

## elexxion AG

### Stärken und Chancen

- **Technologische Kompetenz:** Die Gesellschaft hat in den letzten Jahren mit der Entwicklung hochwertiger Laserprodukte eine hohe technologische Kompetenz unter Beweis gestellt. Ein kürzlich eingeführter günstiger Kompaktlaser soll nun als Basis für die Erschließung des Massenmarktes dienen.
- **Wachstumschancen:** Eine erste Großbestellung des US-Vertriebspartners Patterson im Volumen von 1 Mio. US-Dollar verdeutlicht das Potenzial in diesem Bereich. Das Management erwartet vor diesem Hintergrund im zweiten Halbjahr eine Erlössteigerung um mindestens 65 Prozent.
- **Aktie mit Chancen:** Ein Erfolg der neuen Strategie würde nach unserer fundamentalen Bewertung einen Kurs von 3,55 Euro rechtfertigen, ein Aufwärtspotenzial von 251 Prozent.

### Schwächen und Risiken

- **Hoher Innovationsdruck:** Die Branche ist durch einen rasanten technologischen Fortschritt geprägt, aus dem ein kontinuierlicher Anpassungsdruck auf die Anbieter resultiert.
- **Verhaltene Marktentwicklung:** Nach wie vor steht der breite Marktdurchbruch der Lasertechnologie im Dentalbereich, insbesondere in Deutschland, noch aus.
- **Finanzbedarf:** Für die Ausschöpfung der Wachstumspotenziale ist die Gesellschaft derzeit noch zu schwach kapitalisiert. Wir erwarten weitere Finanzierungsmaßnahmen, bis ein positiver Cash-Flow erwirtschaftet werden kann.

## Spekulativ kaufen (zuvor: Kaufen)

**Aktueller Kurs** 1,01 Euro

### Stammdaten

ISIN	DE000A0KFKH0
Branche	Medizintechnik
Sitz der Gesellschaft	Radolfzell
Internet	www.elexxion.com
Ausstehende Aktien	4,2 Mio. Stück
Marktsegment	Entry Standard
Marktkapitalisierung	4,2 Mio. Euro
Free Float	14,3 %

### Kursentwicklung



Quelle: Market Maker

Hoch / Tief (12 Monate)	4,35 Euro / 1,01 Euro
Performance (12 Monate)	-65 %
Ø-Umsatz (30 Tage)	ca. 5 Tsd. Euro

### Kennzahlen

Geschäftsjahr (bis 31.12.)	2006	2007	2008(e)	2009(e)
Umsatzerlöse (Mio. EUR)	2,4	2,7	2,8	4,2
EpS (EUR)*	-0,31	-0,41	-0,53	-0,15
Dividende / Aktie (EUR)	-	-	-	-
KUV	1,77	1,55	1,52	1,01
KGV	-	-	-	-
Dividendenrendite	-	-	-	-

\* Berechnung mit der aktuellen Aktienzahl

## 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. In vergleichsweise kurzer Zeit wurde in diesem Bereich ein technologisch anspruchsvolles Produktportfolio aufgebaut, das sowohl relativ hochpreisige Varianten für die Behandlung von Weichgewebe (z.B. Zahnfleisch) und / oder Hartgewebe (z.B. Zahnschmelz) als auch ein abgespecktes Angebot für das untere Preissegment enthält. Hauptverantwortlich für die Entwicklungsleistungen ist der Unternehmensgründer Olaf Schäfer, der als COO die Ressorts F&E, Produktion und Qualitätsmanagement leitet, während der seit Anfang April amtierende CEO Per Fredrik Liljenqvist u.a. die Bereiche Strategie und Vertrieb vertritt. Zur Forcierung der Expansion in den USA, einem der wichtigsten Zielmärkte, wurde zudem im letzten Jahr ein weiterer Vorstandsposten geschaffen und mit dem branchenerfahrenen ehemaligen 3M-Manager Michael Schlenker adäquat besetzt. Neben den Vorständen beschäftigt die Gesellschaft derzeit weitere 21 Mitarbeiter (Stand 30.06.08).

### *Technologieführer*

Bereits das erste Produkt, der 2003 eingeführte Diodenlaser elexxion claros zur Behandlung von Weichgewebe, konnte neue Maßstäbe setzen. Sowohl mit der ursprünglichen Pulsleistung von maximal 30 Watt als auch mit dem nach einem Upgrade im letzten Jahr erzielten Wert von 50 Watt wurden die jeweils verfügbaren Konkurrenzprodukte deutlich übertroffen. In Verbindung mit einer Frequenz von bis zu 20.000 Hertz ermöglicht das Gerät extrem hohe Schnittgeschwindigkeiten und damit eine besonders gewebeschonende Behandlung. Die zugrunde liegende Hochpulstechnik DPL (digital pulsed laser) wurde von dem Unternehmen selbst entwickelt und patentiert.

### *Kombinationslaser mit Pionierstatus*

Während der Einsatz von elexxion claros blut- und schmerzarme chirurgische Eingriffe in das Weichgewebe erlaubt, zielt der 2006 eingeführte Laser elexxion duros dagegen u.a. auf die Entfernung von Karies oder Zahnbelag 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 Gewebeverletzungen verhindert. Parallel zur Fertigstellung von elexxion duros ist es dem Unternehmen darüber hinaus gelungen, die beiden Laservarianten in einem einzigen Produkt zu kombinieren. Das daraus resultierende Erzeugnis elexxion delos ist nach Gesellschaftsangaben nach wie vor das einzige Gerät am Markt, das bei allen derzeit gängigen Indikationen für die Laserzahnmedizin eingesetzt werden kann.

### *Einstieg in das untere Preissegment*

Die Markteinführung für den bislang letzten Meilenstein der Produktentwicklung, die Kompaktversion elexxion claros nano, erfolgte im September dieses Jahres nach der notwendigen FDA-Zulassung und der CE-Zertifizierung in den USA und Europa. Das Unternehmen positioniert sich mit dem neuen Gerät, das immerhin rund 50 Prozent der Leistung des großen Bruders elexxion claros erreicht, in dem niedrigpreisigen Marktsegment (<15.000 Euro) und hat hier mit dem Diodenlaser die nach eigenen Angaben bislang leistungsstärkste Variante präsentiert.

### *Kundennähe und -service im Vordergrund*

Bei der Entwicklung sämtlicher Produkte hat die Gesellschaft neben einem hohen Leistungsstandard ein besonderes Gewicht auf die ergonomische Gestaltung gelegt. Beispielsweise konnte die Bedienung durch die Verwendung von Touchscreens und eine sehr übersichtliche Menüführung spürbar vereinfacht werden. Auch erleichtern über 100 gespeicherte und auf Knopfdruck abrufbare Indikationen beim elexxion delos spürbar den Alltag der Anwender. Darüber hinaus wird den Kunden aber auch ein umfangreicher Service für den Einstieg in die Lasertechnik geboten. Eine zentrale Rolle spielt dabei die im Oktober 2005 geschaffene Dental Academy. Im Rahmen von Seminaren oder Workshops werden hier die wichtigsten Kenntnisse über die Nutzung und die Vorteile der Produkte vermittelt. Für elexxion ist die Institution damit nicht nur ein wichtiger Baustein der Kundenbetreuung, sondern auch ein effektives Instrument zur Ansprache neuer Interessenten aus der Kernzielgruppe – niedergelassene Zahnärzte und Zahnkliniken.

### *Schwerpunkt bei Forschung & Entwicklung*

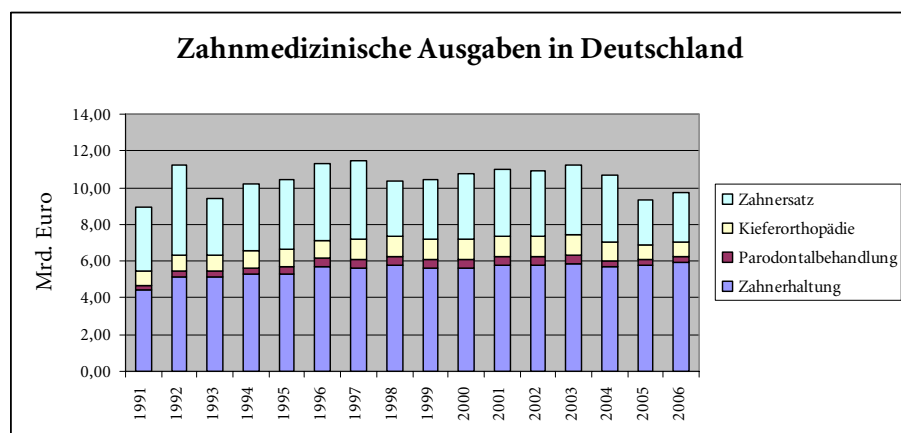
Die technologische Führungsposition resultiert aus dem Umstand, dass elexxion von Beginn an einen besonderen Schwerpunkt auf Forschung und Entwicklung gelegt hat. So wurde in den letzten Jahren in der Regel ein zweistelliger Prozentanteil des Umsatzes in die Verbesserung und die Ausweitung des Sortiments investiert. Als Ergebnis kann die Gesellschaft 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 Erbi-um-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.

## **Markt und Strategie**

### *Dentalmarkt abhängig vom Regulierungssystem*

In vielen Ländern mit einem eher privatwirtschaftlich geprägten Gesundheitssektor zählt die Zahnmedizin zu den zuverlässigen Wachstumssegmenten. Neben dem steigenden Bedarf einer wachsenden Bevölkerung machen sich hier das zunehmende Gesundheitsbewusstsein und die damit einhergehende Bereitschaft zu einer intensiveren Prävention im Dentalbereich bemerkbar. Dementspre-

chend kann die Branche beispielsweise in den USA, dem mit Abstand wichtigsten Markt für Zahnmedizin weltweit, beachtliche Steigerungsraten vorweisen. Die American Dental Association schätzt, dass die Umsätze bis zum Jahr 2014 auf 146,9 Mrd. US-Dollar ansteigen – gegenüber 2006 ein Zuwachs von 60,5 Prozent oder 6,1 Prozent p.a. In Deutschland dagegen wird die Dynamik des Sektors durch kontinuierliche staatliche Eingriffe im Zuge der versuchten Eindämmung der Gesundheitsausgaben belastet. In den letzten anderthalb Dekaden sind die Ausgaben in den wichtigen Sparten Zahnerhaltung, Parodontalbehandlung, Kieferorthopädie und Zahnersatz in Summe daher auf einem Niveau um 10 Mrd. Euro stagniert.



Quelle: BZÄK

### Konservative Branche

Angesichts dieser begrenzten Einnahmedynamik und einer zunehmend restriktiven Erstattungspraxis der Krankenkassen haben es Dental-Innovationen auf dem deutschen Markt traditionell sehr schwer. So haben beispielsweise Implantate mehr als 15 Jahre benötigt, um sich hierzulande zu etablieren. Auch die Lasertherapie, die bereits seit den achtziger Jahren in der Zahnmedizin zum Einsatz kommt, findet nur langsam Verbreitung. Erst rund 8 Prozent der praktizierenden Ärzte in Deutschland nutzen die Technologie in ihren Praxen. Demgegenüber ist die Entwicklung in den USA dank der günstigeren Rahmenbedingungen mit einer Marktdurchdringung von etwa 15 Prozent schon deutlich weiter vorgeschritten (Quelle: Unternehmensangaben).

### Zahlreiche Vorteile

Nichtsdestotrotz hat die Branche auch mit diesem Anteil ihr Potenzial bei Weitem noch nicht ausgeschöpft. Die lange Anlaufzeit ist dabei neben dem eher konservativen Kundenkreis auch auf die Kinderkrankheiten der ersten Geräte zurückzuführen, die anfänglich die in sie gesetzten Erwartungen nicht erfüllen konnten und damit zu einer Ernüchterung beigetragen haben. Durch die kontinuierlichen Verbesserungen sind die Apparaturen 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 sind, steht eine breite wissenschaftliche Evaluation der Fortschritte noch aus, was die Wachstumsdynamik bislang zusätzlich gebremst hat.

#### *Investitionskosten als weitere Hürde*

Ein weiteres Manko – besonders in Deutschland – stellen die vergleichsweise hohen Investitionen dar, die für leistungsfähige Geräte zwischen 40.000 und 80.000 Euro liegen. Traditionelle Arbeitswerkzeuge wie etwa Bohrer sind hingegen schon für weniger als 1.000 Euro zu haben. Als besonders vielversprechend gilt vor diesem Hintergrund eine neue Generation von kompakten Lasern, die mit einem reduzierten Leistungsspektrum zu relativ günstigen Konditionen von weniger als 20.000 Euro angeboten werden können. Nach Einschätzung der in der Branche aktiven Vertriebsgesellschaften könnte damit künftig der Durchbruch zum Massenmarkt gelingen.

#### *Massenmarkt im Visier*

Nach der Entwicklung einer hochwertigen Technologie für Premiumprodukte arbeitet elexxion daher mit Hochdruck daran, diese Kompetenz auch auf das untere Preissegment zu übertragen. Mit dem elexxion claros nano ist dem Unternehmen hier im laufenden Jahr ein großer Schritt nach vorn gelungen. Das neue Produkt soll trotz der für diese Klasse enormen Leistungsfähigkeit zu einem Endkundenpreis von lediglich 12.900 Euro vertrieben werden und schon im zweiten Halbjahr 2008 einen maßgeblichen Beitrag am Unternehmenswachstum leisten. Für das kommende Geschäftsjahr wurde mit dem elexxion claros pico dann eine weitere Innovation angekündigt. Der noch einmal deutlich günstigere Laser wird in unterschiedlichen Ausführungen jeweils nur für einzelne, besonders gängige Behandlungsmethoden einsetzbar sein.

#### *Partner für Fertigung und Vertrieb*

Zur Bewältigung großer Stückzahlen hat die Gesellschaft die bisher verfolgte Strategie der ausschließlichen Eigenproduktion aufgelockert und bereits für den elexxion claros nano einen Auftragsfertiger eingebunden. Mit dieser Maßnahme wurde ein zentraler Engpass für ein dynamisches Unternehmenswachstum behoben. Auch der Vertrieb in Deutschland soll nicht mehr schwerpunktmäßig in Eigenregie erfolgen, sondern kann nun – auch dank der deutlich geringeren Erklärungsbedürftigkeit der neuen Kompaktprodukte – über den Fachhandel erfolgen. Diesbezüglich laufen derzeit die Verhandlungen mit möglichen Partnern.

**Internationalisierung  
schreitet voran**

Für den indirekten Vertrieb im Ausland bedient sich die Gesellschaft hingegen schon länger spezialisierter Partner. Nach den ersten Abkommen für die Schweiz und den skandinavischen Markt in den Jahren 2004 und 2005 ermöglichte insbesondere der in der letzten Finanzperiode erfolgte Abschluss mit der US-Gesellschaft Patterson Companies eine bedeutende Erweiterung des Vertriebsnetzes. Denn die Amerikaner verfügen über die größte Absatz- und Serviceorganisation für Dentalprodukte jenseits des Atlantiks und könnten damit vor allem dem neuen Produkt elexxion claros nano zum Durchbruch verhelfen. Auch in Hongkong, Taiwan und Südkorea ist mittlerweile der Markteintritt erfolgt, wobei vor allem der südkoreanische Partner Dentis, der als Zahnimplantatespezialist über einen Zugang zu 14.000 Dentalkliniken verfügt, aussichtsreiche Absatzperspektiven eröffnet. Diese bestehen nun ebenfalls in Russland, wo seit Dezember letzten Jahres der inländische Anbieter Intermedservice elexxion-Produkte in sein Portfolio aufgenommen hat, das darüber hinaus auch Erzeugnisse von GE Medical Systems, Sigma Diagnostics oder Roche enthält.

**Geschäftsentwicklung**

**Anteil des Auslands-  
geschäfts steigt  
kontinuierlich**

Die abgeschlossenen Kooperationen haben bereits in den letzten Jahren dazu geführt, dass das Auslandsgeschäft kontinuierlich stärker gewachsen ist als die Erlöse in Deutschland. So konnten die Exporteinnahmen allein in 2007 um rund 35 Prozent auf 1,55 Mio. Euro gesteigert werden, während der Inlandsumsatz aufgrund der unverändert geringen Investitionsbereitschaft mit 1,18 Mio. Euro in etwa stagnierte. Als wichtiger Wachstumstreiber erwies sich im letzten Jahr der skandinavische Markt, aber auch die ersten Umsätze in Taiwan und Südkorea haben zu der Expansion beigetragen. Infolgedessen brachte das Auslandsgeschäft erstmalig mehr als die Hälfte (57 Prozent) der Konzerneinnahmen. Allerdings haben die mit der internationalen Expansion verbundenen Kosten – insbesondere in den USA, wo eine Tochtergesellschaft gegründet wurde – sowie die Aufwendungen für die Produktentwicklung noch das Ergebnis belastet und für einen Jahresfehlbetrag von 1,71 Mio. Euro (Vorjahr: -1,32 Mio. Euro) gesorgt. Die folgende Tabelle zeigt einen Überblick zur Entwicklung der wichtigsten Kennzahlen in den letzten Jahren.

(Mio. Euro)	GJ 2004	GJ 2005	GJ 2006	GJ 2007
Umsatz	1,72	1,91	2,38	2,73
Inland	1,51	1,51	1,23	1,18
Ausland	0,21	0,40	1,15	1,55
EBIT	0,07	-0,33	-0,71	-1,53
Jahresüberschuss	0,01	-0,37	-1,32*	-1,71

Geschäftsentwicklung von elexxion; Quelle: elexxion

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

**Schwaches erstes  
Halbjahr**

In den ersten sechs Monaten 2008 wurde der Wachstumstrend der letzten Jahre mit einem Umsatz von lediglich 0,78 Mio. Euro (-45 Prozent) abrupt unterbrochen. Die Gesellschaft führt dies einerseits auf die Umstellung im Vertrieb von der Eigenvermarktung auf den Fachhandel zurück, der insbesondere zu dem schwachen Deutschlandgeschäft (0,23 Mio. Euro, -64 Prozent) beigetragen haben dürfte. Darüber hinaus dominierte im Vorfeld der Einführung des elexxion claros nano in allen Absatzregionen eine gewisse Kaufzurückhaltung, infolgedessen auch die Exporterlöse mit 0,56 Mio. Euro unter dem Vergleichswert des Vorjahres (0,79 Mio. Euro) blieben. Als Resultat dieser Entwicklung musste ein um 52 Prozent höherer Periodenfehlbetrag ausgewiesen werden.

<i>(Mio. Euro, Prozent)</i>	<b>1. HJ 2007</b>	<b>1. HJ 2008</b>	<b>Veränderung</b>
Umsatz	1,42	0,78	-44,8%
<i>Inland</i>	0,62	0,23	-63,6%
<i>Ausland</i>	0,80	0,55	-30,0%
EBIT	-0,76	-1,21	-59,2%
Periodenüberschuss	-0,88	-1,33	-51,8%

*Halbjahreszahlen von elexxion; Quelle: elexxion*

**Großauftrag aus den  
USA**

Diese Entwicklung dürfte sich allerdings nach der Markteinführung des Kompaktproduktes als Momentaufnahme erweisen. Bereits kurz nach dem Verkaufstart hat die Gesellschaft für das neue Erzeugnis einen Großauftrag von Patterson im Umfang von 1 Mio. US-Dollar (ca. 0,7 Mio. Euro) erhalten, der noch im laufenden Jahr voll erlöswirksam wird. Entsprechend erwartet das Management nun für das zweite Halbjahr ein Umsatzwachstum von mindestens 65 Prozent, so dass im Gesamtjahr die Einnahmen aus 2007 noch um 8 bis 12 Prozent übertroffen werden sollen. Diese Entwicklung könnte sich in der Folgeperiode planungsgemäß mit einer Steigerungsrate im mittleren zweistelligen Prozentbereich fortsetzen, mit entsprechend positiven Auswirkungen für das Ergebnis.

**Kapitalerhöhung  
platziert**

Zur Finanzierung des Expansionskurses konnte im Juli trotz des schwierigen Börsenumfeldes eine weitere Kapitalerhöhung über 583.952 Aktien zu einem Kurs von 2,50 Euro durchgeführt werden. Der erzielte Bruttoemissionserlös von 1,46 Mio. Euro sollte für die Gesellschaft einen ausreichenden Spielraum für eine Intensivierung der internationalen Vertriebsaktivitäten schaffen.

**Bewertung**

**Einfaches  
Ertragswertmodell**

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

### *Diskontierungszins nach CAPM 11,2 %*

Den Diskontierungszins als Maß für die Eigenkapitalkosten bestimmen wir nach dem Capital Asset Pricing Model, wobei wir einen risikolosen Zinssatz von 3,8 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 Marktportfolio ein überdurchschnittliches leistungswirtschaftliches Risiko, das wir mit einem Beta von 1,4 berücksichtigen. Auf Basis dieser Annahmen ergibt sich ein Eigenkapitalkostensatz von 11,2 Prozent.

### *Umsatzdelle durch strategische Refokussierung*

Der Einstieg von elexxion in den Massenmarkt war zuletzt mit einer signifikanten Umsatzdelle bei den hochpreisigen Anlagen verbunden, die wir in dieser Form nicht erwartet haben. Daher müssen wir unsere Schätzungen für das laufende Jahr deutlich zurücknehmen und gehen nun bei einem Fehlbetrag von 2,2 Mio. Euro nur noch von einem Umsatz knapp über dem Vorjahresniveau aus. Nichtsdestotrotz folgt die eingeschlagene Strategie konsequent dem Nachfrage-trend und dürfte letztlich das größere Potenzial aufweisen.

### *Hohe Zuwachsraten bei breitem Marktdurchbruch*

Die Verfügbarkeit leistungsstarker, kompakter Laser zu einem günstigen Preis erhöht aus unserer Sicht die Chancen für eine stärkere Marktdurchdringung im Dentalbereich erheblich. Aufgrund der nachgewiesenen technologischen Kompetenz besitzt das Unternehmen eine hervorragende Ausgangsposition, um auch in diesem Segment künftig zu den führenden Anbietern zu zählen. Allerdings dürfte es noch etwas Zeit benötigen, bis sich hier die volle Dynamik entfaltet. Wir gehen nun davon aus, dass die Erlössteigerungsraten bis zum Jahr 2010 kontinuierlich bis auf einen Spitzenwert von 80 Prozent anziehen; im Anschluss lassen wir die prozentualen Zuwächse aus Vorsichtsgründen bis zum Ende des Detailprognosezeitraums deutlich absinken. Vor diesem Hintergrund ist der unterstellte Zeitpunkt des Break-even eher konservativ kalkuliert und erst für das übernächste Jahr (zusammen mit dem Umsatzsprung) angesetzt. Die im Anschluss erreichbare Zielmarge belassen wir hingegen unverändert bei 8,5 Prozent. Die folgende Übersicht zeigt die Projektion der künftigen Geschäftsentwicklung von elexxion, die sich aus den geschilderten Faktoren und Annahmen ergibt.

Geschäftsjahr (31.12.)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Umsatz (Mio. Euro)</b>	<b>2,8</b>	<b>4,2</b>	<b>7,6</b>	<b>11,3</b>	<b>15,9</b>	<b>20,6</b>	<b>24,8</b>	<b>29,7</b>
Wachstum		50,0%	80,0%	50,0%	40,0%	30,0%	20,0%	20,0%
Nettorendite	-	-	2,0%	6,0%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
<b>Gewinn (Mio. Euro)</b>	<b>-2,2</b>	<b>-0,6</b>	<b>0,2</b>	<b>0,7</b>	<b>1,3</b>	<b>1,8</b>	<b>2,1</b>	<b>2,5</b>
Gewinnwachstum		-	-	350%	98,3%	30,0%	20,0%	20,0%

*Fairer Wert 3,55 Euro  
je Aktie*

Im Anschluss an den Detailprognosezeitraum kalkulieren wir mit einem „ewigen“ Ertragswachstum von 2 Prozent. Aus diesem Modell ergibt sich ein Unternehmenswert von 14,9 Mio. Euro resp. 3,55 Euro je Aktie. Dabei wurde allerdings unterstellt, dass der weitere Kapitalbedarf von elexxion – geschätzte 1,5 Mio. Euro – bis zur Erzielung eines positiven Cash-Flows mit Gesellschafterdarlehen oder Bankkrediten gedeckt werden kann. Erfolgt hingegen eine weitere Eigenkapitalaufnahme zum aktuellen Kurs, bedeutet dies eine Verwässerung um rund 35 Prozent. Selbst in diesem Fall besteht allerdings ein Kurspotenzial von mehr als 100 Prozent, wenn der Strategieschwenk hin zu einem Massenhersteller erfolgreich vollzogen werden kann.

*Neues Anlageurteil:  
„Spekulativ kaufen“*

Mit der Strategie, nun auch Kompaktlaser für das untere Marktsegment anzubieten und über den Fachhandel zu vertreiben, stößt elexxion in einen umkämpften und margenärmeren Bereich vor, der allerdings das Potenzial für eine Umsatzvervielfachung birgt. Aufgrund der hohen technologischen Kompetenz, die das Unternehmen in den letzten Jahren im Premiumbereich unter Beweis gestellt hat, sind wir für die weitere Entwicklung zuversichtlich. Auch die erste Großbestellung des amerikanischen Vertriebspartners Patterson im Wert von 1 Mio. US-Dollar, die fast einem Viertel der aktuell für 2008 geplanten Erlöse entspricht, verdeutlicht eindrucksvoll die Wachstumschancen. Dementsprechend sehen wir aktuell gute Ausgangsbedingungen für hohe zweistellige Erlössteigerungsraten und die Erreichung des Break-even in den nächsten Jahren, was ein Kursziel von 3,55 Euro und eine Einstufung der Aktie als Kauf rechtfertigt. Die Etablierung als Massenhersteller und die damit verbundene Organisation einer hochvolumigen Produktion und eines breitflächigen Vertriebs stellt allerdings auch das Management vor anspruchsvolle Aufgaben, weswegen eine Investition zum jetzigen Zeitpunkt einen spekulativen Charakter hat.

## 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](mailto: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
03.06.2008	2,99 Euro	Kaufen
26.11.2007	4,09 Euro	Kaufen
15.10.2007	4,00 Euro	Kaufen

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)**

### 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.