als Produzent des seit 2004 vertriebenen Onlinespiels Neocron stellt die letztgenannte das Kompetenzzentrum in dem boomenden Bereich der so genannten Massiv Multiplayer Online Games (MMOG) dar. Demgegenüber hat sich die seit Mitte 2005 zu 51 Prozent zum Konzern gehörende britische Tochter Blimey! Games Ltd. einen Namen als Entwickler von hochwertigen Autorennspielen erarbeitet. Das Genre Fantasy- und Actionspiele wird durch die slowakische Tochter abgedeckt, die damit auch federführend bei der Entwicklung des größten Einzelprojekts der Gruppe – des Elben-Action-Epos Elveon – ist. Schließlich besitzt 10Tacle eine 92-prozentige Beteiligung an dem belgischen Actionspielspezialisten und Technologieentwickler Elsewhere Entertainment SPRL. Zusammen mit der im letzten Jahr gegründeten 10Tacle mobile GmbH aus Duisburg (Schwerpunkt: Spiele für mobile Endgeräte) deckt die Gruppe damit alle Plattformen und – mit Ausnahme der bewusst gemiedenen Ego-Shooter-Spiele – alle relevanten Segmente des Spielmarktes ab.

Dienstleistungsmodell

Das Kerngeschäft der Gruppe besteht aus der Auftragsproduktion von Spielen, die in der Regel von spezialisierten Medien- bzw. Spielefonds bestellt und finanziert werden. Dabei übernimmt 10Tacle sämtliche Leistungen von der Ideensuche und dem Rechteeinkauf, über die Konzepterstellung bis zur eigentlichen Programmierarbeit bzw. der entsprechenden Auftragsvergabe und dem laufenden Projektcontrolling. Die dafür anfallenden Gebühren sind völlig unabhängig vom Markterfolg des Spiels und sorgen somit für einen sicheren Einnahmestrom. Die Verkaufszahlen spielen erst bei der anschließenden Vermarktung die entscheidende Rolle. Dies gilt sowohl im Hinblick auf die Deckung der Vertriebskosten, die von 10Tacle auf eigenes Risiko vorfinanziert und aus den Um-

sätzen erstattet werden sowie für die Einnahmengarantien, die dem Auftraggeber üblicherweise eingeräumt werden. Diese belaufen sich durchschnittlich auf 70 Prozent der Herstellungskosten und müssen bei Ausbleiben des Markterfolges von den Darmstädtern erstattet werden. Allerdings ist es 10Tacle bislang immer gelungen, sich durch entsprechende Garantien auf der eigenen Absatzseite selbst gegen dieses Risiko abzusichern. Im Umkehrschluss können die Hessen aber auch vom Markterfolg der Spiele profitieren, wobei allerdings eine Umsatzbeteiligung erst beim Erreichen einer bestimmten Mindestrendite auf Seiten des Auftragsgebers einsetzt.

Weitere Segmente

Wesentlich kleiner sind derzeit noch die beiden anderen Segmente Eigenproduktionen (Studio) und Publishing. Im Unterschied zum Dienstleistungsmodell trägt 10Tacle als Produzent von eigenen Spielen sämtliche Kosten und Risiken, kann dafür aber im vollen Umfang am Erfolg des Produkts partizipieren. Darüber hinaus gehört auch die Entwicklung der eigenen Middleware-Technologie „Neoreality-Engine“ zum Studiosegment, mit der die Spielentwicklung wesentlich vereinfacht und beschleunigt wird und die zudem deutliche Qualitätsverbesserung der Spiele ermöglichen soll. Im Publishing-Bereich schließlich werden entweder fertige Spiele erworben oder externe Studios mit der Entwicklung von Spielen beauftragt, die anschließend an Distributoren zum Vertrieb auslizenzieren werden.

Innovative Finanzierungsformen

Die entscheidende Voraussetzung für die bislang rasante Unternehmensentwicklung ist das einmalige Finanzierungskonzept, das die Basis des Dienstleistungsgeschäfts bildet. Hierfür konnte 10Tacle in den letzten Jahren drei deutsche Spezialfonds gewinnen, die exklusiv als Entwicklungspartner der Darmstädter agieren und bisher für Entwicklungsaufträge in Höhe von 36 Mio. Euro gesorgt haben. Im August letzten Jahres gelang zudem der Abschluss einer ähnlichen Kooperation mit dem neu aufgelegten Asia Games Development Private Equity Funds aus Singapur, für den ein Platzierungsvolumen zwischen 20 und 50 Mio. US-Dollar angestrebt wird. Auch in diesem Fall konnte sich 10Tacle als exklusiver Entwicklungs- und Vermarktungspartner positionieren, so dass der hieraus resultierende Auftragsfluss in der Spitze 50 Mio. US-Dollar erreichen könnte. Neben dem Fondsmodell greift 10Tacle zudem auch auf das Mittel von Privat Placements zurück, mit denen ausgewählten Investoren die Beteiligung an entsprechenden Projektgesellschaften ermöglicht wird.

Markt und Strategie

Glänzende Marktperspektiven

Der Markt für Video- und Computerspiele gehört seit Jahren zu den wachstumsstärksten Segmenten des Unterhaltungssektors. Mit dem branchenweiten Umsatz von über 31 Mrd. US-Dollar hat es inzwischen sogar die Filmindustrie über-

flügelt und dürfte in absehbarer Zeit auch die Musikbranche hinter sich lassen. In einer viel beachteten Studie gehen die Marktanalysten von PWC davon aus, dass der Markt bis 2010 durchschnittlich um 11,4 Prozent p.a. wachsen und in drei Jahren das Volumen von 46 Mrd. US-Dollar erreichen wird (Quelle: Price-waterhouseCoopers, Global Entertainment and Media Outlook: 2006–2010). Als wichtigste Wachstumstreiber gelten derzeit Online-Games, mobile Spiele sowie der Generationswechsel bei Spielkonsolen. Dieser wurde erst mit dem Europastart der Playstation III von Sony in diesem Frühjahr vollständig vollzogen und dürfte in den nächsten Jahren noch für kräftiges Konsumenteninteresse sorgen. Gerade seit den großen Erfolgen von „World of Warcraft“ und „Second Life“ werden gerade mit Onlinespielen (und vor allem mit den MMOG) große Hoffnungen verbunden, die ihrerseits sowohl von der neuen Konsolen-Generation als auch von der zunehmenden Verbreitung von Breitbandanschlüssen profitieren dürften. Regional wird die größte Dynamik dem asiatisch-pazifischen Raum zugetraut, wo die Ausgaben für Videospiele bis 2010 um durchschnittlich 23 Prozent p.a. zulegen sollen.

Hohe Anforderungen

Trotz oder gerade wegen dieser glänzenden Aussichten ist der Spiele-Markt äußerst wettbewerbsintensiv und wird nach Angaben von 10Tacle durch einen stetigen Preisdruck und äußerst kurze Produktlebenszyklen geprägt. Da zudem die Spiele immer komplexer und aufwendiger werden, erhöhen sich die Entwicklungskosten mit jeder Konsolengeneration erfahrungsgemäß um 50 Prozent. All dies führt zu einem massiven Druck auf die kleineren Anbieter, denen oftmals die notwendige Finanzkraft fehlt, um die gewachsene Größenordnung der Entwicklungsprojekte zu stemmen. Dementsprechend ist seit Jahren ein Konsolidierungsprozess zu beobachten, in dessen Folge kleine unabhängige Anbieter sich immer mehr auf die Zulieferung von Teilkomponenten spezialisieren und die Entwicklung ganzer Spiele den Konsolenherstellern selbst oder den anderen großen Anbietern wie Activision, Electronic Arts oder Atari überlassen.

Fondsmodell sichert kritische Größe ...

Diese kritische Phase konnte 10Tacle dank des innovativen Fondsmodells überstehen. Dadurch standen dem Newcomer von Anfang an ausreichende finanzielle Mittel zur Verfügung, mit denen auch größere Projekte angegangen werden konnten. Darüber hinaus sorgt das Dienstleistungsgeschäft für eine außergewöhnlich hohe Planungssicherheit, auf deren Basis sowohl der Aufbau der Kapazitäten und der firmeninternen Infrastruktur, als auch die Umsetzung der Akquisitionsstrategie mit einem reduzierten Risiko realisiert werden konnten. Nicht zu unterschätzen ist dabei ebenso der Vorteil der reduzierten Abhängigkeit vom Erfolg der einzelnen Spiele. Gerade bei kleinen Unternehmen mit wenigen Titeln besteht an diesem Punkt sonst die Gefahr, dass der Misserfolg einzelner Projekte existenzgefährdend werden kann. 10Tacle kann hingegen mit einer sicheren Vergütung für die erbrachten Dienstleistungen kalkulieren und damit für eine gleichmäßige Auslastung der Kapazitäten sorgen.

*...während
Eigenproduktionen für
Rendite sorgen*

Die Kehrseite des Fondmodells ist die nur sehr eingeschränkte Beteiligung am potenziellen Erfolg der Spiele. Um diesen Nachteil auszugleichen, bemüht sich die Gruppe um den behutsamen Ausbau des Studiogeschäfts. Dabei profitieren die Hessen wiederum vom Fondsmodell. Die Rechte für die im Auftrag der Fonds entwickelten Spiele werden nämlich in der Regel nur für bestimmte Plattformen und nur für die Originalversion an die Fonds transferiert. Folgeprojekte für andere Plattformen und vor allem Fortsetzungen stehen demgegenüber vollumfänglich 10Tacle zu. Da hierbei bereits große Teile der Entwicklungsarbeit (Konzeption, Lizenzbeschaffung) oft nicht mehr erledigt werden müssen und gleichzeitig der Markterfolg wesentlich leichter abzuschätzen ist, sind solche Eigenproduktion mit deutlich niedrigeren Kosten und mit reduzierten Risiken verbunden.

Breite Aufstellung

Der Risikominimierung dient auch die Unternehmenspolitik, sämtliche Genres und alle relevanten Plattformen zu bedienen. Damit wird sowohl eine einseitige Abhängigkeit von einem der großen Anbieter verhindert, als auch die Flexibilität erhalten, sich an überraschende Entwicklungen in kurzer Zeit anpassen zu können. So war das Unternehmen zuletzt schnell in der Lage, auf den beeindruckenden und in dem Ausmaß für viele überraschenden Erfolg der neuen Konsole „Wii“ von Nintendo mit neuen Projekten zu reagieren. Allerdings konnte eine gewisse Abhängigkeit auf der Absatzseite trotz alledem nicht verhindert werden. Bedingt durch die geringe Anzahl der weltweit tätigen Distributoren wickelt 10Tacle rund 90 Prozent seiner Vertriebsumsätze mit lediglich 5 Kunden ab; 70 Prozent entfallen auf die beiden größten Player Atari und Electronics Art.

Kooperationen

Eine Möglichkeit, diese Abhängigkeit zu reduzieren, besteht im forcierten Ausbau des eigenen Angebots an Onlinespielen, für die der klassische Vertriebsweg über den Einzelhandel durch den direkten Onlinevertrieb ersetzt wird. Vor allem aber können mit Onlinespielen auch weitere Einnahmequellen wie Abogebühren oder Werbung erschlossen werden, die den Stellenwert des Verkaufserlöses für den eigentlichen Spielträger deutlich relativeren. Um sich in diesem Bereich zu positionieren, setzt 10Tacle ganz bewusst auf Kooperationen mit bekannten Marken, die für entsprechende Bekanntheit des Angebotes sorgen können. So wurde jüngst die Etablierung einer Multi-User-3D-Online-Welt unter dem Label des Musiksenders MTV bekannt gegeben, in der neben den klassischen MTV-Inhalten auch zahlreiche Onlinespiele von 10Tacle platziert werden sollen. Eine ähnliche Kooperation wurde im Herbst mit dem größten chinesischen Anbieter von Online-Entertainment, der Firma Nineyou Information Technology aus Shanghai, abgeschlossen. Die beiden Partner haben dabei vereinbart, die jeweiligen Produkte gegenseitig zu vermarkten und gemeinsam Online-Multiplayer-Spiele zu entwickeln.

Forcierte Expansion nach Asien

Dieser Abschluss bedeutete einen wichtigen Erfolg für die Bemühungen von 10Tacle, die eigenen Aktivitäten auf dem boomenden asiatischen Markt auszuweiten. Um dies weiter zu forcieren, soll die Beteiligung an der Singapur-Tochter von 50 auf 80 Prozent aufgestockt werden. Zudem arbeitet die Gesellschaft derzeit am weiteren Ausbau der eigenen Studiokapazitäten in Asien und fokussiert sich dabei vor allem auf den Bereich MMOG. Diese erfreuen sich gerade in Asien einer besonderen Beliebtheit und sind zudem weitgehend immun gegen das Raubkopierproblem. Ein weitere Beweggrund hinter der Asienexpansion liegt schließlich in der bis zu 10-jährigen Steuerbefreiung, die der Singapur-Tochter eingeräumt wurde.

Eigene Technologie

Ein wichtiges Element der 10Tacle-Strategie besteht schließlich in der Fortentwicklung und Vermarktung der eigenen Middleware-Technologie „Neoreality-Engine“. Mit dieser Software, die mit ihren grundlegenden Funktionalitäten zu Graphik, Physik, Sound und Steuerung eines Spiels das Grundgerüst jeder Entwicklung darstellt, gehören die Darmstädter zu wenigen Anbietern weltweit, die über eine eigene Lösung verfügen. In den meisten Fällen muss die Spieleengine lizenziert werden, was mit Kosten von über 1 Mio. Euro pro Spiel verbunden ist. Mit dem Rückgriff auf die eigene Technologie kann 10Tacle diese Ausgaben vermeiden und zudem unabhängig von anderen Anbietern bleiben. Darüber hinaus soll „Neoreality“ demnächst auch an andere Studios vermarktet werden, was der Gruppe eine weitere Einnahmequelle erschließen wird. Nach intensiven Entwicklungsarbeiten ist die erste Generation der Software im letzten Jahr fertig gestellt worden, die neben den klassischen Middleware-Aufgaben auch Funktionalitäten für MMOG enthält. Dazu gehören beispielsweise Module zur Abonnementverwaltung und zur Zahlungsabwicklung oder zur Integration von wechselnden Werbeschaltungen (In-Game-Advertising). Derzeit wird an einer zweiten Version gearbeitet, die neben den aktuell abgedeckten Plattformen Xbox und PC auch für weitere Konsolen einsetzbar sein wird.

Geschäftsentwicklung

Rasanten Wachstum seit der Gründung

Insbesondere dank des innovativen Finanzierungsmodells konnte 10Tacle von Anfang an äußerst dynamisch wachsen. Bereits im ersten vollen Geschäftsjahr der Geschäftstätigkeit (2004) beliefen sich die Umsatzerlöse auf 8,4 Mio. Euro. Getrieben vor allem durch neue Entwicklungsaufträge seitens der Fonds erhöhten sich diese in den darauf folgenden zwei Jahren auf 17,9 resp. 29,3 Mio. Euro. Auch beim Ergebnis konnte die Gruppe stark zulegen. Lag das EBIT noch 2004 bei 0,36 Mio. Euro, so erreichte es im letzten Jahr bereits 4,71 Mio. Euro. Nach Abzug von Zinsen, Steuern und Minderheitsanteilen verblieb im letzten Jahr ein Nettoüberschuss von 2,89 Mio. Euro – fast 10 Prozent vom Umsatz. Allerdings wird die aktuelle Ertragsstärke des Unternehmens mit diesem Wert etwas über-

schätzt. Dies liegt an den hohen aktivierten Eigenleistungen, die sich 2006 auf 4,7 Mio. Euro belaufen haben. Bezogen auf die Gesamtleistung, die zusätzlich noch die sonstigen betrieblichen Erträge in Höhe von 0,9 Mio. Euro enthält (hauptsächlich aus der Auflösung von Rückstellungen), liegt die Nettomarge bei 8,3 Prozent (gegenüber 5,6 Prozent im Vorjahr).

<i>(Mio. Euro)</i>	2004	2005	2006
Umsatz	8,39	17,90	29,29
EBIT	0,36	1,68	4,71
Jahresüberschuss	-0,09	1,06	2,89

Geschäftsentwicklung von 10Tacle; Quelle: Unternehmen

Neue Projekte

Neben der forcierten Entwicklungsarbeit hat sich 10Tacle zuletzt intensiv um den Erwerb neuer Lizenzen und Marken bemüht, die in entsprechende Spielprodukte umgesetzt werden können. So erfolgte im August 2006 die Übernahmen von sämtlichen Rechten an den Spielen „War Front“, „Panzer Tactics“ und „Jack Keane“ von dem insolventen Wettbewerber CDV Software Entertainment. Außerdem wurden mit dem satirischen Boxspiel „Ready 2 Rumble“ sowie dem bereits seit den achtziger Jahren erfolgreichen Klassiker „Boulder Dash“ die Rechte an zwei weiteren zugkräftigen Titeln akquiriert, deren Vorgängerversionen sich bereits millionenfach verkauft haben. Um zudem die eigenen Rennspiele noch attraktiver zu gestalten, wurde im November ein Lizenzabkommen mit Ferrari unterzeichnet. Dieses erlaubt den Darmstädtern, nicht nur die Marke des Rennwagenherstellers in ihre Spiele zu integrieren, sondern auch die Fahrzeuge detailgetreu nachzubilden. Eine ähnliche Funktion hat die Kooperation mit Ferrero, in deren Rahmen 10Tacle eine zielgruppengerechte Onlinewelt mit den beliebten Happy Hippos erstellen wird.

Weitreichende Kooperation mit MTV

Eine aufsehenerregende Kooperation konnte im März vermeldet werden: Zusammen mit Viacom, dem Mutterkonzern des MTV-Sendergruppe, wird 10Tacle eine Multi-User-3D-Online-Welt erstellen, in der Nutzer Zugriff auf die klassischen MTV-Inhalte sowie auf zahlreiche Online-Spiele erhalten sollen. Während MTV hierbei die Bereitstellung der redaktionellen Inhalte sowie die Ansprache der relevanten Zielgruppe übernimmt, werden die Darmstädter für die Entwicklung der Spiele sowie für den Betrieb der Plattform verantwortlich sein. Allein aus der Entwicklung erwartet das Management bis 2008 ein zusätzliches Umsatzvolumen von rund 25 Mio. Euro. Darüber hinaus wird die Gesellschaft auch in der anschließenden Betriebsphase an den laufenden Einnahmen des Portals partizipieren. Dies wird in zweierlei Form erfolgen: Zum einen wird sich 10Tacle durch Einbringung von Rechten an dem Fonds beteiligen, der gegen eine spätere Erlösbeteiligung die Entwicklungsarbeiten vorfinanziert, und zum anderen erhalten die Hessen einen direkten Umsatzanteil. Das Projekt bedeutet mithin eine lukrative Auslastung der Entwicklungskapazitäten mit zusätzlicher

Perspektive auf stetig fließende Nutzungsentgelte. Den hieraus zu erwartenden EBIT-Beitrag beziffert die Unternehmensleitung auf bis zu 5 Mio. Euro in 2008, mit steigender Tendenz in den Folgejahren.

Kapitalerhöhung erfolgreich platziert

Aufgrund des beträchtlichen Volumens dieses Vertrages wird 10Tacle die eigenen Entwicklungskapazitäten weiter ausbauen müssen, was teilweise auch im Wege weiterer Akquisitionen erfolgen soll. Um die hierfür benötigte finanzielle Basis zu schaffen, wurde im April eine Kapitalerhöhung um 0,67 Mio. Euro auf 6,15 Mio. Euro durchgeführt. Bei einem Bezugspreis von 14 Euro je Aktie belief sich der Mittelzufluss auf 9,39 Mio. Euro (brutto). Aus Sicht der Gesellschaft besonders erfreulich war dabei die Tatsache, dass die Transaktion allein schon aus den Bezugswünschen der bisherigen Aktionäre mehrfach überzeichnet gewesen ist.

Weiteres Entwicklungsstudio übernommen

Ein erster Schritt der geplanten Kapazitätserweiterung wurde Anfang Juni mit der Übernahme des ungarischen Studios Stormregion Szoftverfejleszt umgesetzt, das sich in der Vergangenheit mit dem Echtzeit-Strategie-Spieles „Codename: Panzers“ einen Namen als Qualitätshersteller erworben hat. Mit der Akquisition erwirbt 10Tacle nicht nur die entsprechende Rechte an diesem Spiel, sondern vor allem die Entwicklungskapazitäten, die nach Unternehmensangaben bereits im laufenden Jahr mit zwei weiteren Projekten betraut werden sollen. Das Management beziffert den aus dem Zukauf resultierenden EBIT-Beitrag auf 1,5 Mio. Euro noch im laufenden Jahr.

Bewertung

Einfaches Ertragswertmodell

Das faire Bewertungsniveau von 10Tacle ermitteln wir anhand eines einfachen Modells der Ertragsdiskontierung, das auf der Schätzung der wesentlichen Werttreiber Umsatz, Nettorendite und Eigenkapitalkosten beruht.

Diskontierungszins nach CAPM 13,1 %

Den Diskontierungszins als Maß für die Eigenkapitalkosten bestimmen wir nach dem Capital Asset Pricing Model, wobei wir einen risikolosen Zinssatz von 4,6 Prozent (Umlaufrendite festverzinslicher deutscher Wertpapiere) und eine langfristige Risikoprämie für Aktieninvestitionen von 5,3 Prozent ansetzen. Für die Risikoeinschätzung ist der aus Marktdaten statistisch ermittelbare Wert für den Betafaktor wegen der fehlenden Korrelation nicht geeignet, weswegen wir uns an fundamentalen Faktoren orientieren. In diesem Zusammenhang ist vor allem der Grad der Abhängigkeit von Erfolgen bei einigen wenigen Produkten relevant. Auch wenn sich 10Tacle dank des Fondsmodells in der Lage sieht, eine für ein mittelständisches Unternehmen außergewöhnlich breite Palette an Spielprojekten gleichzeitig zu entwickeln, sind es am Ende doch „nur“ sieben Produkteinführungen, die dieses Jahr lanciert werden sollen. Trotz der kontinuierlich

fließenden Einnahmen aus den Entwicklungsaufträgen kann der Erfolg oder Misserfolg einzelner Titel daher spürbare Folgen für die Geschäftszahlen haben. Darüber hinaus unterliegt die gesamte Branche einem mittelfristigen Zyklus, der immer wieder durch den Generationswechsel bei der Hardware ausgelöst wird und zu vorübergehend heftigen Schwankungen der Nachfrage führen kann. In Summe halten wir einen Betafaktor von 1,6 für angemessen. Daraus ergibt sich ein Eigenkapitalkostensatz von 13,1 Prozent.

Gefüllte Pipeline

Durch die intensive Entwicklungsarbeit steht das laufende Jahr im Zeichen mehrerer Neuveröffentlichungen, die überwiegend für das zweite Halbjahr terminiert sind. Auch wenn es sich hierbei größtenteils um fondfinanzierte Projekte handelt, deren Erlöse zunächst den Fonds zufließen werden, ist die Marktakzeptanz dieser Spiele gleich aus mehreren Gründen wichtig. Dazu zählen die im Misserfallsfall fälligen Erstattungen ebenso wie die Erlöspartizipation, die bei einem positiven Verlauf den Hessen zustehen würde. Nicht zu unterschätzen ist aber auch der Renommeezugewinn, der aus erfolgreich abgeschlossenen Projekten gezogen werden kann. Gerade vor dem Hintergrund des angekündigten Ausbaus des Fondsmodells mit neuen Spielefonds in Asien und Europa wird die Performance der Produkte und dementsprechend die Rendite der bisherigen Fondsanleger ein wichtiges Vertriebsargument sein.

MMOG und Asien als Wachstumstreiber

Vor dem Hintergrund der gut gefüllten Projekt-Pipeline sind die Entwicklungskapazitäten der Gruppe Unternehmensangaben zufolge bereits für die nächsten zwei Jahre ausgelastet. Auf dieser Basis rechnet das Management mit einem diesjährigen Umsatz von mindestens 44 Mio. Euro – bei einer deutlich zweistelligen EBIT-Marge. Angesichts der anstehenden Spielerveröffentlichungen, der stetig fließenden Einnahmen aus den Entwicklungsaufträgen und des MTV-Projekts halten wir diese Marke für gut erreichbar. Auch für die Zukunft sollte sich das dynamische Wachstum fortsetzen lassen, wobei wir eine Schwerpunktverschiebung in Richtung Asien und inhaltlich in Richtung MMOG erwarten. Die ersten Aufträge des neuen Singapurfonds sowie die MTV-Kooperation sehen wir als wichtige Schritte bei den Bestrebungen, die eigene Einnahmenbasis von den herkömmlichen Vertriebsstrukturen zu emanzipieren.

Geglätteter Geschäftsverlauf

Dieser Übergang dürfte zudem helfen, die Anfälligkeit des Geschäftskonzepts für den Releasezeitplan und -erfolg einzelner Spiele zu begrenzen. Sobald ein höherer Anteil der Einnahmen aus Abogebühren, In-Game-Advertising, Entgelten für Plattformbetrieb etc. generiert wird, dürfte sich die Bedeutung der direkten Verkaufserlöse reduzieren. Diesen Prozess haben wir ansatzweise zu berücksichtigen versucht, indem wir die prognostizierte Geschäftsentwicklung linearisiert haben. Das heißt, dass wir weder die denkbaren Umsatz- und Ertragsspitzen explizit schätzen noch die vorübergehenden Rückschläge ansetzen, die sich im bisherigen Geschäftskonzept aus der Verzögerung bzw. dem Scheitern einzelner Projek-

te ergeben könnten. Stattdessen rechnen wir mit stetigen, wenn auch im Zeitablauf abnehmenden Wachstumsraten sowie mit einer Nettomarge, die um die Zielmarke von 11 Prozent schwankt. Die nachfolgende Tabelle zeigt den Geschäftsverlauf, wie wir ihn auf Basis der hier getroffenen Annahmen erwarten:

Geschäftsjahr (31.12.)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Umsatz (Mio. Euro)	47,0	63,0	81,9	102,3	122,8	143,7	163,8	181,8
Umsatzwachstum		34,0%	30,0%	25,0%	20,0%	17,0%	14,0%	11,0%
Nettorendite	11,0%	11,0%	12,0%	13,0%	12,5%	12,0%	11,0%	10,0%
Gewinn (Mio. Euro)	5,17	6,93	9,82	13,30	15,35	17,24	18,02	18,18
Gewinnwachstum		34,0%	41,8%	35,4%	15,4%	12,3%	4,5%	0,9%

Fairer Wert 20,87 Euro je Aktie

Auf dieser Basis und unter Zugrundelegung eines sich an den dargestellten Zeitraum anschließenden „ewigen“ Ertragswachstums von 2,5 Prozent sehen wir den fairen Wert des 10Tacle-Konzerns bei 128,32 Mio. Euro. Je Aktie entspricht das einem Zielkurs von 20,87 Euro. Damit liegt der von uns geschätzte Unternehmenswert rund 65 Prozent über der derzeitigen Marktkapitalisierung.

Unser Anlageurteil: „Kaufen“

10Tacle hat in den wenigen Jahren seit Gründung eine beeindruckende Wachstumsstory geschrieben und sich dabei zum führenden unabhängigen Spieleentwickler Europas aufgeschwungen. Auf der Grundlage der bereits erreichten Position sowie mit Hilfe des innovativen und weiterhin forcierten Finanzierungsmodells via Spielefonds schickt sich die Gruppe nun an, auch in Asien sowie – perspektivisch – in Nordamerika im ähnlichen Ausmaß Fuß zu fassen. Insbesondere der asiatische Markt, wo 10Tacle bereits über eine aussichtsreiche Position in Singapur sowie eine weit reichende Kooperation in China verfügt, dürfte mittelfristig für hohe Zuwächse sorgen. Inhaltlich wird derzeit zunehmend der Bereich der Multiplayer Online Games erschlossen, für den die Hessen mit MTV einen markenstarken Kooperationspartner gewinnen konnten. Sollten diese Expansionschritte vom ähnlichen Erfolg gekrönt werden wie die bisherige Unternehmensentwicklung, sehen wir einen noch beträchtlichen Bewertungsspielraum von 65 Prozent. Unsere Ersteinschätzung lautet deshalb „Kaufen“ mit dem Kursziel 20,87 Euro.

Über Performaxx

Die Performaxx Research GmbH betreibt unabhängige Wertpapier- und Finanzmarktanalyse. Unsere Leistungen umfassen das gesamte Spektrum unternehmens- und kapitalmarktbezogener Analyseprodukte, von maßgeschneiderten Research-Projekten für institutionelle Kunden bis zur regelmäßigen Coverage börsennotierter Unternehmen.

Wir betreuen ausschließlich professionelle Marktteilnehmer. Durch die projektbezogene Arbeit gehen wir konkret auf die individuelle Themenstellung des Kunden ein und garantieren eine schnelle, flexible und kostenbewusste Abwicklung. Unser Leistungskatalog umfasst:

- Pre-IPO-Research
- IPO-Research
- Follow-up-Research
- Markt-Research

Weiterführende Informationen geben wir Ihnen gerne in einem persönlichen Gespräch. Sie erreichen uns unter:

Performaxx Research GmbH
Innere Wiener Strasse 5b
81667 München

Tel.: + 49 (0) 89 / 44 77 16-0
Fax: + 49 (0) 89 / 44 77 16-20

Internet: <http://www.performaxx.de>
E-Mail: kontakt@performaxx.de

Disclaimer

Haftungsausschluss

Diese Finanzanalyse wurde unter Beachtung der deutschen Kapitalmarktvorschriften erstellt und ist daher ausschließlich für Kapitalmarktteilnehmer in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt; ausländische Kapitalmarktregelungen wurden nicht berücksichtigt und finden in keiner Weise Anwendung. Diese Finanzanalyse stellt weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Anlageinstrumenten oder zum Tätigen sonstiger Transaktionen dar. Ferner bilden weder diese Veröffentlichung noch die in ihr enthaltenen Informationen die Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendeiner Art. Jedes Investment in Aktien, Anleihen oder Optionen ist mit Risiken behaftet. Lassen Sie sich bei Ihren Anlageentscheidungen von einer qualifizierten Fachperson beraten.

Die Informationen und Daten in der vorliegenden Finanzanalyse stammen aus Quellen, die die Performaxx Research GmbH für zuverlässig hält. Bezüglich der Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten übernimmt die Performaxx Research GmbH jedoch keine Gewähr. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle Einschätzung der Ersteller wider. Diese Einschätzung kann sich ohne vorherige Ankündigung ändern. **Weder die Ersteller noch die Performaxx Research GmbH haften für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art, die im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Finanzanalyse oder deren Befolgung stehen. Mit der Entgegennahme dieses Dokuments erklären Sie sich einverstanden, dass die vorhergehenden Regelungen für Sie bindend sind.**

Angaben gemäß §34b WpHG i.V.m. FinAnV

Bei den in der vorliegenden Finanzanalyse verwendeten Kursen handelt es sich, sofern nicht anders angegeben, um Schlusskurse des vorletzten Börsentages vor dem Veröffentlichungsdatum. Als wesentliche Informationsquellen für die Finanzanalyse dienten die übergebenen Unterlagen und erteilten Auskünfte des Unternehmens sowie für glaubhaft und zuverlässig erachtete Informationen von Drittanbietern (z. B. Newsagenturen, Research-Häuser, Fachpublikationen), die ggf. im Studientext benannt werden.

Ersteller der Studie ist Dipl.-Volkswirt Dr. Adam Jakubowski (Finanzanalyst). Das für die Erstellung verantwortliche Unternehmen ist die Performaxx Research GmbH. Die Performaxx Research GmbH erstellt und veröffentlicht zu dem hier analysierten Unternehmen in den nächsten zwölf Monaten voraussichtlich eine Studie und zwei Updates. **Die genauen Zeitpunkte der nächsten Veröffentlichungen stehen noch nicht fest.** In den vorausgegangenen zwölf Monaten hat die Performaxx Research GmbH folgende Studien zu dem hier analysierten Unternehmen veröffentlicht:

Datum der Veröffentlichung	Kurs bei Veröffentlichung	Anlageurteil
keine (Erstveröffentlichung)		

Sofern im Studientext nicht anders angegeben, bezieht sich das Anlageurteil in dieser Studie auf einen langfristigen Anlagezeitraum von mindestens zwölf Monaten. Innerhalb dieses Zeitraums bedeutet das Anlageurteil „Kaufen“ eine erwartete Steigerung des Börsenwertes von über 25 Prozent, „Übergewichten“ eine erwartete Wertsteigerung zwischen 10 und 25 Prozent, „Halten“ eine erwartete Wertsteigerung bis zu 10 Prozent, „Untergewichten“ eine erwartete Wertminderung um bis zu 10 Prozent und „Verkaufen“ eine erwartete Wertminderung von über 10 Prozent. „Spekulativ kaufen“ bedeutet eine mögliche Wertsteigerung von über 25 Prozent bei überdurchschnittlichem Anlagerisiko, „Spekulatives Investment“ eine mögliche Wertsteigerung von über 25 Prozent bei sehr hohem Anlagerisiko bis zum Totalverlust.

Die Performaxx Research GmbH hat durch eine interne Betriebsrichtlinie zur Erstellung von Finanzanalysen, die für alle an der Studiererstellung mitwirkenden Personen bindend ist, die notwendigen organisatorischen und regulativen Vorkehrungen zur Prävention und Behandlung von Interessenkonflikten getroffen. Folgende Interessenkonflikte können bei der Performaxx Research GmbH im Zusammenhang mit der Erstellung von Finanzanalysen grundsätzlich auftreten:

- 1) Die Finanzanalyse ist im Auftrag des analysierten Unternehmens entgeltlich erstellt worden.
- 2) Die Finanzanalyse wurde dem analysierten Unternehmen vor Veröffentlichung vorgelegt und hinsichtlich berechtigter Einwände geändert.
- 3) Die Performaxx Research GmbH und/oder ein verbundenes Unternehmen halten Long- oder Shortpositionen an dem analysierten Unternehmen.
- 4) Der Ersteller und/oder an der Erstellung mitwirkende Personen/Unternehmen halten Long- oder Shortpositionen an dem analysierten Unternehmen.
- 5) Die Performaxx-Anlegermedien GmbH, ein verbundenes Unternehmen der Performaxx Research GmbH, führt Aktien des hier analysierten Unternehmens in einem (virtuellen) Musterdepot ihres Börsenbriefs „Performaxx-Anlegerbrief“.

In der vorliegenden Finanzanalyse sind folgende der o.g. möglichen Interessenkonflikte gegeben: 1) 2)

Urheberrecht

Dieses Werk ist einschließlich aller seiner Teile urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung von Performaxx unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung sowie Verarbeitung in elektronischen Systemen.