

elexxion AG

Stärken und Chancen

- *Attraktives Produktportfolio:* elexxion hat in den letzten Jahren drei extrem leistungsfähige Dentallaser am Markt eingeführt. Durch die Kombination der Diodentechnik mit einem Erbium-YAG-Laser verfügt die Gesellschaft nach eigenen Angaben über das erste Gerät, das für alle zahnmedizinischen Indikationen einsetzbar ist.
- *Auslandsmärkte im Fokus:* Die Umsätze außerhalb von Deutschland haben in den letzten Jahren bereits stark zugelegt. Wir erwarten insbesondere aus einer Vertriebskooperation für die USA einen weiteren Wachstumssprung.
- *Potenzialträchtiger Markt:* Das Leistungsspektrum der Dentallaser-Technologie ist mittlerweile so weit entwickelt, dass mittelfristig in zahlreichen Behandlungsfeldern eine Ablösung der klassischen Methoden möglich scheint.
- *Enormes Kurspotenzial:* Unsere fundamentale Bewertung ergibt ein Kursziel von 8,05 Euro, ein Aufwärtspotenzial von 101 Prozent.

Schwächen und Risiken

- *Hoher Innovationsdruck:* Die Branche ist durch einen rasanten technologischen Fortschritt geprägt, aus dem ein kontinuierlicher Anpassungsdruck auf die Anbieter resultiert.
- *Finanzbedarf:* Für die Ausschöpfung der Wachstumspotenziale ist die Gesellschaft derzeit noch zu schwach kapitalisiert. Weitere Finanzierungsschritte sind zu erwarten.

Kaufen (Ersteinschätzung)

Aktueller Kurs 4,00 Euro

Stammdaten

ISIN	DE000A0KFKH0
Branche	Medizintechnik
Sitz der Gesellschaft	Radolfzell
Internet	www.elexxion.com
Ausstehende Aktien	3,125 Mio. Stück
Marktsegment	Entry Standard
Marktkapitalisierung	12,5 Mio. Euro
Free Float	13,6 %

Kursentwicklung



Quelle: Market Maker

Hoch / Tief (3 Monate)	5,02 Euro / 3,50 Euro
Performance (3 Monate)	-22 %
Ø-Umsatz (30 Tage)	ca. 10 Tsd. Euro

Kennzahlen

Geschäftsjahr (bis 31.12.)	2005	2006	2007(e)	2008(e)
Umsatzerlöse (Mio. EUR)	1,9	2,4	3,0	4,5
EpS (EUR)	-0,12	-0,42	-0,48	-0,14
Dividende / Aktie (EUR)	-	-	-	-
KUV	6,54	5,26	4,17	2,78
KGV	-	-	-	-
Dividendenrendite	-	-	-	-

Unternehmensprofil

Spezialist für Dentallaser

Der 2002 gegründete und seit Oktober 2006 börsennotierte Medizintechnikanbieter elexxion aus Radolfzell bei Konstanz hat sich auf die Entwicklung, die Herstellung und den Vertrieb von Dental-Laser-Systemen spezialisiert. Bereits im ersten Jahr nach der Gründung konnte die Gesellschaft den Diodenlaser elexxion claros für die Behandlung von Weichgewebe (bspw. Zahnfleisch) am Markt einführen. Mittlerweile wurde das Sortiment um zwei weitere Geräte erweitert, mit denen auch harte Substanzen wie der Zahnschmelz bearbeitet werden können. Hauptverantwortlich für die Produktentwicklung ist Unternehmensgründer Olaf Schäfer, der als Vorstand das Ressort Technik und Finanzen leitet, während der Mitgründer Martin Klarenaar die Bereiche Marketing und Vertrieb übernommen hat. Aus ihrer vormaligen leitenden Tätigkeit bei verschiedenen Anbietern aus der Branche verfügen beide über eine langjährige Expertise in den jeweiligen Fachgebieten. Neben den Vorständen beschäftigt die Gesellschaft mittlerweile weitere 16 Mitarbeiter (Stand 30.06.07).

Innovative Produkte

Bereits mit dem ersten Erzeugnis elexxion claros konnte eine wesentliche Verbesserung gegenüber den zuvor am Markt erhältlichen Konkurrenzprodukten erzielt werden. Dank einer Pulsleistung von bis zu 30 Watt und einer Frequenz von bis zu 20.000 Hertz verfügt das Gerät über eine extrem hohe Schnittgeschwindigkeit und ermöglicht so eine besonders gewebeschonende Behandlung. Die zugrunde liegende Hochpulstechnik DPL (digital pulsed laser) wurde von dem Unternehmen selbst entwickelt und im Anschluss patentiert. Während der Einsatz des Produkts blut- und schmerzarme chirurgische Eingriffe in das Weichgewebe erlaubt, zielt der im letzten Jahr eingeführte Laser elexxion duros dagegen u.a. auf die Entfernung von Karies oder Zahnbelägen ab. Bei diesem so genannten Erbium-YAG-Laser konnte die in der Vergangenheit übliche Technik zur Lichtübertragung – Spiegelgelenk-Arme oder Hohlleiter – durch eine flexible Germanium-Oxid-Faser ersetzt werden. Nach Angaben des Unternehmens bewirkt dies eine wesentlich gleichmäßigere Dosierung der Strahlenintensität, was wiederum ungewollte Gewebeerletzungen verhindert. Parallel zur Fertigstellung von elexxion duros ist es dem Unternehmen darüber hinaus gelungen, die beiden Laservarianten in einem einzigen Produkt zu kombinieren. Mit dem daraus resultierenden Erzeugnis elexxion delos ist nun nach Gesellschaftsangaben erstmals ein Gerät am Markt verfügbar, das bei allen derzeit gängigen Indikationen für die Laserzahnmedizin eingesetzt werden kann.

Kundennähe und -service im Vorder- grund

Bei der Entwicklung der Produkte hat die Gesellschaft neben einem hohen Leistungsstandard ein besonderes Gewicht auf die ergonomische Gestaltung gelegt. Durch die Verwendung von Touchscreens und eine sehr übersichtliche Menüführung konnte die Einsetzbarkeit der Apparaturen spürbar erleichtert werden. So sind bei elexxion delos mehr als 100 verschiedene Indikationen gespeichert

und damit auf Knopfdruck abrufbar. Die Ausrichtung auf die Kundenwünsche steht allerdings nicht nur beim Produktdesign, sondern beim gesamten Unternehmenskonzept im Vordergrund. Die Gesellschaft bietet den Abnehmern neben den Geräten auch die wichtigsten Verbrauchsmaterialien sowie ein umfangreiches Servicepaket bei der Inbetriebnahme. Im Rahmen dessen führt ein Mitarbeiter die Installation vor Ort durch und vermittelt die wichtigsten Kenntnisse für die Nutzung. Das darüber hinaus gehende Grundlagenwissen kann dagegen bei der seit Oktober 2005 geschaffenen Dental Academy im Rahmen von Seminaren oder Workshops erworben werden. Für elexxion ist die Institution nicht nur ein wichtiger Baustein bei der Kundenbetreuung, sondern auch ein effektives Instrument zur Ansprache neuer Interessenten aus der Kernzielgruppe – niedergelassene Zahnärzte und Zahnkliniken.

Schwerpunkt bei Forschung & Entwicklung

Die raschen Erfolge bei der Produktlancierung resultieren aus dem Umstand, dass das Unternehmen von Beginn an einen besonderen Schwerpunkt auf Forschung und Entwicklung gelegt hat. Mit einem Budget von jeweils rund 300 Tsd. Euro in den letzten drei Jahren lag der Anteil der entsprechenden Ausgaben am Umsatz zwischen 12,5 und 18,5 Prozent. Als Ergebnis kann elexxion trotz der vergleichsweise kurzen Firmenhistorie bereits heute zahlreiche Patente und Schutzrechte vorweisen, u.a. für die DPL-Technik und für die Kombination eines Dioden- sowie eines Erbium-YAG-Lasers in einem Gerät. Auch für eine noch in der Entwicklungsphase steckende Produktneuheit, ein Lasersystem für die photodynamische Therapie bei Zahnfleischentzündungen, wurde ein europaweites Patent beantragt. Um die technologische Führerschaft zu behaupten, sollen auch in Zukunft mindestens 8 Prozent des Umsatzes in F&E-Projekte investiert werden.

Markt und Strategie

Konservative Branche

Die Lasertherapie kommt seit den achtziger Jahren in zunehmendem Umfang in der Zahnmedizin zum Einsatz. Die Dynamik der Marktdurchdringung war in den letzten 20 Jahren allerdings vergleichsweise gering: Nach Schätzungen der Gesellschaft nutzen heute etwa 15 Prozent der amerikanischen, 5 bis 8 Prozent der deutschen und nur 4 Prozent der europäischen Zahnärzte die Technologie. Die lange Anlaufzeit ist zum einen auf die Kinderkrankheiten der ersten Geräte zurückzuführen, die anfänglich die in sie gesetzten Erwartungen nicht erfüllen konnten und damit zu einer Ernüchterung beigetragen haben. Darüber hinaus gilt die Branche als vergleichsweise konservativ. So haben beispielsweise Implantate mehr als 15 Jahre benötigt, um sich am Markt zu etablieren.

Zahlreiche Vorteile

Durch die kontinuierlichen Verbesserungen sind die Geräte der jüngsten Generation der traditionellen Behandlungsmethodik nun aber in vielen Bereichen

deutlich überlegen, weswegen sich die Lasermedizin zunehmender Aufmerksamkeit erfreut. So können beispielsweise mit dem elexxion claros chirurgische Eingriffe in der Mundhöhle weitgehend schmerz- und blutungsfrei und daher auch ohne Betäubung durchgeführt werden. Selbst bei der Bearbeitung von Hartgewebe mit dem Erbium-YAG sind die Schmerzen so stark reduziert, dass ein Verzicht auf die Anästhesie in vielen Fällen möglich ist. Im Anschluss an eine Laserbehandlung ist der Heilungsprozess in der Regel zudem deutlich schneller als bei den konventionellen Verfahren. Da die Verbesserungen allerdings zu einem großen Teil auf den rasanten Fortschritt in den letzten Jahren zurückzuführen ist, steht eine breite wissenschaftliche Untermauerung der Wirksamkeit noch aus, was die Wachstumsdynamik bislang zusätzlich gebremst hat.

Markt für Spezialanbieter

Bislang war der Markt daher zu klein für die großen Branchenschwergewichte wie GE Healthcare oder Siemens und wird dementsprechend von kleineren Spezialanbietern dominiert. Mit einem Umsatz von 70 Mio. US-Dollar ist die amerikanische Gesellschaft Biolase weltweit führend. Das Unternehmen hat durch eine jahrelange aktive Marktbearbeitung des US-Marktes für eine im internationalen Maßstab hohe Akzeptanz der Dentallaser gesorgt. Im Jahr 2005 waren hier bereits 22.500 Systeme im Betrieb, während bis zu diesem Zeitpunkt in Deutschland lediglich rund 4.000 Laser installiert wurden (Quelle: elexxion). Hinter Biolase kämpft eine Reihe von Anbietern um den zweiten Platz im Markt. Dazu zählen mit Lumenis (USA), El.En. (Italien) und Fontana (Slowenien) drei ausländische Laser- oder Medizintechnikkonzerne, die über eine Sparte oder einen Ableger Produkte für die Zahnbehandlung anbieten. Auch in Deutschland gibt es mehrere Konkurrenten, von denen vor allem Oralix aus Konstanz eine hohe Marktpräsenz erreicht hat. elexxion selbst sieht sich im Vergleich dazu derzeit in Europa auf Platz drei hinter Biolase und Fontana. Bis zum Jahr 2009 will das Unternehmen zur europäischen Nummer eins und international zur Nummer zwei aufsteigen. Erste Erfolge in diese Richtung zeigen sich bereits auf dem deutschen Markt. Nach Einschätzung des Unternehmens liegt der Marktanteil bei Neuintallationen derzeit bei rund 25 Prozent.

Direktvertrieb für Deutschland

Auf dieser Basis wird derzeit intensiv an der weiteren Marktdurchdringung im Inland gearbeitet. Angesichts der bisher niedrigen Nutzungsquote von 5 bis 8 Prozent besteht hier noch ein enormes Potenzial. Zur Gewinnung neuer Kunden ist allerdings eine ausgeprägte Überzeugungsarbeit notwendig, die sowohl unter Leistungsaspekten als auch ökonomisch die Vorteile der Lasertechnologie herausstellt. Während zur Veranschaulichung der therapeutischen Wirksamkeit mit mehreren deutschen und ausländischen Universitäten zusammengearbeitet wird, ist die Darstellung der Wirtschaftlichkeit eine Kernaufgabe der Marketingaktivitäten. elexxion bearbeitet den deutschen Markt im Direktvertrieb sowohl mit eigenen Vertriebsmitarbeitern als auch über speziell geschulte Handelsvertreter, die sich auf zahnmedizinische Investitionsgüter spezialisiert haben. In den letz-

ten anderthalb Jahren konnte das Netzwerk hier deutlich erweitert werden, so dass die Gesellschaft künftig mit zwei Marketingspezialisten im eigenen Haus rund 15 Vertreter in Deutschland betreut und damit nahezu flächendeckend vertreten ist.

Internationalisierung wird forciert

Für das Geschäft auf den Auslandsmärkten sucht die Gesellschaft dagegen geeignete Partnerunternehmen vor Ort, die nach einer Schulung durch elexxion den Vertrieb in Eigenregie als Wiederverkäufer übernehmen. Die ersten Kooperationsabkommen konnten 2004 und 2005 für die Schweiz und den skandinavischen Markt abgeschlossen werden. In den Folgejahren haben die neu belieferten Regionen für den Konzern rasant an Bedeutung gewonnen: Nachdem noch 2003 sämtliche Erlöse in Deutschland generiert wurden, betrug die Exportquote im letzten Jahr bereits 48 Prozent. Dabei hat sich gezeigt, dass Zahnärzte in Ländern mit privaten Krankenkassensystemen tendenziell eher bereit sind, in neue Technologien zu investieren. Vor diesem Hintergrund erscheinen vor allem die wachstumsstarken asiatischen Märkte und die USA für elexxion besonders interessant. In Asien konnte die Gesellschaft mittlerweile in Hong Kong, Südkorea und Taiwan Fuß fassen, während die Verhandlungen für den Eintritt in den amerikanischen Markt aktuell im Mittelpunkt der Geschäftstätigkeit stehen.

Einzigartige Positionierung

Als zentrale Triebfeder für die Gewinnung von weiteren Marktanteilen sowohl in Deutschland als auch im Auslandsgeschäft sieht das Unternehmen die überlegenen Produkteigenschaften der angebotenen Erzeugnisse. Während der Diodenlaser mit seiner Leistungsfähigkeit neue Maßstäbe gesetzt hat, deckt der Kombinationslaser elexxion delos nach Angaben der Gesellschaft als einziges am Markt verfügbares Gerät alle zahnmedizinischen Indikationen ab. Entsprechend stark ist die Resonanz der Kundschaft nach dem Verkaufsstart ausgefallen: der neue Laser war im ersten Jahr der Vermarktung bereits für 48 Prozent der Unternehmenserlöse verantwortlich. Auf dem erreichten Stand ruht sich elexxion aber keinesfalls aus: Ab Oktober wird eine noch leistungsstärkere Variante des Diodenlasers auf 50 Watt-Basis angeboten, die nach Auskunft der Gesellschaft die derzeitigen Konkurrenzmodelle bei der Ausgangsleistung – eine zentrale Determinante für die Arbeitsgeschwindigkeit – um den Faktor 2,5 übertrifft.

Geschäftsentwicklung

Wachstumssprung im dritten Geschäftsjahr

Nach der Markteinführung des ersten Produktes elexxion claros Ende 2003 konnte das Unternehmen im Folgejahr einen enormen Wachstumssprung vollziehen. Die Erlössteigerung von 0,35 auf 1,72 Mio. Euro ermöglichte auch die Erwirtschaftung eines positiven EBIT von 69 Tsd. Euro bzw. eines Jahresüberschusses von 10 Tsd. Euro. Im Anschluss wurde dann allerdings massiv in den

Ausbau des internationalen Vertriebs und in die Ausweitung der Produktpalette investiert, was unter dem Strich erneut zu Verlusten geführt hat.

Auslandsgeschäft legt explosiv zu

Im letzten Jahr lag der Fehlbetrag aus dem laufenden Geschäft bei rund 0,87 Mio. Euro (Vorjahr -0,4 Mio. Euro). Die Einführung von elexxion delos und die Bearbeitung der Auslandsmärkte haben allerdings nicht nur das Ergebnis belastet, sondern auch der Erlösdynamik spürbare Impulse verliehen. Während der Absatz im Inland unter einer geringen Investitionsbereitschaft der hiesigen Zahnärzte gelitten hat, erhöhten sich die Umsätze außerhalb von Deutschland explosionsartig um 189 Prozent auf 1,15 Mio. Euro. In Summe konnte das Unternehmen die Einnahmen so um rund ein Viertel auf 2,38 Mio. Euro ausweiten. Die folgende Tabelle zeigt einen Überblick zu der Entwicklung der wichtigsten Kennzahlen in den letzten Jahren.

(Mio. Euro)	GJ 2003	GJ 2004	GJ 2005	GJ 2006
Umsatz	0,35	1,72	1,91	2,38
- Inland	0,35	1,51	1,51	1,23
- Ausland	0,00	0,21	0,40	1,15
EBIT	-0,29	0,07	-0,33	-0,71
Jahresüberschuss	-0,30	0,01	-0,37	-1,32*

Geschäftsentwicklung von elexxion; Quelle: elexxion

*inkl. Einmalkosten für den Börsengang in Höhe von 0,45 Mio. Euro

Börsengang zur Expansionsfinanzierung

Um eine ausreichende finanzielle Basis für die weitere Expansion zu schaffen, hat die Gesellschaft im Oktober 2006 den Sprung an die Börse gewagt. Im Rahmen des IPOs konnten 250.000 Aktien zu 4,00 Euro veräußert werden, woraus ein Bruttomittelzufluss von 1 Mio. Euro resultierte. Da damit das ursprünglich geplante Volumen von 800.000 Stück deutlich unterschritten wurde, hat elexxion bereits im Mai eine weitere Kapitalmaßnahme durchgeführt, bei der eine Emission von 175.000 Aktien zu 5,00 Euro erfolgte. Auch nach diesem Schritt dürfte aus unserer Sicht die Kapitalbasis nicht ausreichen, um das künftige Wachstum vorzufinanzieren. Insofern erwarten wir bei günstigen Rahmenbedingungen noch im laufenden Jahr eine neue Aktientranche.

Umsätze im ersten Halbjahr auf Vorjahresniveau

Da die Gesellschaft noch in den Vorbereitungen für die Erschließung weiterer Auslandsmärkte steckt, wurde das erste Halbjahr durch die weiter schwache Entwicklung im Inland geprägt. Mit einem Umsatz von 1,42 Mio. Euro konnten im Vergleich zum Vorjahr (1,4 Mio. Euro) nur ein geringes Wachstum realisiert werden, während die Exportquote mit 56 Prozent ein neues Rekordhoch erreichte. Auch im Ergebnis von -0,88 Mio. Euro (Vorjahr: -0,1 Mio. Euro) spiegelt sich das weiterhin hohe Investitionsniveau wider. Eine Betrachtung auf Quartalsebene zeigt allerdings, dass für das zweite Halbjahr mit einem deutlichen Wachstum zu rechnen ist. So konnte nach einem schwachen ersten Vierteljahr zwischen Ap-

ril und Juni bei einem nahezu ausgeglichenen EBITDA ein Umsatz von 0,9 Mio. Euro (+20 Prozent) erwirtschaftet werden, der höchste Quartalswert in der Geschichte von elexxion. Dazu beigetragen hat ein erfolgreicher Messeauftritt auf der Internationalen Dentalschau im März, bei der Aufträge über 0,32 Mio. Euro akquiriert werden konnten.

Markteintritt in den USA von überragender Bedeutung

Auch aus der anlaufenden Vermarktung des Kombinationslasers in Südkorea resultierten bereits Umsatzerlöse von 0,25 Mio. Euro. Die Gesellschaft hatte dabei erst im Juni die Zulassung für das Gerät erhalten. Eine Genehmigung liegt nun auch für Taiwan vor, während die amerikanische Gesundheitsbehörde FDA bereits im Frühjahr zunächst den Diodenlaser zugelassen hatte. Da der US-Markt aufgrund seiner Größe und der hohen Akzeptanz von Lasern derzeit das größte Potenzial bietet, wird er derzeit mit höchster Priorität erschlossen. Zu diesem Zweck wurden Anfang September zunächst zwei hochrangige Manager aus dem Dentalbereich des 3M-Konzerns abgeworben, die nun maßgeblich den Aufbau der US-Tochter elexxion Inc. vorantreiben. Die hohe Bedeutung der neuen Gesellschaft kommt auch dadurch zum Ausdruck, dass ihr CEO gleichzeitig als dritter Vorstand in das Führungsgremium des Mutterunternehmens aufrückt. Als nächster Schritt wird nun der Abschluss einer exklusiven Vertriebsvereinbarung für den gesamten amerikanischen Markt angestrebt. Können die derzeit laufenden Verhandlungen zu einem erfolgreichen Abschluss gebracht werden, dürfte zunächst im vierten Quartal die Vermarktung von elexxion claros starten, während der Verkaufsstart von elexxion delos voraussichtlich im nächsten Jahr folgen würde.

Bewertung

Einfaches Ertragswertmodell

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

Diskontierungszins nach CAPM 11,7 %

Den Diskontierungszins als Maß für die Eigenkapitalkosten bestimmen wir nach dem Capital Asset Pricing Model, wobei wir einen risikolosen Zinssatz von 4,3 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 der sehr geringen Korrelation der elexxion-Aktie zum Gesamtmarkt nicht aussagekräftig. Als Maß für das systematische Risiko orientieren wir uns daher an fundamentalen Faktoren. Die Medizintechnikbranche ist durch einen rasanten technologischen Fortschritt und kurze Innovationszyklen geprägt. Investitionsgüterhersteller wie elexxion unterliegen daher einem kontinuierlichen Anpassungsdruck. Aus dieser Konstellation resultiert im Vergleich zum Markt-

portfolio ein überdurchschnittliches leistungswirtschaftliches Risiko, das wir mit einem Beta von 1,4 berücksichtigen. Auf Basis dieser Annahmen ergibt sich ein Eigenkapitalkostensatz von 11,7 Prozent.

**Auslandsmärkte
beflügeln das Geschäft**

Trotz des minimalen Umsatzwachstums im ersten Halbjahr plant das Management für das Gesamtjahr nach wie vor mit einem Anstieg um 30 Prozent. Demgemäß müsste im zweiten Halbjahr ein Sechs-Monats-Umsatz von 1,67 Mio. Euro erzielt werden, gleichbedeutend mit einer Zuwachsrate von etwa 70 Prozent. Die Bekräftigung dieser Prognose zeigt, welche hohen Erwartungen das Unternehmen mit der Erschließung von Südkorea, Taiwan und den USA verknüpft. Bei einem erfolgreichen Verlauf der Vermarktung könnten die Einnahmen aus dem amerikanischen Markt schon im nächsten Jahr den Umsatz aus allen anderen Aktivitäten übertreffen.

**Aussichtsreich
positioniert**

Aufgrund der immer umfangreicheren Belege für die Vorteile der Laserbehandlung in der Zahnmedizin gehen wir davon aus, dass die Technologie mittelfristig in vielen Bereichen die klassischen Therapiemethoden ablösen wird. Dank innovativer und kundenfreundlicher Produkte hat sich elexxion in den vergangenen Jahren eine hervorragende Ausgangsposition erarbeitet, um von diesen aussichtsreichen Perspektiven überproportional zu profitieren. Vor allem durch ein dynamisch expandierendes Auslandsgeschäft erwarten wir Zuwächse von bis zu 70 Prozent p.a. in den kommenden Perioden. Obwohl wir durchaus auch auf längere Sicht sehr hohe zweistellige Raten für möglich halten, senken wir die prozentuale Steigerung aus Vorsichtsgründen sukzessive bis auf 20 Prozent am Ende des Detailprognosezeitraums. Auf der Ergebnisseite sollte der Gesellschaft nach weiteren investitionsbedingten Verlusten im Jahr 2009 der Break-even gelingen. Das positive Marktumfeld und die von uns unterstellte führende Stellung in der Branche sollte im Anschluss die Erwirtschaftung einer Netto-Rendite von 10 Prozent erlauben. Die folgende Übersicht zeigt die Projektion der künftigen Geschäftsentwicklung von elexxion, die sich aus den geschilderten Faktoren und Annahmen ergibt.

Geschäftsjahr (31.12.)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Umsatz (Mio. Euro)	3,0	4,5	7,7	13,0	19,5	27,3	35,5	42,6
Wachstum		50,0%	70,0%	70,0%	50,0%	40,0%	30,0%	20,0%
Nettorendite	-	-	2,0%	5,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Gewinn (Mio. Euro)	-1,5	-0,5	0,2	0,7	2,0	2,7	3,6	4,3
Gewinnwachstum		-	-	325%	200%	40,0%	30,0%	20,0%

**Fairer Wert 8,05 Euro
je Aktie**

Im Anschluss an den Detailprognosezeitraum unterstellen wir ein „ewiges“ Ertragswachstum von 2 Prozent. Aus dieser Kalkulation ergibt sich ein Unternehmenswert von 25,2 Mio. Euro respektive 8,05 Euro je Aktie. Gegenüber dem ak-

tuellen Kurs von 4,00 Euro konstatieren wir somit anhand unseres Ertragswertmodells ein Aufwärtspotenzial von rund 101 Prozent.

*Unser Anlageurteil:
„Kaufen“*

Nach einer intensiven Forschungs- und Entwicklungsphase verfügt elexxion heute über ein attraktives Produktportfolio, mit dem die Gesellschaft von dem von dem zu erwartenden breiten Durchbruch der Laser-Zahnmedizin überproportional profitieren könnte. Im Fokus des Unternehmens steht derzeit die Eroberung weiterer Auslandsmärkte, allen voran des weltgrößten und besonders potenzialträchtigen US-Marktes. Nach der Gewinnung eines kompetenten Managementteams für die neue US-Tochter steht hier nun der Abschluss eines Vertriebsabkommens bevor, das schon im nächsten Jahr für einen deutlichen Umsatzschub sorgen dürfte. Sollte die Etablierung auf den wichtigsten Auslandsmärkten wie geplant gelingen, steht das Unternehmen vor einer langen Phase rasanten Wachstums. In diesem Fall dürften auch überdurchschnittlich hohe Renditen erzielbar sein. Auf dieser Basis signalisiert unser Ertragswertmodell einen fairen Unternehmenswert von 8,05 Euro je Aktie, ein Aufwärtspotenzial von 101 Prozent. Auch wenn die Auslandsexpansion eine anspruchsvolle und keineswegs risikolose Aufgabe darstellt, ist die elexxion-Aktie für uns damit ein klarer Kauf.

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.-Kfm. Holger Steffen (Finanzanalyst). Das für die Erstellung verantwortliche Unternehmen ist die Performaxx Research GmbH. Die Performaxx Research GmbH erstellt und veröffentlicht zu dem hier analysierten Unternehmen pro Jahr 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, 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), 4)

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.