

bet-at-home.com AG

Stärken und Chancen

- **Enormes Wachstumstempo:** Nachdem das Unternehmen schon im letzten Jahr Umsatz und Gewinn deutlich verbessert hatte, brachte das erste Quartal 2010 die besten Resultate der Firmengeschichte: Bei einem Erlöswachstum von 76,4 Prozent auf 314,5 Mio. Euro wurde ein Überschuss von 2,0 Mio. Euro erwirtschaftet.
- **Profitabilität steigt:** Bemerkenswert an der jüngsten Gewinnentwicklung ist vor allem, dass der Vorjahreswert (1,6 Mio. Euro) in erster Linie einem positiven Einmaleffekt geschuldet war, während diesmal eine verbesserte operative Marge für den Gewinnanstieg verantwortlich war.
- **Hohes Potenzial:** Die weiteren Perspektiven des Unternehmens stufen wir als sehr überzeugend ein, zumal der Höhepunkt des Geschäftsjahres, die Fußball-WM, erst noch bevorsteht. Wir sehen aktuell ein Kurspotenzial von 91 Prozent.

Schwächen und Risiken

- **Politischer Einfluss:** Der regulatorische Rahmen für Online-Glücksspiel bleibt in vielen Ländern weiter unsicher.
- **Wettbewerb:** Eine zunehmende Konkurrenzintensität könnte mittelfristig auf die Margen drücken.

Kaufen (unverändert)

Kursziel

40,10 Euro

Aktueller Kurs

21,00 Euro (Xetra)



Kurshistorie (Xetra)	1 M	3 M	12 M
Hoch (Euro)	22,50	22,50	22,50
Tief (Euro)	18,60	17,50	12,81
Performance	7,56%	16,92%	55,60%
Ø-Umsatz (Euro/Tag)	44.523	31.016	29.326

Stammdaten

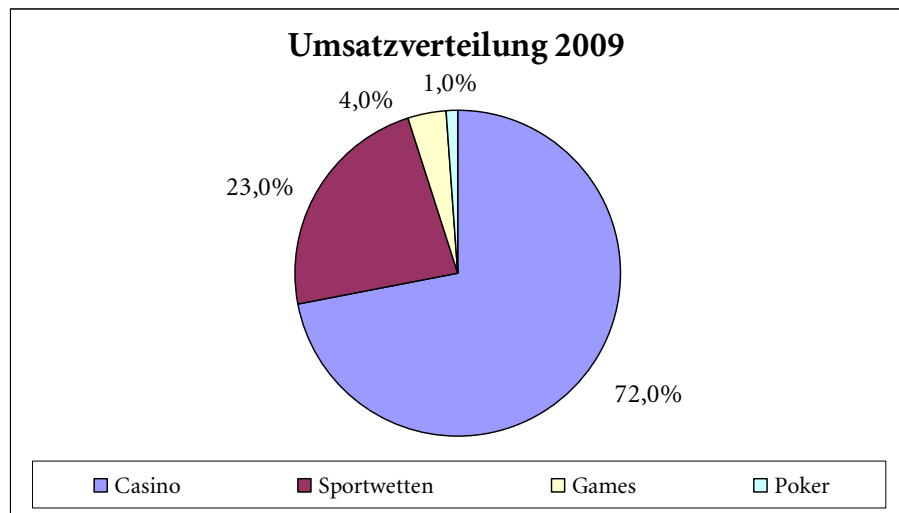
ISIN / WKN	DE000A0DNAY5 / A0DNAY
Branche	Glücksspiel
Sitz der Gesellschaft	Düsseldorf
Internet	www.bet-at-home.ag
Ausstehende Aktien	3,5 Mio. Stück
Datum der Erstnotiz	Dezember 2004
Marktsegment	Freiverkehr
Marktkapitalisierung	73,7 Mio. Euro
Free Float	24 %
Rechnungslegung	IFRS

Geschäftsjahr (bis 31.12.)	2008	2009	2010e	2011e		
Umsatz (Mio. Euro)	676,6	929,3	1.250,0	1.287,5	CAGR Umsatz 08-11 (e)	23,9%
Umsatzwachstum	36,5%	37,3%	34,5%	3,0%	CAGR EBIT 08-11 (e)	83,0%
EBIT (Mio. Euro)	1,3	0,6	6,6	8,2	CAGR EpS 08-11 (e)	106,8%
EBIT-Marge	0,2%	0,1%	0,5%	0,6%		
EpS	0,20	0,75	1,42	1,78	Enterprise Value (Mio. Euro)	48,3
Dividende je Aktie	-	-	-	-	Buchwert (Mio. Euro)	17,5
KUV	0,11	0,08	0,06	0,06	EV / Umsatz 09 (e)	0,04
KGV	104,2	27,8	14,7	11,8	EV / EBIT 09 (e)	7,3
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	Kurs / Buchwert	4,2

Unternehmensprofil

Pionier der Internet-Glücksspielbranche

Die bet-at-home.com GmbH, der operative Kern und Keimzelle des gleichnamigen deutschen Konzerns, wurde 1999 in Wels / Österreich gegründet und zählt zu den Pionieren der europäischen Internet-Glücksspielbranche. Dank einer staatlichen Erlaubnis zur Durchführung von Buchmachertätigkeiten lag der Fokus des Unternehmens zu Beginn auf dem Angebot von Sportwetten über das Internet. Im Laufe des letzten Jahrzehnts erfolgte dann eine kontinuierliche Expansion in verwandte Marktsegmente. Als weiterer Schwerpunkt hat sich dabei insbesondere der Betrieb von Online-Casinos herauskristallisiert, mit denen mittlerweile fast drei Viertel der Erlöse und etwa die Hälfte des Rohertrags generiert werden. Seit dem letzten Jahr zählen darüber hinaus auch Spiele zur Produktpalette, mit denen auf Anhieb rund 4 Prozent des Umsatzes erzielt wurden. Die folgende Grafik zeigt den Anteil der einzelnen Sparten an den gesamten Konzerneinnahmen im Jahr 2009.



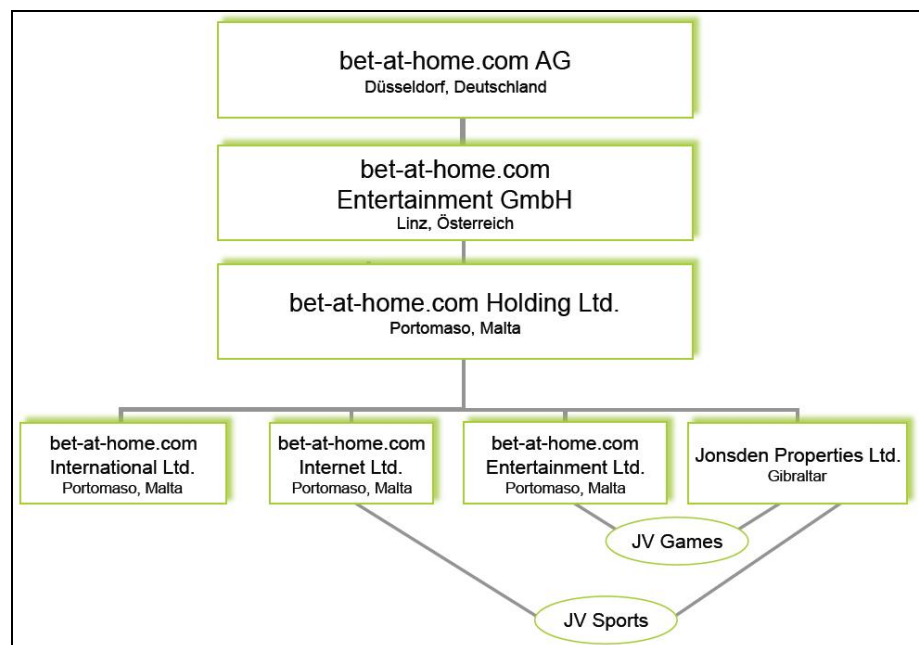
Quelle: Unternehmen

Europaweit aktiver Hauptaktionär

Seit dem Frühjahr 2009 operiert bet-at-home.com nicht mehr eigenständig, sondern wurde in den Verbund der französischen Mangas-Gaming-Gruppe integriert, die im Rahmen eines öffentlichen Übernahmeangebots rund 51 Prozent der AG übernommen hat. Der neue Hauptaktionär arbeitet an der Errichtung eines europaweiten Netzwerks von Firmen aus den Bereichen Online Gaming und Sportwetten und hat im Zuge dessen unter anderem auch die Anbieter Betclix und Expekt übernommen. Durch die Bündelung unter einem gemeinsamen Dach sollen umfangreiche Synergien gehoben und die weitere Marktdurchdringung in Europa vorangetrieben werden.

Ableger in Malta und Gibraltar

Auch nach der Übernahme durch Mangas stehen die Gründer Franz Ömer und Jochen Dickinger, die noch rund 25 Prozent der AG-Anteile halten, an der Spitze des Unternehmens. Ebenfalls unangetastet geblieben ist bislang die Konzernstruktur: Neben der österreichischen Tochter wird das Kerngeschäft vor allem von mehreren Ablegern in Malta, wo die Wett- und Glücksspielsteuern vergleichsweise niedrig sind, gesteuert. Darüber hinaus wurde im Jahr 2008 der Firmenmantel Jonsden Properties aus Gibraltar gekauft, um unter diesem Dach die Marketingaktivitäten der Gruppe schrittweise zu bündeln. Im Anschluss erfolgte die Gründung von zwei Joint Ventures mit den Gesellschaften aus Malta zur gemeinsamen Durchführung von eGames resp. Sportwetten. Die folgende Grafik zeigt die aktuelle Organisationsstruktur von bet-at-home.com; alle Tochterunternehmen befinden sich dabei direkt oder indirekt zu 100 Prozent im Besitz der deutschen Holding.



Quelle: Unternehmen

Markt und Strategie

Vorreiter liberalisieren das Online-Glücksspiel

Der Online-Glücksspielmarkt ist heute international in zwei große Lager aufgeteilt. Während zahlreiche Länder – u.a. unterstützt von der EU-Kommission – in den letzten Jahren die staatlichen Monopole aufgehoben und privaten Wettbewerb zugelassen haben, sperrt sich die Mehrheit noch gegen eine Liberalisierung des Segments. Besonders deutlich wird dies im Sportwettenmarkt, in dem Bet-at-home.com im letzten Jahr 43 Prozent des Rohertrags erwirtschaftete. Per Ende 2009 hatten weltweit erst 28 Staaten das Online-Geschäft mit Sportwetten

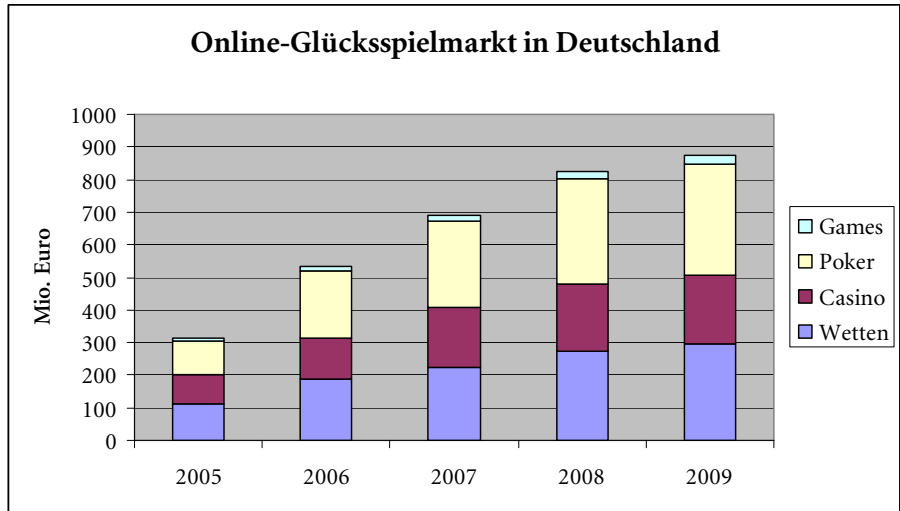
zugelassen, die übrigen knapp 200 (in einer Erhebung von Sportel) hingegen verfolgen noch einen restriktiven Kurs. Allerdings ist der Markt insbesondere in Europa gerade im Umbruch. Hier haben 7 von 27 Ländern bereits eine Öffnung vollzogen – neben dem Vorreiter Großbritannien unter anderen auch Spanien und Italien – und in weiteren 13 wird diese aktuell umgesetzt (darunter Frankreich, Dänemark, Polen und Schweden) oder ist mittelfristig anvisiert.

Deutschland geht Sonderweg

Damit dürfte Deutschland in naher Zukunft zur Minderheit der Monopol-Verfechter zählen. Hierzulande wurde mit dem 2009 in Kraft getretenen neuen Glücksspielstaatsvertrag, der in vielen Bereichen – insbesondere im Onlinegeschäft – die Betätigung privater Anbieter untersagt, ein besonders strenger Kurs gewählt. Dabei ist es allerdings umstritten, ob dessen Ausgestaltung mit dem Europa-Recht vereinbar ist. Die EU-Kommission hat im Anschluss ein Vertragsverletzungsverfahren eingeleitet. Die Hoffnung, dass im Zuge dessen der europäische Gerichtshof den deutschen Weg für nicht rechtmäßig erklärt, hat zuletzt allerdings einen herben Dämpfer erlitten. Anfang März hat der Generalanwalt Paolo Mengozzi in seinem Plädoyer den Richtern nahe gelegt, das deutsche Gesetz für rechtmäßig zu erklären, da eine Einschränkung der Dienstleistungsfreiheit zur Verfolgung eines Allgemeininteresses zulässig sei. Damit gilt es als wahrscheinlich, dass die Klage der privaten Wettanbieter abgewiesen wird. Allerdings wächst auf der Ebene der Bundesländer der Widerstand gegen die bestehende Regelung, Schleswig-Holstein hat bereits den Ausstieg aus dem Glücksspielstaatsvertrag angekündigt, weitere Länder sollen ähnliche Pläne verfolgen.

Selbst restriktive Regulierung kann Wachstum nicht stoppen

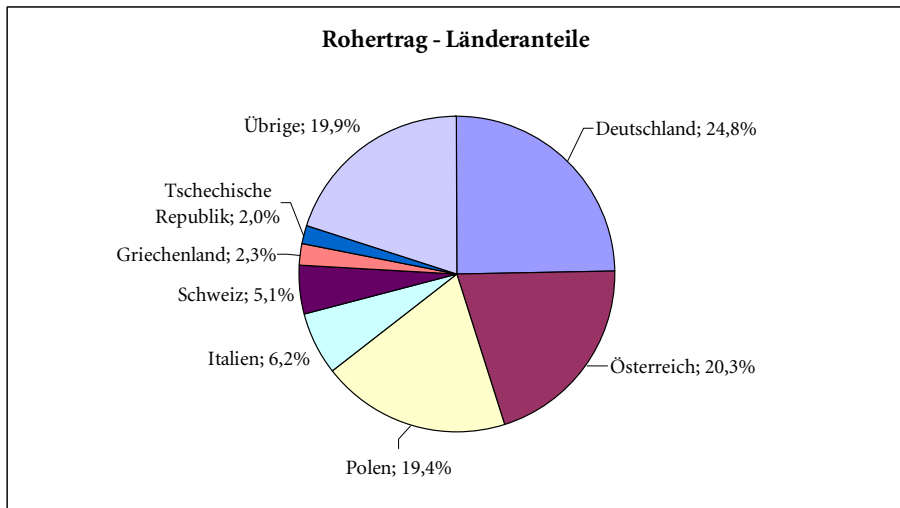
Die jüngste Marktentwicklung hierzulande verdeutlicht allerdings, dass selbst eine so restriktive Regulierung das rasante Wachstum des Online-Glücksspielmarktes nicht stoppen kann. Trotz des umfassenden Verbotes erhöhte sich der Bruttospielertrag (Spieleinsatz abzüglich Gewinnausschüttung) aus Wetten, Casinos, Poker und Games im Internet im Jahr 2009 weiter um 6 Prozent auf 875 Mio. Euro (Quelle: Goldmedia). Diese Steigerungsrate lag zwar deutlich unter dem langjährigen Schnitt (CAGR 2005-2008: 37,8 Prozent), der Trend zu Marktanteilsgewinnen der Onlineindustrie konnte aber nicht aufgehalten werden. Denn die regulierten staatlichen Angebote wie etwa Lotterien oder der Sportwettenmonopolist Oddset mussten im selben Zeitraum spürbare Umsatzeinbußen hinnehmen. Als Resultat der neuen Bestimmungen hat sich daher ein wesentlicher Teil der Branche in einen unregulierten Graumarkt verschoben, hier dominieren ausländische Anbieter mit Marktanteilen von bis zu 90 Prozent in einzelnen Segmenten.



Bruttospielerträge; Quelle: Goldmedia

**Öffnungsprozess erhöht
Marktdynamik**

Der Onlineglücksspielmarkt präsentiert sich damit selbst in Deutschland wachstumsstark, die wesentlichen Impulse dürften aber in den nächsten Jahren von denjenigen europäischen Ländern ausgehen, die eine schrittweise Öffnung ihrer Monopole vollziehen. Schon für 2011 wird beispielsweise ein Wachstum des europäischen Sportwettenmarktes um gut ein Viertel auf 10 Mrd. Euro erwartet, maßgeblich dank hoher Steigerungsraten in jungen Märkten wie Italien und Spanien sowie der erstmaligen Zulassung privater Wettbewerber in Frankreich.



Quelle: Unternehmen

**Internationalisierung wird
fortgesetzt**

Das Management von bet-at-home.com setzt angesichts der unterschiedlichen Wachstumsdynamik in den einzelnen Ländern und der uneinheitlichen Regulierung zur Risikominimierung seit Jahren auf eine breite internationale Streuung der Aktivitäten. Mittlerweile wird weniger als die Hälfte des Rohertrages in den

Stammmärkten Deutschland und Österreich erwirtschaftet, während zusammengekommen bereits mehr als ein Viertel aus Polen und Italien stammen (siehe obige Grafik). Insgesamt ist die Website aktuell schon in mehr als 20 Sprachen verfügbar, wobei der Schwerpunkt der weiteren Entwicklung auf Süd- und Osteuropa gelegt wird. Für das laufende Jahr wurde beispielsweise eine Casino-Lizenz in Italien beantragt.

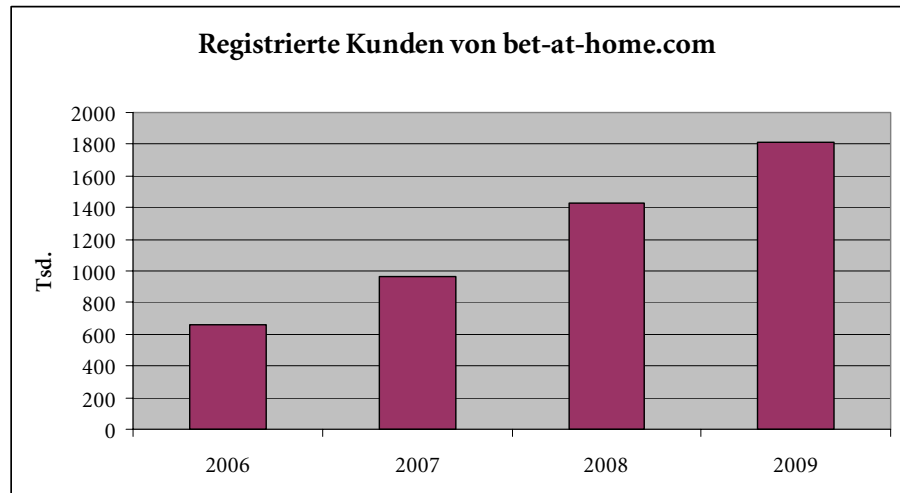
Produktdiversifikation als zweite strategische Stoßrichtung

Flankiert wird die internationale Expansion von einem kontinuierlichen Ausbau der Produktpalette. So wurden beispielsweise zum Jahresanfang Slotmachines neu in das Internetangebot integriert und damit der Einstieg in den attraktiven Spieleautomaten-Markt vollzogen. Darüber hinaus zählt auch die Live-Wette, die während laufender Sportveranstaltungen platziert werden kann, zu den Wachstumstreibern des Unternehmens. Hier setzt bet-at-home.com vor allem auf den Ausbau des Livestreams zu einzelnen Ereignissen und damit auf eine Integration von Übertragung und Wette in einem Webangebot. Nicht mehr weiter verfolgt wird hingegen das Pferdewettengeschäft, da sich der deutsche Markt in diesem Bereich zuletzt eher schwach entwickelte. Infolgedessen hat das Unternehmen die 60-prozentige Beteiligung an der Racebets GmbH, einem konzessionierten Buchmacher für Pferdewetten, schon im ersten Quartal 2009 verkauft und dabei ein Gewinn von 1,33 Mio. Euro erzielt.

Geschäftsentwicklung

Gewinn von Marktanteilen

Trotz des Versuchs einiger Länder, den Siegeszug der Online-Glücksspielindustrie zu stoppen (neben Deutschland verfolgen beispielsweise auch die USA einen restriktiven Kurs), hat die Branche in den letzten Jahren dynamisch expandiert. Für bet-at-home.com stand im Zuge dessen vor allem der Gewinn von Marktanteilen im Vordergrund. Zu diesem Zweck wurde flankierend zur internationalen Ausbreitung massiv in das Marketing investiert: Zwischen 2006 und 2009 erhöhte das Unternehmen die entsprechenden Ausgaben um 370 Prozent auf 31 Mio. Euro. Der Erfolg dieser Bemühungen zeigt sich deutlich in der Zahl der registrierten Nutzer der Onlinedienste. Standen hier noch vor vier Jahren 665 Tsd. in der Kartei, konnten zum Ende der letzten Finanzperiode mehr als 1,8 Mio. vermeldet werden (siehe folgende Grafik).



Quelle: Unternehmen

Rasanten Umsatzwachstum

Die deutlich ausgeweitete Kundenbasis hat sich auch adäquat in der Entwicklung der Erlöse niedergeschlagen. In den letzten vier Jahren wurde hier eine durchschnittliche Steigerungsrate von 40,5 Prozent auf zuletzt 929,3 Mio. Euro Umsatz erzielt. Erfreulicherweise hat gleichzeitig die für eine Glücksspielgesellschaft wichtigste Kenngröße, der Bruttospiel- oder Rohertrag, mit einem CAGR von 45,7 Prozent überproportional zugenommen; im Jahr 2009 wurden so bereits 43 Mio. Euro erwirtschaftet.

Hoher Gewinn in 2009

Kaum profitieren von dieser Entwicklung konnte bislang jedoch das Konzernergebnis, was vor allem auf die strategische Entscheidung des Managements zurückzuführen ist, die verfügbaren Mittel größtenteils in das Marketing und damit die weitere Marktdurchdringung zu reinvestieren. Dementsprechend schwankte das Ergebnis von 2006 bis 2008 jeweils um die Nulllinie. Ganz anders hingegen ist die letzte Finanzperiode verlaufen, die immerhin mit einem Nettogewinn von 2,65 Mio. Euro abgeschlossen wurde. Maßgeblich dazu beigetragen hat allerdings ein Einmaleffekt, der Verkauf von Racebets. Zusammen mit einer marktbedingten Zuschreibung bei Wertpapieren im Umlaufvermögen führte der Gewinn aus dieser Transaktionen zu einem deutlich verbesserten Finanzergebnis von 2,2 Mio. Euro (Vorjahr: 0,57 Mio. Euro). Der operative Überschuss war hingegen wegen der umfangreichen Werbemaßnahmen rückläufig. Die folgende Tabelle zeigt einen Überblick zu den wichtigsten Kennzahlen.

Geschäftszahlen	Jahr 2008	Jahr 2009	Änderung
Umsatz	676,6	929,3	+37,3%
Rohertrag	38,6	43,0	+11,4%
EBIT	1,34	0,60	-54,8%
Konzernergebnis	0,71	2,65	+274,5%

Angaben in Mio. Euro bzw. Prozent; Quelle: Unternehmen

Start ins neue Jahr mit einem Rekordquartal

Im ersten Quartal der laufenden Periode konnte auch dieser Makel beseitigt werden. Zwischen Januar und Februar wurde ein EBITDA von 2,61 Mio. Euro erwirtschaftet, mehr als eine Verzehnfachung des Vergleichswertes aus 2009. Auch das Nettoergebnis erhöhte sich um fast ein Viertel auf 2,0 Mio. Euro, wobei der Überschuss ausschließlich operativ erwirtschaftet wurde, während im Vorjahr der Großteil auf den Verkauf von Racebets zurückzuführen war. Mitverantwortlich für den Gewinnsprung war die nur moderate Ausweitung der Marketingausgaben um 8,9 Prozent. Umso beeindruckender ist es, dass das Unternehmen die Wachstumsgeschwindigkeit trotzdem noch einmal steigern konnte: Der Umsatz erhöhte sich binnen Jahresfrist um 76,4 Prozent auf 314,5 Mio. Euro.

Geschäftszahlen	1. Quartal 2009	1. Quartal 2010	Änderung
Umsatz	178,3	314,5	+76,4%
Rohertrag	8,9	13,8	+54,4%
EBITDA	0,25	2,61	+944,0%
Konzernergebnis	1,58	1,96	+24,1%

Angaben in Mio. Euro bzw. Prozent; Quelle: Unternehmen

Bewertung

Ertragswertmodell

Das faire Bewertungsniveau von bet-at-home.com ermitteln wir anhand eines Modells der Ertragsdiskontierung, das auf der Schätzung der wesentlichen Werttreiber Umsatz, Nettorendite und Eigenkapitalkosten beruht.

Diskontierungszins nach CAPM 11,6 %

Den Diskontierungszins als Maß für die Eigenkapitalkosten bestimmen wir nach dem Capital Asset Pricing Model, wobei wir einen risikolosen Zinssatz von 2,6 Prozent (Umlaufrendite festverzinslicher deutscher Wertpapiere) und eine langfristige Risikoprämie für Aktieninvestitionen von 5,3 Prozent ansetzen. Für die Risikoeinschätzung ist der aus Marktdaten statistisch ermittelte Wert für das Beta wegen einer sehr geringen Korrelation der bet-at-home.com-Aktie zum Gesamtmarkt nicht aussagekräftig. Als Maß für das systematische Risiko orientieren wir uns daher an fundamentalen Faktoren. Der Geschäftsverlauf der Unternehmen aus der vergleichsweise jungen Branche ist noch unstet und durch Regulierungsrisiken bedroht. Daraus resultiert eine vergleichsweise hohe Volatilität im Vergleich zum Marktportfolio, weshalb wir ein Beta von 1,7 für angemessen erachten. Auf Basis dieser Annahmen ergibt sich ein Eigenkapitalkostensatz von 11,6 Prozent.

Großer Optimismus für das WM-Jahr

Für die laufende Periode hat das Management eine optimistische Prognose abgegeben. Bei einem anvisierten Zuwachs der registrierten Kunden um mehr als ein Viertel auf 2,3 Mio. sollen die Umsätze kräftig um 18,3 Prozent auf 1,1 Mio.

Euro anziehen. Ein wesentlicher Wachstumstreiber wird dabei das WM-Geschäft sein, das nach Aussage von Vorstand Dickinger wirke wie „zwei zusätzliche Geschäftsmonate“. Hieraus will die Gesellschaft einen mit 55,6 Mio. Euro um 30 Prozent höheren Rohertrag und ein EBIT von 3,3 Mio. Euro erwirtschaften, für den Jahresüberschuss wird die Marke von 2,9 Mio. Euro angepeilt – Ziele, die nach den Ergebnissen des ersten Quartals äußerst konservativ anmuten.

Beeindruckender Track-record

Dies umso mehr, als auch die bisherige Expansion deutlich über unseren Erwartungen verlaufen ist. In dem letzten Update zu bet-at-home.com vom 17.10.2008 hatten wir für 2008 und 2009 Umsatzerwartungen von 650 und 748 Mio. Euro formuliert, die im ersten Jahr (676,6 Mio. Euro) leicht und im Anschluss deutlich (929,3 Mio. Euro) übertroffen wurden. Auch die Wende beim Nettoergebnis kam schneller als von uns erwartet. Wir hatten noch für das abgelaufene Geschäftsjahr mit einem lediglich ausgeglichenen Resultat gerechnet, stattdessen wurde operativ wie unter dem Strich ein deutlicher Gewinn erzielt.

Gewinn wird sukzessive hochgefahren

Wir erhöhen vor diesem Hintergrund und angesichts der hervorragenden Zahlen zum ersten Quartal unsere Wachstumsprognose für 2010 von 15 auf 34,5 Prozent. Wegen einer gesunkenen Rohertragsmarge im letzten Jahr und einer zunehmenden Konkurrenzintensität in der Branche nehmen wir hingegen unsere bisherige Schätzung zur Nettomarge von 0,5 auf 0,4 Prozent zurück, auch den Anstieg für die Folgejahre modellieren wir nun etwas vorsichtiger. Sollte sich der Trend aus dem ersten Quartal im weiteren Jahresverlauf bestätigen, könnte sich das als zu vorsichtig herausstellen. Allerdings gehen wir im Vorfeld der WM von einem erhöhten Marketingaufwand aus, der das Ergebnis vorübergehend belasten könnte. Die folgende Tabelle zeigt die aus diesen Annahmen resultierende Entwicklung der Geschäftszahlen in den nächsten acht Jahren:

Ertragswertmodell	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Erlöse (Mio. Euro)	1.250	1.288	1.416	1.530	1.606	1.686	1.771	1.859
Erlöswachstum		3,0%	10,0%	8,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Nettorendite	0,4%	0,5%	0,6%	0,7%	0,8%	0,9%	1,0%	1,0%
Gewinn (Mio. Euro)	5,00	6,26	8,50	10,71	12,85	15,18	17,71	18,59
Gewinnwachstum		25,1%	35,8%	26,0%	20,0%	18,1%	16,7%	5,0%

Fairer Wert jetzt 40,10 Euro je Aktie

Bei einem „ewigen“ Ertragswachstum von 2 Prozent im Anschluss an den Detailprognosezeitraum resultiert aus diesem Modell ein fairer Wert von 140,7 Mio. Euro oder 40,10 Euro je Aktie. Damit haben wir unser Kursziel gegenüber unserer letzten Einschätzung (28,97 Euro) vor anderthalb Jahren deutlich angehoben, was neben dem unerwartet großen operativen Erfolg auch auf das gesunkene Zinsniveau zurückzuführen ist. In Relation zum aktuellen Kurs besteht damit trotz der zuletzt hervorragenden Performance ein Aufwärtspotenzial von 91 Prozent. Nach unten abgesichert wird die Aktie auch durch die üppigen Li-

liquiditätsreserven des Unternehmens. Zum Ende des ersten Quartals summierten sich Kassenbestand und Wertpapiere des Umlaufvermögens auf 25,4 Mio. Euro.

Fazit

Unverändertes Anlageurteil: „Kaufen“

bet-at-home.com hat in den letzten Jahren Kundenzahlen und Erlöse rasant gesteigert und erntet nun langsam aber sicher die Früchte der konsequenten Wachstumsstrategie. Nachdem im Geschäftsjahr 2009 bereits ein Überschuss von 2,65 Mio. Euro erwirtschaftet wurde, erhöhte sich der Gewinn allein im ersten Quartal der laufenden Periode um 24 Prozent auf 2 Mio. Euro. Dabei ist allerdings hervorzuheben, dass das Vorjahresergebnis maßgeblich auf einen Einmaleffekt zurückzuführen war, während dieses Mal die operative Entwicklung den alleinigen Ausschlag gab. Damit steht die Gesellschaft vor einem glänzenden Geschäftsjahr, zumal der Höhepunkt, die Fußball-Weltmeisterschaft in Südafrika, noch bevorsteht. Wir haben unser Kursziel deutlich angehoben und bekräftigen angesichts eines Aufwärtspotenzials von 91 Prozent unsere Kaufempfehlung.

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

Telefon: + 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

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.-Kfm. Holger Steffen (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. **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)		

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 Wertsteigerung 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)

Urheberrecht

Dieses Werk ist einschließlich aller seiner Teile urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung der Performaxx Research GmbH unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung sowie Verarbeitung in elektronischen Systemen. Alle Charts dieser Finanzanalyse wurden mittels Market-Maker (www.market-maker.de) erstellt.