

CDV Software Entertainment AG

Kaufen (Ersteinschätzung)

Stärken und Chancen

- **Turnaround vollzogen:** Nach der existenzbedrohenden Krise im letzten Jahr hat der sanierte und neu formierte Konzern im ersten Halbjahr 2007 wieder schwarze Zahlen geschrieben. Auch die Ausstattung mit liquiden Mitteln ist nach der erfolgreichen Emission zweier Wandelanleihen nun ausreichend.
- **Attraktiver Markt:** Der Markt für PC- und Konsolenspiele zeichnet sich durch eine hohe Wachstumsdynamik aus und hat inzwischen die Filmindustrie überflügelt.
- **Innovatives Geschäftsmodell:** CDV bietet eine breite Palette von Dienstleistungen für Spieleentwickler und -publisher. Dazu gehören vor allem Marketing und Distribution, aber auch die Finanzierung von Spielen, deren Anpassung an lokale Begebenheiten oder auch die Suche und Vermittlung von Lizenzen.
- **Hochkarätiges Managementteam:** Für die Umsetzung des Geschäftsmodells wurde ein Führungsteam aus namhaften Experten zusammengestellt, die zuvor bei Branchengrößen wie Atari oder Intel hohe Führungspositionen bekleidet haben.
- **Hohes Kurspotenzial:** Unser Bewertungsmodell signalisiert einen fairen Wert von 24,59 Euro je Aktie und damit ein Kurspotenzial von fast 65 Prozent.

Schwächen und Risiken

- **Technologische Umwälzungen:** Aufgrund des technologischen Fortschritts könnten die bisherigen Distributionswege im Spielmarkt an Bedeutung verlieren. Im Online-Vertrieb müssen die Marktpositionen erst neu erkämpft werden.

Aktueller Kurs 14,95 Euro

Stammdaten

ISIN	DE000A0MF053
Branche	Media & Entertainment
Sitz der Gesellschaft	Frankfurt am Main (ab 01.12)
Internet	www.cdv.de
Ausstehende Aktien*	1,59 Mio. Stück
Marktsegment	General Standard
Marktkapitalisierung*	23,8 Mio. Euro
Free Float*	ca. 65 %

Kursentwicklung



Quelle: Market Maker

Hoch / Tief (12 Monate)	20,12 Euro / 6,88 Euro
Performance (12 Monate)	93,7 %
Ø-Umsatz (30 Tage)	ca. 21,6 Tsd. Euro

Kennzahlen

Geschäftsjahr	2005	2006	2007(e)	2008(e)
Umsatzerlöse (Mio. Euro)	15,9	10,2	25,0	30,0
EpS (EUR)*	0,72	-5,19	0,76	1,52
Dividende / Aktie (Euro)	-	-	-	-
KUV	1,5	2,3	1,0	0,8
KGV	20,9	-	19,6	9,8
Dividendenrendite	-	-	-	-

* vollständige Wandlung der Anleihe unterstellt

Unternehmensprofil

Bewegte Geschichte

Die CDV Software Entertainment AG aus Bruchsal in Baden-Württemberg bezeichnet sich selbst als Deutschlands führenden unabhängigen Full-Service-Dienstleister für den Spielebereich. Das 1989 gegründete Unternehmen startete als eine reine Vertriebsgesellschaft, wandelte sich aber im Laufe der neunziger Jahre zu einem Spieleproduzenten und -publisher. Der nach mehreren aufsehenerregenden Erfolgen (bspw. die Weltkriegsreihe „Sudden Strike“) sowie nach dem im Frühjahr 2000 durchgeführten IPO eingeschlagene Expansionskurs führte aber letztendlich zu ausufernden Kosten und damit zu hohen Verlusten, in deren Folge eine Refokussierung auf das Distributionsgeschäft vollzogen wurde.

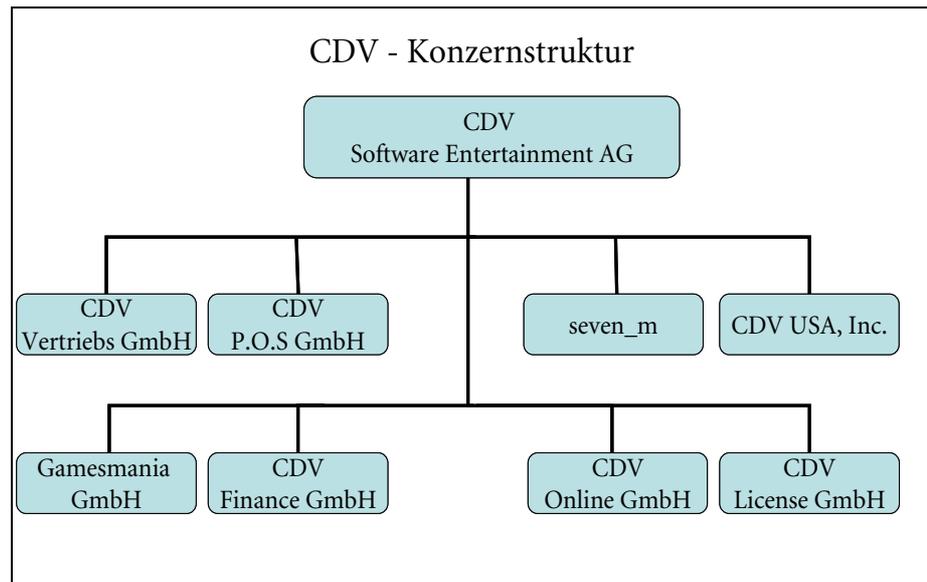
Geschäftskonzept

Das neue Geschäftsmodell sieht ein mehrstufiges, modular aufgebautes Dienstleistungskonzept vor, das sich vor allem an unabhängige Spielentwickler richtet, aber auch – zumindest in Teilen – anderen Marktakteuren wie etwa Publishern offen steht. Neben dem eigentlichen Vertrieb, bei dem CDV auf eine über 20-jährige Branchenerfahrung und ein weit reichendes Kontaktnetzwerk zurückgreifen kann, umfasst das Leistungsspektrum Aktivitäten rund um Lizenzfragen (Recherche, Akquise, Brokerage etc.), Marketing und PR-Leistungen sowie so genannte Games Services. Diese enthalten Leistungen wie z.B. die Qualitätskontrolle oder die Anpassung der Spiele an unterschiedliche lokale Anforderungen (Sprachen, rechtliche Vorgaben etc.). Als weitere Angebotskomponente wird demnächst auch die Finanzierung der Spielproduktion hinzukommen. Zum einen sollen hierfür entsprechend spezialisierte Fonds gewonnen bzw. aufgelegt werden und zum anderen will CDV auch neuartige Finanzierungsquellen wie etwa In-Game-Advertising dafür mobilisieren.

Klare Arbeitsteilung

Dem modularen Geschäftskonzept entspricht der neue Aufbau der Gruppe, an deren Spitze die AG als Holdingmutter agiert und sich neben den typischen Holdingaufgaben auch um den Bereich der Game Services kümmert. Darunter sind insgesamt acht Tochterunternehmen angesiedelt (hiervon befinden sich allerdings zwei noch in der Gründungsphase), die entweder sachlich oder räumlich abgegrenzte Aspekte der Wertschöpfungskette abdecken (sollen). Vier davon agieren als klassische Vertriebsgesellschaften für Spiele mit den Schwerpunkten deutschsprachiger Raum (CDV Vertriebs GmbH), Osteuropa (Seven_m) und Nordamerika (CDV USA). Die CDV P.O.S GmbH konzentriert sich demgegenüber auf die Distribution von anderen, mit Computerspielen artverwandten Produkten wie z.B. Accessoires oder Merchandisingprodukten. Die – wie auch CDV P.O.S und Seven_m – erst im Mai dieses Jahres erworbene Gamesmania soll sich hingegen auf den Onlinevertrieb konzentrieren. Das noch im Aufbau befindliche Finanzierungsgeschäft wird bei der Tochter CDV Finance angesiedelt, während das Lizenzgeschäft auf zwei Einheiten aufgeteilt wird. Während

der klassische Lizenzhandel in Kooperation mit der darauf spezialisierten m4e AG von der – noch zu gründenden – CDV License verantwortet wird, bündelt die CDV Online GmbH als ein Joint Venture mit der 10Tacle AG das gemeinsame Geschäft mit Lizenzen für die so genannten Massive Multiplayer Online Games (MMOG). Einen Überblick über die neue Konzernstruktur zeigt die folgende Abbildung.



Quelle: CDV

Hochkarätiges Managementteam

Der in den letzten anderthalb Jahren vollzogene Wandel hat auch bei den Beschäftigten sowie im Management umwälzende Veränderungen nach sich gezogen. So ist die Mitarbeiterzahl gegenüber dem früheren Stand zunächst von Einhundert auf rund Dreißig reduziert worden, um im Zuge der diesjährigen Übernahmen auf 60 zu steigen. Auch die Unternehmensleitung wurde teilweise erneuert und dabei mit namhaften und äußerst branchenerfahrenen Personen verstärkt. So wird der Vorstand derzeit außer von Philipp Stiehl (CFO), der die Sanierung federführend betreut hat, seit Neustem auch von Christian Gloe als CEO und Arne Peters (COO) gebildet. Während Herr Peters vor seinem Engagement bei CDV bei Intel als Segmentmanager des Bereiches Consumer Software & Solutions tätig gewesen ist, bringt auch der neue CEO fast 20 Jahre Erfahrung in der Branche mit, zuletzt als Präsident des Bereiches Publishing bei ATARI/Infogrames. Darüber hinaus konnte zuletzt mit Herrn Thomas Huber ein neuer Vertriebsleiter gewonnen werden, der zu den erfahrensten Vertriebsexperten der deutschen Games-Branche gehört. So war Herr Huber vor dem Wechsel zu CDV u.a. 15 Jahre als Sales Director für die Atari Deutschland GmbH tätig.

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 zuletzt 31 Mrd. US-Dollar hat er inzwischen sogar die Filmindustrie überflügelt 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: PWC, Global Entertainment and Media Outlook: 2006–2010). Als wichtigste Wachstumstreiber gelten derzeit mobile Spiele, Online-Games und Konsolenspiele der neusten Generation. Gerade bei den Letztgenannten geht CDV von den wichtigsten Impulsen für das eigene Geschäft aus, während sich die nach den großen Erfolgen von „World of Warcraft“ und „Second Life“ aufgekommene Begeisterung hinsichtlich der Wachstumsperspektiven der Onlinespiele (und vor allem der MMOG) zumindest kurzfristig etwas beruhigen dürfte. 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 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.

Schlüsselstellung der Majors

Durch diese Entwicklung sind die wenigen großen Unternehmen die einzigen, die noch die komplette Wertschöpfungskette abbilden und sowohl Spiele herstellen als auch vertreiben. Da sie gleichzeitig auch für unabhängige Entwickler als der wichtigste Vertriebs- und in vielen Fällen auch Finanzierungskanal dienen, gibt es für kleine Anbieter derzeit kaum einen Weg an ihnen vorbei. Durch entsprechende Entwicklungs- und Publishingverträge können die Studios zwar die teilweise sehr hohen Risiken der Spielentwicklung an die Majors abtreten, doch profitieren sie dadurch auch kaum vom Erfolg der Produkte. Darüber hinaus sind in vielen Fällen Interessenkonflikte auf Seiten der Konzerne nicht aus-

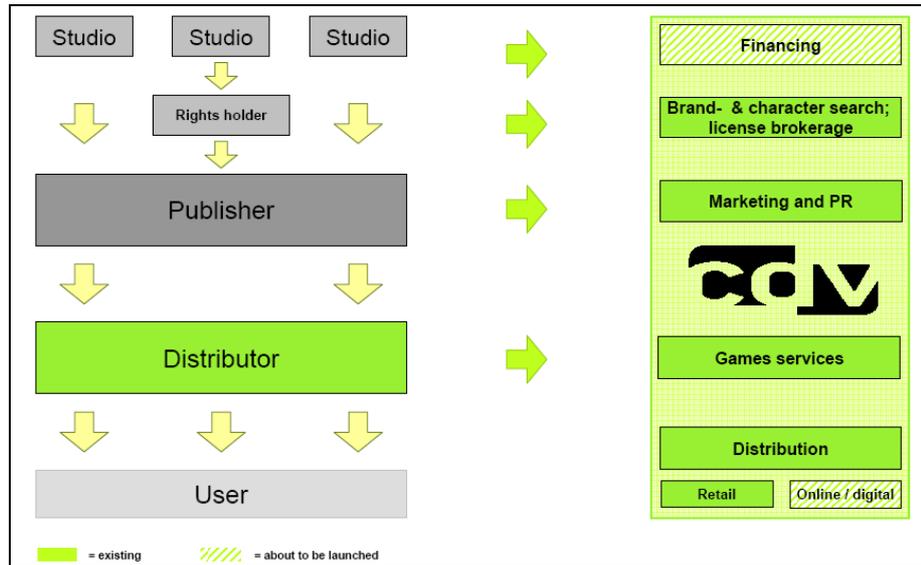
zuschließen, die im Vertrieb Produkte mit vereinbarter Einnahmenteilung gegenüber den eigenen Produkten diskriminieren könnten.

CDV als Alternative

Gegen diese festen Strukturen wendet sich nun das neue integrierte Geschäftsmodell von CDV. Es ist darauf angelegt, den unabhängigen Spieleentwicklern eine Alternative zu bieten, die es ihnen ermöglicht, in einem höheren Ausmaß am Erfolg der Spiele zu partizipieren. Aus diesem Grund wird ein hoher Wert auf die Unabhängigkeit der Gesellschaft sowie auf den Verzicht auf eigene Entwicklungen gelegt, die anderenfalls wieder zu Interessenkonflikten führen würden. Da die angebotenen Dienstleistungen modular aufgebaut sind, können die Kunden dort auf sie zurückgreifen, wo sie selbst keine entsprechenden Kapazitäten haben. Das Kernstück des Konzepts ist sicherlich die Vertriebskraft, die allein in Deutschland auf 3.500 Einzelhandelskontakten basiert. Damit deckt CDV nach eigenen Angaben deutlich über 90 Prozent des Marktes ab, allein die 330 Media Markt- und Saturn-Geschäfte werden mit einer überdurchschnittlich hohen Frequenz von sechs Mitarbeitern betreut. Einen guten Zugriff auf die Verkaufsregale bietet die Gesellschaft zudem in Österreich, der Schweiz sowie seit den diesjährigen Übernahmen auch in den Wachstumsmärkten Osteuropas.

Modulares Angebot

Wie oben ausgeführt, umfasst das Angebotsportfolio aber noch weitere Dienstleistungen, mit denen sich CDV partnerschaftlich an die Seite der Spieleproduzenten stellt und sie dabei unterstützt, ihre Entwicklungsprojekte so weit wie möglich in eigenen Händen zu behalten. Angefangen mit der Suche und der Vermittlung von potenzialträchtigen Lizenzen, über die fondsbasierte Finanzierung des Projekts bis zu den umfangreichen Games Services können die Kunden dort auf CDV zurückgreifen, wo sie selbst keine (ausreichenden) Kapazitäten oder kein Know-how haben (siehe Grafik). Sie behalten aber die Gesamtverantwortung für das Projekt und die entsprechenden Spielrechte. CDV tritt allenfalls als Co-Publisher auf.



Quelle: CDV

Wertvolle Kooperationen

Neben den eigenen Vertriebsstrukturen verfügt CDV über mehrere Partnerschaften, mit denen den Kunden passgenaue Lösungen angeboten werden können. Vor allem die Beziehung zum Großaktionär GDD Holding GmbH könnte sich für CDV als ein bedeutender Wettbewerbsvorteil herausstellen. Denn dieser hat in der Vergangenheit die innovativen Spielfonds initiiert, mit deren Hilfe sich die 10Tacle AG zu Europas führenden unabhängigen Spielproduzenten entwickeln konnte. Das entsprechende Know-how steht nun CDV zur Verfügung, um die eigene Leistungspalette wie geplant um die Spielefinanzierung erweitern zu können. Darüber hinaus unterhält CDV partnerschaftliche Beziehungen zu eben jener 10Tacle (gemeinsamer Be- und Vertrieb von MMOG's), m4e AG (Lizenzbrokerage) und der Wirecard AG, mit der den Kunden beispielsweise passgenaue Zahlungssysteme zur Abrechnung von In-Game-Advertising oder ähnlichen neuartigen Erlösquellen angeboten werden. Die Partnerschaften zu den letzten beiden Unternehmen finden nicht zuletzt Ausdruck in CDV-Aufsichtsratsmandaten von deren Vorstandmitgliedern.

Geschäftsentwicklung

Hohe Verluste bis 2006

Bedingt durch den Misserfolg eigener Spielentwicklungen im Jahr 2005 sowie erheblichen Verzögerungen bei den ursprünglich für 2006 geplanten Projekten rutschte die Gesellschaft im letzten Jahr deutlich ins Minus. Da zusätzlich Abschreibungen auf aktivierte Entwicklungsleistungen sowie auf den vorhandenen Titeltitelkatalog vorzunehmen waren, betrug der Nettofehlbetrag 8,3 Mio. Euro, bei einem Umsatz von 10,2 Mio. Euro. Damit hatten sich nicht nur die Einnahmen in wenigen Jahren halbiert (2002 lagen sie noch bei 21,7 Mio. Euro), sondern es

wurde auch das Eigenkapital restlos aufgezehrt. Zum Bilanzstichtag musste ein nicht durch Eigenkapital gedeckter Fehlbetrag von 1,9 Mio. Euro ausgewiesen werden.

Rekapitalisierung erfolgreich

Diese prekäre Lage führte bereits im Jahresverlauf zu drastischen Sanierungsschritten, die – beginnend mit dem Führungswechsel – den Verkauf laufender Spieleprojekte sowie die Aufgabe des bisherigen Kerngeschäfts Spielepublishing beinhalteten. Bilanziell und finanziell bestanden die Sanierungsarbeiten aus einer Kapitalherabsetzung im Verhältnis 8:1 sowie aus zwei Wandelanleihen, die im März bzw. im September emittiert wurden. In Summe flossen dem Unternehmen hieraus rund 7 Mio. Euro zu, mit denen die Liquiditätsversorgung auf eine nachhaltige Basis gestellt werden konnte. Nachdem die erste Anleihe Unternehmensangaben zufolge bereits fast vollständig in Aktien getauscht wurde, dürfte auch die zweite bis Jahresende in Eigenkapital gewandelt worden sein. Dies unterstellt, würde sich das Grundkapital auf 1,59 Mio. Euro erhöhen.

Drei Übernahmen

Darin bereits eingerechnet sind 0,8 Mio. Euro aus der Sacheinlage im Zusammenhang mit der Einbringung der drei neuen Tochtergesellschaften CDV P.O.S, seven_m und Gamesmania durch den Großaktionär GDD. Zuzüglich des Agios wurde das Eigenkapital damit um 8 Mio. Euro erhöht, so dass die Eigenkapitalquote zum 30. Juni wieder auf über 30 Prozent gestiegen ist. Wesentlich bedeutender als der bilanzielle Aspekt ist allerdings die mit den Akquisitionen verknüpfte Stärkung der eigenen Vertriebskraft. Während mit seven_m ein Zugang zum Fachhandel in fast allen relevanten ost- und südosteuropäischen Ländern (außer Russland) erworben werden konnte, ergänzt CDV P.O.S das Sortiment um komplementäre Produkte. Mit Gamesmania schließlich wurde nicht nur der Betreiber eines aktuellen Online-Multi-User-Games übernommen, sondern auch eine Plattform zum Auf- und Ausbau des zukunftssträchtigen Onlinevertriebs (Abos, Downloads, Streaming).

Turnaround im ersten Halbjahr vollzogen

Die vorgenommenen Weichenstellungen haben sich bereits in den ersten sechs Monaten des laufenden Jahres mit steigenden Umsätzen auf Proforma-Basis sowie einer deutlich verbesserten Profitabilität ausbezahlt. Der Umsatz inkl. der Neuerwerbungen lag bei 6,7 Mio. Euro und damit rund 2,5 Mio. über dem CDV-Umsatz der vergleichbaren Vorjahresperiode. Selbst bei Hinzurechnung der neuen Töchter erst ab dem tatsächlichen Konsolidierungszeitpunkt (1. Juni) erreichte der Umsatz 3,8 Mio. Euro und unterschritt trotz der Aufgabe der Geschäftsfelder Publishing und Eigene Produkte den Vorjahreswert nur um etwa 10 Prozent. Noch deutlicher werden die erzielten Fortschritte anhand der Gewinnkennzahlen sichtbar. Beim EBIT, bei dem es vor Jahresfrist noch einen Verlust von 6,0 Mio. Euro gegeben hatte, wurde nun mit 0,2 Mio. Euro ein kleiner Überschuss ausgewiesen; auf Proforma-Basis hat der neu formierte Konzern sogar 0,4 Mio. Euro vor Steuern und Zinsen erwirtschaftet.

Einstieg institutioneller Investoren

Die vollzogene Neuausrichtung und der erfolgreiche Turnaround sind auch bei institutionellen Investoren nicht unbemerkt geblieben. So konnte Ende September der Einstieg der Private Equity Gesellschaft Brockhaus vermeldet werden, die 100.000 Aktien von einem Großaktionär und insgesamt 239.800 Teilschuldverschreibungen der jüngst emittierten Wandelanleihe übernommen hat. Der Frankfurter Investor hat sich auf deutsche und europäische Wachstumsunternehmen spezialisiert und zählt unter anderen den CDV-Kooperationspartner Wirecard AG zum eigenen Portfolio. Darüber hinaus hat Anfang Oktober die Hamburger Patrio Plus AG bekannt gegeben, dass ihr Anteil an CDV auf über 11 Prozent gestiegen ist. Neben CDV hält Patrio Plus Beteiligungen an vier weiteren innovativen Unternehmen, darunter an der 10Tacle AG, dem größten unabhängigen Spieleentwickler Europas und ebenfalls CDV-Partner.

Bewertung

Einfaches Ertragswertmodell

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

Diskontierungszins nach CAPM 11,9 %

Den Diskontierungszins als Maß für die Eigenkapitalkosten bestimmen wir nach dem Capital Asset Pricing Model, wobei wir einen risikolosen Zinssatz von 4,4 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 sehr geringen Korrelation der CDV-Aktie zum Gesamtmarkt nicht geeignet, weswegen wir uns an fundamentalen Faktoren orientieren. Als ein wichtiger Faktor, der eine erhöhte Schwankungsanfälligkeit der Geschäftszahlen nach sich ziehen kann, ist sicherlich die Eigenschaft der Games-Branche als eine so genannte Hit-Industrie zu nennen, deren Erfolg im hohen Maße von einzelnen Produkten bestimmt werden. Das Fehlen entsprechender Hits oder gar der Misserfolg einzelner Spiele kann in einem solchem Umfeld gerade für kleinere Unternehmen existenzbedrohende Konsequenzen haben. Auch wenn CDV das größte damit verbundene Risiko durch den Verzicht auf eigene Spiele deutlich reduziert hat, bleibt der Erfolg einzelner Produkte von entscheidender Bedeutung; dies umso mehr, als das Portfolio an angebotenen Titeln noch überschaubar ist. 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 1,4 für angemessen. Daraus ergibt sich ein Eigenkapitalkostensatz von 11,9 Prozent.

Positiver Ausblick

Auf Basis der erfolgreichen Restrukturierung und vor allem der getätigten Zukäufe rechnet das Management für das laufende Jahr mit einem Umsatz von 25 Mio. Euro („als ob“ Betrachtung bei Konsolidierung zum 01.01.). Gegenüber dem ersten Halbjahr würde dies einen Zuwachs um rund 170 Prozent bedeuten, wobei allerdings ein deutlich stärkeres zweites Halbjahr (Weihnachtsgeschäft) in der Branche üblich ist. Als EBIT-Ziel wurde für die laufende Finanzperiode eine Marge zwischen 5 und 7 Prozent ausgegeben, die 2008 bereits auf über 10 Prozent steigen soll.

Wachstum über Branchendurchschnitt

Unsere eigene Umsatzprognose (ebenfalls „als ob“) für 2007 taxieren wir in Übereinstimmung mit der unternehmensseitigen Projektion auf 25 Mio. Euro. Zum Erreichen dieses Ziels sollte, neben den genannten Aspekten, auch der berichtete sehr erfolgreiche Vermarktungsstart des Portfoliotitels „Jack Keane“ beitragen. Dieser stieß nicht nur in der Fachpresse auf positive Resonanz, sondern konnte auch hervorragende Platzierungen in den Verkaufscharts (Platz 2) erzielen. Für die nächsten Jahre rechnen wir mit weiterhin dynamisch zunehmenden Erlösen, mit denen die Gesellschaft gerade von der starken Positionierung in Osteuropa profitieren sollte. Das innovative Geschäftsmodell eröffnet dabei gerade kleineren Akteuren neue Marktchancen und hat gute Chancen, vom Markt positiv aufgenommen zu werden. Gelingt CDV hier der breite Durchbruch, erwarten wir für die nächsten Jahre deutliche Marktanteilszugewinne und ein klar über dem Branchendurchschnitt liegendes Expansionstempo. Wir rechnen maximal mit Wachstumsraten von 20 Prozent p.a., die wir allerdings zum Ende des detaillierten Prognosezeitraums sukzessive auf letztlich 8 Prozent abschmelzen lassen.

Profitabilität

Auch beim Gewinn folgen wir weitgehend der Unternehmensprognose und erwarten für das laufende Jahr eine EBIT-Marge von 6 Prozent. Mit weiter steigendem Geschäftsvolumen sowie dem erweiterten Angebotsspektrum (Spielefinanzierung, Lizenzhandel etc.) dürften in den nächsten Jahren allerdings deutlich höhere Gewinnspannen realisierbar sein. Wir unterstellen deswegen bis Ende des Jahrzehnts einen Anstieg der Nettoumsatzrendite auf 9,3 Prozent; anschließend rechnen wir vorsichtsbedingt mit einem geringfügigen Rückgang auf 8,2 Prozent. Zusammengefasst resultiert aus unseren Annahmen der folgende modellhafte Geschäftsverlauf:

Geschäftsjahr (31.12.)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Umsatz (Mio. Euro)	25,0	30,0	34,5	39,7	44,4	48,9	53,3	57,5
Umsatzwachstum		20,0%	15,0%	15,0%	12,0%	10,0%	9,0%	8,0%
Nettorendite	4,9%	8,1%	8,5%	9,3%	9,3%	9,0%	8,6%	8,2%
Gewinn (Mio. Euro)	1,22	2,42	2,92	3,69	4,15	4,38	4,57	4,71
Gewinnwachstum		99,4%	20,4%	26,5%	12,4%	5,6%	4,4%	3,2%

**Fairer Wert 24,59 Euro
je Aktie**

Auf dieser Grundlage und unter der Annahme eines sich ab 2015 anschließenden „ewigen“ Ertragswachstums von 2 Prozent p.a. führt unsere Ertragswertberechnung zu einem fairen Unternehmenswert in Höhe von 39,2 Mio. Euro. Je Aktie entspricht das einem Zielkurs von 24,59 Euro, wobei hierfür bereits die volle Wandlung der noch ausstehenden Wandelanleihen unterstellt wurde. Damit verfügt die CDV-Aktie derzeit über ein Kurspotenzial von fast 65 Prozent.

**Unser Anlageurteil:
„Kaufen“**

Nach einer tief greifenden Krise und einer grundlegenden Umstrukturierung ist CDV ein beeindruckender Neustart gelungen. Mit einer sanierten Bilanz und einem ausreichenden Liquiditätspolster konzentriert sich das Unternehmen nun auf ganzheitliche Dienstleistungen für die Spielebranche. Im Zentrum des innovativen Geschäftsmodells steht die Distributionsleistung, die allerdings um zahlreiche komplementäre Elemente wie die Spielfinanzierung ergänzt wird. Mit diesem integrierten Ansatz schickt sich die Gesellschaft an, die bislang starren Strukturen der Branche aufzubrechen und den Spielentwicklern eine Alternative zum gängigen Publisher-Modell zu bieten. Für die Überzeugungskraft des Konzepts spricht nicht zuletzt die Tatsache, dass es CDV gelungen ist, für den Vorstand Leitungspersonal von namhaften Konkurrenten zu gewinnen. Mit dieser Aufstellung ist es CDV zuzutrauen, die Expansionspläne ähnlich erfolgreich zu realisieren wie zuvor den Turnaround. Auf dieser Basis sehen wir für die Aktie ein aktuelles Kurspotential von über 60 Prozent und bewerten sie deshalb mit „Kaufen“.

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 hat zu dem hier analysierten Unternehmen zur Zeit keine weiteren Aufträge für Studien oder Updates. 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, Erststudie)		

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 Studierstellung 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.