

## JAXX AG

### Stärken und Chancen

- **Wachstumskurs fortgesetzt:** Dank der neuen Kernbereiche Sportwetten und Onlinecasino konnte JAXX das Jahr 2009 mit einer Umsatzsteigerung von 15 Prozent auf 114,5 Mio. Euro (fortgeführte Aktivitäten) abschließen. Wegen der Fortsetzung der Expansion in Europa und der Fußball-Weltmeisterschaft gehen wir für die laufende Periode von einem weiteren Zuwachs um 20 Prozent aus.
- **Turnaround absehbar:** Während das Konzernergebnis im letzten Jahr insgesamt mit -7,5 Mio. Euro noch tiefrot war, zeichnete sich auf Quartalsbasis zwischen Oktober und Dezember mit einem EBIT von 0,2 Mio. Euro der Turnaround ab. Für 2010 prognostiziert der Vorstand nun einen Gewinn.
- **Empfehlung bekräftigt:** Die Aktie bleibt ein spekulativer Kauf mit einem Potenzial von 35 Prozent.

### Schwächen und Risiken

- **Hohe Wettbewerbsintensität:** Der Sportwettenmarkt ist unter zahlreichen Anbietern hart umkämpft, weswegen sich die erzielbaren Margen in Grenzen halten dürften.
- **Politischer Einfluss:** Der regulatorische Rahmen für Online-Glücksspiel bleibt in vielen Ländern weiter unsicher.

## Spekulativ kaufen (unverändert)

**Kursziel** 2,82 Euro  
Aktueller Kurs 2,08 Euro (Xetra)



| Kurshistorie (Xetra) | 1 M     | 3 M    | 12 M   |
|----------------------|---------|--------|--------|
| Hoch (Euro)          | 2,26    | 2,60   | 2,60   |
| Tief (Euro)          | 1,95    | 1,75   | 1,31   |
| Performance          | -11,49% | 15,24% | 42,47% |
| Ø-Umsatz (Euro/Tag)  | 130.604 | 95.321 | 71.922 |

### Stammdaten

|                       |                       |
|-----------------------|-----------------------|
| ISIN / WKN            | DE000A0JRU67 / A0JRU6 |
| Branche               | Glücksspiel           |
| Sitz der Gesellschaft | Altenholz             |
| Internet              | www.jaxx.de           |
| Ausstehende Aktien    | 17,6 Mio. Stück       |
| Datum der Erstnotiz   | September 1999        |
| Marktsegment          | Prime Standard        |
| Marktkapitalisierung  | 36,6 Mio. Euro        |
| Free Float            | 86,1 %                |
| Rechnungslegung       | IFRS                  |

| Geschäftsjahr (bis 31.12.) | 2008  | 2009  | 2010e | 2011e |                              |       |
|----------------------------|-------|-------|-------|-------|------------------------------|-------|
| Umsatz (Mio. Euro)         | 99,6  | 114,5 | 137,4 | 153,9 | CAGR Umsatz 08-11 (e)        | 15,6% |
| Umsatzwachstum             | 34,9% | 15,0% | 20,0% | 12,0% | CAGR EBIT 08-11 (e)          | -     |
| EBIT (Mio. Euro)           | -7,4  | -2,8  | 1,2   | 2,3   | CAGR EpS 08-11 (e)           | -     |
| EBIT-Marge                 | -7,4% | -2,4% | 0,9%  | 1,5%  |                              |       |
| EpS                        | -0,96 | -0,43 | 0,04  | 0,09  | Enterprise Value (Mio. Euro) | 37,6  |
| Dividende je Aktie         | -     | -     | -     | -     | Buchwert (Mio. Euro)         | 15,1  |
| KUV                        | 0,37  | 0,32  | 0,27  | 0,24  | EV / Umsatz 08 (e)           | 0,3   |
| KGV                        | -     | -     | 50,4  | 24,3  | EV / EBIT 08 (e)             | 30,4  |
| Dividendenrendite          | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | Kurs / Buchwert              | 2,4   |

## Unternehmensprofil

### *Pionier im deutschen Online-Glücksspielmarkt*

Die vor rund 10 Jahren gegründete und bereits seit 1999 börsennotierte JAXX AG (damals noch FLUXX AG) aus Altenholz bei Kiel zählt zu den deutschen Pionieren des Onlinevertriebs im Glücksspielmarkt. Während der Fokus des Unternehmens ursprünglich ausschließlich auf der Vermarktung von Lottoangeboten über das Internet lag, wurde das Spektrum der Aktivitäten in den letzten Jahren sukzessive um weitere Dienste ergänzt. Heute zählen auch Pferde- und Sportwetten, Online-Casinos, Poker sowie damit verbundene Services zur Produktpalette von JAXX. Geführt wird die Gesellschaft von Mitgründer Mathias Dahms als Vorstandssprecher, ihm zur Seite steht seit 2003 Stefan Hänel mit den Ressorts Finanzen, Personal und Recht. Der zweite Gründer, Rainer Jacken, ist im letzten Jahr aus dem Führungsgremium ausgeschieden und im Anschluss in den Aufsichtsrat gewechselt.

### *Internationale Expansion*

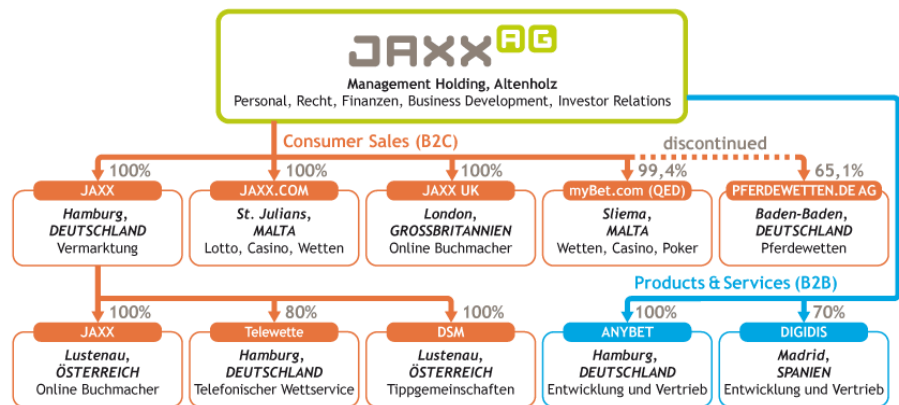
Die absehbare Abschottung des deutschen Marktes vor der innovativen Online-Konkurrenz mit Hilfe eines neuen Glücksspielstaatsvertrages (siehe Marktteil) war ein maßgeblicher Faktor, der zu einem grundlegenden Umbau des JAXX-Konzerns führte. Schließlich war das Unternehmen noch in der ersten Hälfte des letzten Jahrzehnts schwerpunktmäßig in Deutschland aktiv und somit von dem Regulierungsumfeld hierzulande abhängig. Diesem Risiko wurde frühzeitig mit einer dynamischen internationalen Expansion begegnet, die 2005 mit dem Erwerb der Mehrheit an der spanischen Gesellschaft DigiDis begann. Über den Ableger partizipiert der Konzern seitdem nicht nur als Vermittler an der „Lotería Navidad“, mit einer Ausschüttung von rund 2 Mrd. Euro die größte Lotterie der Welt, sondern konnte auch das in Deutschland erfolgreich erprobte Tippgemeinschafts-Geschäft auf das südeuropäische Land ausweiten.

### *Einstieg in das Sportwetten- und Online-Casino-Geschäft*

Einen zweiten Meilenstein markierte Anfang 2006 die Beteiligung an der in Malta ansässigen Firma QED Ventures Ltd., die über einen hundertprozentigen Ableger das im Sportwetten- und Casinobereich positionierte Portal myBet.com betreibt. Beide Geschäftsfelder entwickelten sich im Anschluss zu den größten Wachstumsträgern der gesamten Gruppe. Weniger erfolgreich verlief hingegen der Einstieg in den vom neuen Glücksspielstaatsvertrag nicht so strikt regulierten deutschen Pferdewettenmarkt über den Erwerb von 65,1 Prozent an der ebenfalls börsennotierten pferdewetten.de AG (damals noch: Sportwetten.de). Der Bereich, der in geringen Umfang auch von den Töchtern JAXX GmbH und Telewette GmbH adressiert wird, war im Anschluss auch wegen der schwierigen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen rückläufig und hat bislang nicht den gewünschten Ertrag gebracht. Der Vorstand plant, die Beteiligung an pferdewetten.de zu veräußern. Im Abschluss 2009 wurde sie daher als „Discontinued Operations“ separat dargestellt.

## Holdingsstruktur

Nach den Akquisitionen der vergangenen Jahre präsentiert sich JAXX heute als international agierender Glücksspielkonzern mit 160 Mitarbeitern und Auslandsniederlassungen in Österreich, Malta, Madrid und London. Als Organisationsform wurde dabei eine Holdingstruktur gewählt, bei der die Töchter eigenständig das operative Geschäft ausführen. Die AG als Dachgesellschaft übernimmt hingegen zentrale Funktionen, wie das Controlling, die Investor Relations oder die strategische Unternehmensentwicklung. Eine Übersicht über die aktuelle Konzernstruktur zeigt die folgende Abbildung.



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, der für JAXX aufgrund des starken Wachstums in diesem Bereich in den vergangenen Jahren eine herausgehobene Bedeutung erlangt hat. 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.

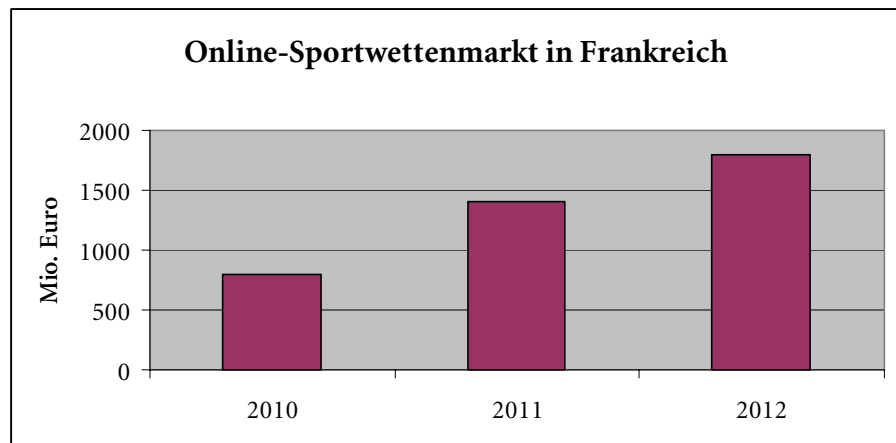
### Deutschland geht Sonderweg

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 Glücksspielsstaatsvertrag angekündigt, weitere Länder sollen ähnliche Pläne verfolgen.

**Hohes Wachstumspotenzial  
in Europa**

Aber auch ohne Deutschland bietet Europa aufgrund der zunehmenden Liberalisierung ein attraktives Marktpotenzial. Bereits heute wird das Volumen im Segment Online-Sportwetten auf 8 Mrd. Euro geschätzt, wobei das Gros davon auf Großbritannien (3,5 Mrd. Euro) entfällt, daneben haben sich insbesondere Italien (1,5 Mrd. Euro) und Spanien (1,35 Mrd. Euro) etabliert. Schon im nächsten Jahr wird ein Anstieg des Gesamtmarktes um 25 Prozent auf 10 Mrd. Euro für möglich gehalten. Dabei richtet sich das Augenmerk zunächst vor allem auf Frankreich, das im laufenden Jahr die Öffnung umsetzt, und für das direkt mit einem Umsatz von 800 Mio. Euro gerechnet wird. Bis 2012 scheint dann eine Steigerung um weitere 125 Prozent möglich (siehe folgende Grafik, Quelle für alle Zahlen: Sportel).



Quelle der Schätzungen: Sportel

**Casino-Markt vor neuem  
Schub?**

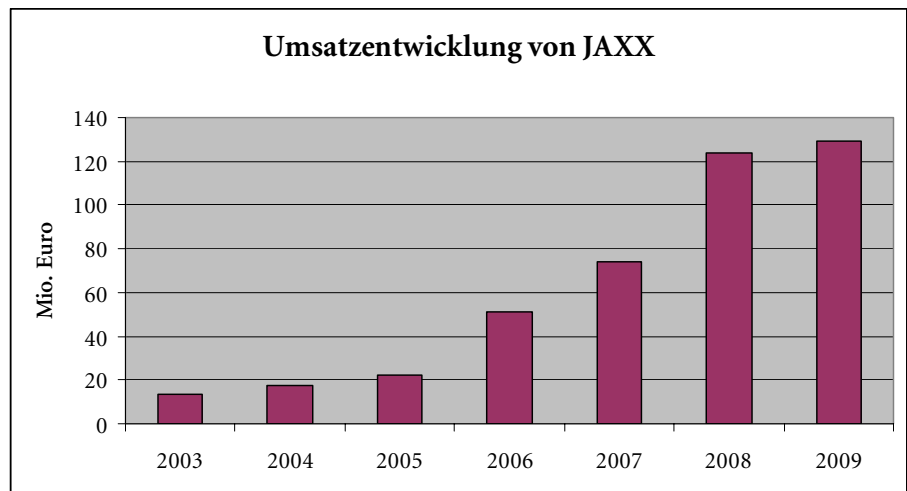
Aber nicht nur im Bereich Sportwetten könnte der Markt in den nächsten Jahren an Dynamik gewinnen, auch Online-Casinos stehen möglicherweise vor einem neuen Expansionsschub. Als Signalgeber dafür könnten erneut die USA agieren, die mit dem Unlawful Internet Gaming Enforcement Act von 2005 als erster die

Umsetzung eines umfassenden Verbots ausprobiert haben. In der Umsetzung erwies sich der Weg, den Banken die Verantwortung für eine Unterbindung der Zahlungen von und an Online-Casinos zuzuweisen, als inpraktikabel. Bewirkt wurde stattdessen nur, dass Millionen von Amerikanern heute quasi in der Illegalität agieren – ein unhaltbarer Zustand, der nun auf dem Prüfstand steht. Würde der Gesetzgeber hier eine Kehrtwende vollziehen, was aktuell als wahrscheinlich gilt, dürfte dies dem globalen Markt einen enormen Stimulus verleihen.

*Internationalisierung wird fortgesetzt*

Dank der Akquisitionen in den letzten Jahren und der im Anschluss erfolgreichen Weiterentwicklung der Auslandstöchter ist JAXX mittlerweile in einer komfortablen Ausgangslage, um von den sich bietenden Marktchancen zu profitieren. Insbesondere die fortschreitende Liberalisierung der europäischen Online-Sportwetten-Branche dürfte die Gruppe zur Forcierung des Wachstums nutzen. In einem ersten Schritt werden nun Lizenzen für die Märkte in Italien und Frankreich angestrebt. Auf dieser Basis wird dann mit einem limitierten Marketingbudget ein vorsichtiger Markteintritt umgesetzt. Darüber hinaus soll aber auch das alte Kerngeschäft, die Lottovermittlung, auf Basis der zunehmend populären paneuropäischen Lotterie Euromillions wieder sukzessive ausgebaut werden.

**Geschäftsentwicklung**

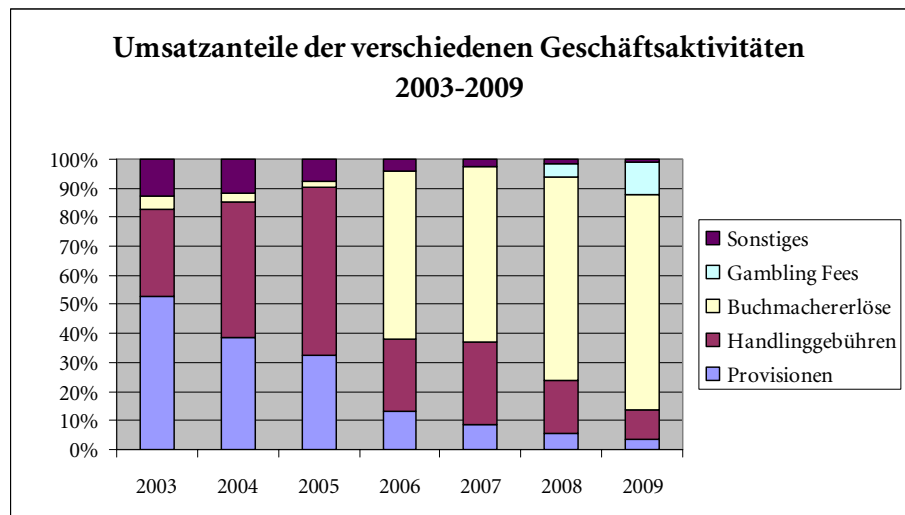


Quelle: Unternehmen

*Wachstum durch Diversifikation*

Hinsichtlich der Erlöse hat JAXX den Umbau des Konzerns in den letzten Jahren ohne eine sichtbare Friktion überstanden. Zwischen 2003 und 2009 konnten die Erlöse (inklusive pferdewetten.de) in jedem Jahr gesteigert werden, um durchschnittlich 46 Prozent (CAGR). Deutlich geändert hat sich dabei allerdings die

Einnahmenstruktur. Während zu Beginn des Betrachtungszeitraums Handlinggebühren und Provisionen dominierten, die mit dem Lotteriegeschäft erwirtschaftet wurden, entfielen 2009 bereits 85 Prozent des Umsatzes (ohne pferdewetten.de) auf Buchmachererlöse (Sportwetten) und Gambling Fees (Casino und Poker) (siehe folgende Grafik).



Hinweise: Gambling Fees vor 2008 noch nicht separat ausgewiesen; 2008 und 2009 ohne Erlöse von pferdewetten.de; Quelle: Unternehmen

### Umbruch zeigt sich in der Gewinnentwicklung

Auf der Ergebnisebene wurde der Konzern durch den Umbau allerdings erheblich belastet. Hintergrund ist zum einen, dass das deutsche Lotteriegeschäft sehr margenstark war und durch die neuen Aktivitäten noch nicht adäquat ersetzt werden konnte. Darüber hinaus mussten auf die hier getätigten Investitionen nach der Änderung der Regulierung hohe Abschreibungen vorgenommen werden; die Identifizierung der notwendigen Anpassungen sowie die Gegenwehr gegen die staatlichen Eingriffe war zudem mit einer (kosten-)intensiven Rechtsberatung verbunden. Und nicht zuletzt erforderte die Neuausrichtung neue umfangreiche Investitionen, die sich in der Folge auch in höheren Kosten (bspw. Abschreibungen) niederschlugen. Diese Effekte führten bereits im Jahr 2006 dazu, dass das Konzernergebnis mit -8,7 Mio. Euro in den negativen Bereich drehte. Der Tiefpunkt wurde zwei Jahre später mit einem Fehlbetrag von 16,9 Mio. Euro markiert, der im Wesentlichen auf Abschreibungen im Lotteriegeschäft sowie auf die Neubewertung des Goodwill und von latenten Steuern zurückzuführen war.

### Kosteneinsparungsprogramm

Als Reaktion auf diese Entwicklung und das sich rapide verschlechternde gesamtwirtschaftliche Umfeld hat das Management im letzten Jahr ein umfassendes Restrukturierungsprogramm aufgelegt. Im Zuge dessen wurde ein Abbau der Personalkapazitäten um mehr als 10 Prozent (gemessen am Peak zur Jahresmitte 2009), eine Neuverhandlung von Dienstleistungsverträgen und Provisionsver-

einbarungen sowie eine Steigerung der Marketingeffizienz zur Ermöglichung von Budgetkürzungen angestrebt. In einem weiteren Schritt sollte das Produktportfolio europaweit harmonisiert und Doppelstrukturen bei den einzelnen Töchtern abgeschafft werden.

### *Erste Erfolge*

Bei der Umsetzung des Programms ist das Unternehmen schon so weit voran geschritten, dass sich bereits erste Erfolge zeigen. So konnte für das vierte Quartal 2009 bei einem Umsatz von 37,3 Mio. Euro ein positives EBIT von 209 Tsd. Euro (aus fortgeführten Aktivitäten, Erläuterung im nächsten Absatz) erwirtschaftet werden. Dies reichte allerdings noch nicht aus, um die Defizite aus den Vorperioden auszugleichen, so dass im Gesamtjahr noch ein operativer Verlust von 2,75 Mio. Euro angefallen ist, was leicht unter unserer Schätzung von -2,0 Mio. Euro lag. Der Konzernverlust konnte dennoch deutlich von -16,9 auf -7,5 Mio. Euro reduziert werden, auf die fortgeführten Aktivitäten entfielen davon lediglich -3,6 Mio. Euro. Umsatzseitig wurde hingegen der positive Trend der Vorperioden mit einem Wachstum von 15 Prozent auf 114,5 Mio. Euro fortgesetzt. Unter Berücksichtigung der nicht fortgeführten Aktivitäten lagen die Einnahmen sogar bei 129,5 Mio. Euro und haben unsere Prognose (130 Mio. Euro) fast punktgenau erreicht. Einen Überblick zu den wichtigsten Kennzahlen zeigt die nachfolgende Tabelle.

| <b>Geschäftszahlen</b>  | <b>Jahr 2008</b> | <b>Jahr 2009</b> | <b>Änderung</b> |
|-------------------------|------------------|------------------|-----------------|
| Umsatz (fort. Aktiv.)   | 99,6             | 114,5            | +15,0%          |
| - Sportwetten           | 69,5             | 90,6             | +30,4%          |
| - Lotto & Gambling      | 28,5             | 23,2             | -18,5%          |
| - Pferdewetten          | 1,7              | 0,7              | -56,4%          |
| EBITDA                  | 5,65             | 4,79             | -15,2%          |
| EBIT                    | -7,36            | -2,75            |                 |
| JÜ (fort. Aktiv)        | -13,91           | -3,63            |                 |
| JÜ (nicht fort. Aktiv.) | -3,02            | -3,85            |                 |
| Konzernergebnis         | -16,92           | -7,48            |                 |

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

### *Beteiligung an pferdewetten.de wird verkauft*

Die nicht fortgeführten Aktivitäten, die 2009 für einen Umsatz von 15 Mio. Euro und einen Verlust von 3,85 Mio. Euro standen, beziehen sich auf die Beteiligung an pferdewetten.de, die wegen des seit dem Einstieg in Summe enttäuschenden Geschäftsverlaufs im Rahmen der Portfoliobereinigung veräußert werden soll. Der Vorstand geht davon aus, dass dies noch im laufenden Jahr zu akzeptablen Konditionen umgesetzt werden kann. Hilfreich dürfte hierbei sein, dass die notwendige Sanierung des Unternehmens im letzten Jahr im Wesentlichen abgeschlossen wurde. Darüber hinaus könnte die für die laufende Periode anvisierte Fertigstellung einer neuen Buchmachersoftware das Interesse von potenziellen Käufern wecken.

## Bewertung

### *Ertragswertmodell*

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

### *Diskontierungszins nach CAPM 11,8 %*

Den Diskontierungszins als Maß für die Eigenkapitalkosten bestimmen wir nach dem Capital Asset Pricing Model, wobei wir einen risikolosen Zinssatz von 2,8 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 einer sehr geringen Korrelation der JAXX-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 11,8 Prozent.

### *Optimistische Prognose im WM-Jahr*

Nach Angaben des Managements ist das Unternehmen gut in das Jahr gestartet, so dass sich im ersten Quartal der positive Trend aus den letzten drei Monaten 2009 sowohl hinsichtlich des Wachstums als auch im Bezug auf das Ergebnis fortgesetzt haben dürfte. Zwischen April und Juni könnten dann höhere Marketingaufwendungen im Vorfeld der Fussball-WM und die geplante Einführung einer „Live-Wette“ zu den Spielen kurzfristig belasten, was sich allerdings nachhaltig positiv auf die Kundenbasis und damit auf das folgende Expansionstempo auswirken sollte. Darüber hinaus plant der Vorstand im laufenden Jahr den Erwerb der Anteile von den Minderheitsgesellschaftern bei DigiDis und QED Ventures gegen Ausgabe von Aktien, wobei mit letzteren bereits eine Einigung erzielt werden konnte. Auch davon sollte das Ergebnis profitieren, so dass die Gesellschaft in Summe für 2010 die Erzielung eines Gewinns angekündigt hat, bei einem spürbaren Umsatzwachstum.

### *Anpassung der Prognosen*

Nach den jüngsten Zahlen und dem Entschluss, die Beteiligung an pferdewetten.de im laufenden Jahr zu verkaufen, haben wir unser Bewertungsmodell in mehreren Punkten angepasst. Trotz der wegfallenden Erlöse (wir schätzen nur noch die fortgeführten Aktivitäten) nehmen wir hinsichtlich der Einnahmeprognose für 2010 nur eine geringfügige Reduktion unserer bisherigen Annahme (143 Mio. Euro) auf 137,4 Mio. Euro vor, da sich die Wachstumsaussichten im neuen Kerngeschäft Sportwetten in den letzten Monaten weiter verbessert haben. Wie das Management auch gehen wir dabei von einem erfolgreichen Turnaround mit einem Jahresüberschuss von 0,73 Mio. Euro aus. In den Folgeperioden sollte sich wegen eines Basiseffekts und des „Nicht-WM/EM-Jahrs“ das

Wachstumstempo deutlich abschwächen, aufgrund der sukzessiven Expansion in Europa aber zweistellig bleiben. Gleichzeitig kalkulieren wir nach wie vor mit einer kontinuierlichen Margenverbesserung bis auf einen Zielwert von 3,0 Prozent. 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         |
|---------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Erlöse (Mio. Euro)</b> | <b>137,4</b> | <b>153,9</b> | <b>169,3</b> | <b>186,3</b> | <b>201,2</b> | <b>213,2</b> | <b>223,9</b> | <b>235,1</b> |
| Erlöswachstum             |              | 12,0%        | 10,0%        | 10,0%        | 8,0%         | 6,0%         | 5,0%         | 5,0%         |
| Nettorendite              | 0,5%         | 1,0%         | 1,5%         | 2,0%         | 2,5%         | 3,0%         | 3,0%         | 3,0%         |
| <b>Gewinn (Mio. Euro)</b> | <b>0,73</b>  | <b>1,51</b>  | <b>2,54</b>  | <b>3,73</b>  | <b>5,03</b>  | <b>6,40</b>  | <b>6,72</b>  | <b>7,05</b>  |
| Gewinnwachstum            |              | 107%         | 68,3%        | 46,7%        | 35,0%        | 27,2%        | 5,0%         | 5,0%         |

**Fairer Wert jetzt 2,82 Euro je Aktie**

Bei einem unveränderten „ewigen“ Ertragswachstum von 2 Prozent im Anschluss an den Detailprognosezeitraum resultiert aus diesem Modell ein fairer Wert von 49,6 Mio. Euro oder 2,82 Euro je Aktie. Gegenüber unserer letzten Einschätzung (2,62 Euro) hat sich das Kursziel damit deutlich erhöht, was aber in erster Linie auf das weiter gesunkene Zinsniveau zurückzuführen ist. In Relation zum aktuellen Kurs besteht damit derzeit ein Aufwärtspotenzial von 35 Prozent.

**Fazit**

**Unverändertes Anlageurteil: „Spekulativ kaufen“**

Nach einer erfolgreichen Restrukturierung zeichnet sich bei JAXX der Turnaround immer deutlicher ab. Im vierten Quartal 2009 konnte bereits ein positives EBIT erzielt werden, der Vorstand erwartet nun auch für das Gesamtjahr 2010 einen Überschuss. Rückenwind dürfte dabei insbesondere von der Fortsetzung der Expansion in Europa und dem WM-Geschäft kommen. Obwohl die Aktie seit unserer letzten Empfehlung bereits um ein Drittel gestiegen ist, sehen wir weiteres Potenzial. Den fairen Wert taxieren wir aktuell auf 2,82 Euro und bleiben bei unserer Einstufung „Spekulativ 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

**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](mailto: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 erstellt und veröffentlicht zu dem hier analysierten Unternehmen pro Jahr voraussichtlich eine Studie und ein Update. **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:

| <u>Datum der Veröffentlichung</u> | <u>Kurs bei Veröffentlichung</u> | <u>Anlageurteil</u> |
|-----------------------------------|----------------------------------|---------------------|
| 17.08.2009                        | 1,51 Euro                        | Spekulativ 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 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](http://www.market-maker.de)) erstellt.