

JAXX AG

Zusammenfassung

- **Expansion fortgesetzt:** Dank eines soliden WM-Geschäfts konnte JAXX den Umsatz im zweiten Quartal 2010 um 20,7 Prozent auf 31,7 Mio. Euro ausweiten. Die Buchmachermarge erhöhte sich währenddessen deutlich von 7,1 auf 20,0 Prozent, so dass ein positives EBIT in Höhe von 52 Tsd. Euro (Vorjahr: -3,01 Mio. Euro) erwirtschaftet werden konnte.
- **pferdewetten.de belastet:** Unter dem Strich musste dennoch ein Fehlbetrag in Höhe von 0,6 Mio. Euro hingenommen werden, was aber maßgeblich (-0,38 Mio. Euro) auf die zum Verkauf stehende Beteiligung pferdewetten.de zurückzuführen ist. Das Ergebnis der fortgeführten Aktivitäten verbesserte sich hingegen von -2,7 auf -0,2 Mio. Euro.
- **Weitere Internationalisierung:** Obwohl die Expansion in Italien und Frankreich im laufenden Jahr wegen regulatorischer Schwierigkeiten noch nicht in dem Tempo voranschreitet, wie geplant, setzt das Management weiter auf einen Ausbau der Auslandsaktivitäten.
- **Spekulative Chance:** Bei einer Fortsetzung des zuletzt positiven Umsatz- und Ergebnistrends sehen wir aktuell ein Kurspotenzial von fast 60 Prozent. Eine mögliche Wende in der deutschen Regulierungspolitik würde zusätzlichen Spielraum eröffnen.

Spekulativ kaufen (unverändert)

Kursziel

2,54 Euro

Aktueller Kurs

1,60 Euro (Xetra)



Kurshistorie (Xetra)	1 M	3 M	12 M
Hoch (Euro)	1,797	2,345	2,68
Tief (Euro)	1,55	1,55	1,42
Performance	-5,88%	-15,79%	+9,59%
Ø-Umsatz (Euro/Tag)	44,7188	49,0931	50,1179

Stammdaten

ISIN / WKN	DE000A0JRU67 / A0JRU6
Branche	Glücksspiel
Sitz der Gesellschaft	Altenholz
Internet	www.jaxx.de
Ausstehende Aktien	19,37 Mio. Stück
Datum der Erstnotiz	September 1999
Marktsegment	Prime Standard
Marktkapitalisierung	31,0 Mio. Euro
Free Float	84,1 %
Rechnungslegung	IFRS

Geschäftsjahr (bis 31.12.)	2008	2009	2010e	2011e		
Umsatz (Mio. Euro)	99,6	114,5	128,3	143,7	CAGR Umsatz 08-11 (e)	13,0%
Umsatzwachstum	34,9%	15,0%	12,0%	12,0%	CAGR EBIT 08-11 (e)	n.a.
EBIT (Mio. Euro)	-7,4	-2,8	1,7	2,4	CAGR EpS 08-11 (e)	n.a.
EBIT-Marge	-7,4%	-2,4%	1,3%	1,7%		
EpS	-0,87	-0,39	0,02	0,06	Enterprise Value (Mio. Euro)	32,3
Dividende je Aktie	-	-	-	-	Buchwert (Mio. Euro)	15,7
KUV	0,31	0,27	0,24	0,22	EV / Umsatz 10 (e)	0,3
KGv	-	-	97,6	26,5	EV / EBIT 10 (e)	19,3
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	Kurs / Buchwert	2,0

Jüngste Geschäftsentwicklung

Umsatz deutlich ausgeweitet

Mit Rückenwind von der Fußball-WM konnte JAXX im zweiten Quartal der laufenden Finanzperiode den Expansionskurs fortsetzen. Der Konzernumsatz erhöhte sich binnen Jahresfrist um 20,7 Prozent auf 31,7 Mio. Euro, wobei dafür erneut vor allem die dynamische Entwicklung des Sportwettengeschäfts verantwortlich war, wo die Erlöse sogar um 27,5 Prozent zugenommen haben. Stark gewachsen sind ebenfalls die Einnahmen aus dem Bereich Poker und Casino (+34,7 Prozent auf 4,2 Mio. Euro), während im Lottogeschäft das rückläufige Volumen in Deutschland seit der Einführung des Glücksspielstaatsvertrages einmal mehr den positiven Trend in Spanien sowie bei der paneuropäischen Lotterie EuroMillions überkompensiert hat. Infolgedessen lagen die Umsätze aus Provisionen und Abwicklungsgebühren mit 2,4 Mio. Euro rund ein Drittel unter dem Wert aus 2009. Die folgende Tabelle zeigt einen Überblick zur Entwicklung der wichtigsten Geschäftszahlen.

	Q2 2009	Q2 2010	Änderung	6M 2009	6M 2010	Änderung
Nettoumsatz	26,25	31,67	+20,7%	51,51	63,66	+23,6%
Wetteinsätze	19,33	24,63	+27,5%	37,15	49,87	+34,3%
Provision/Handling	3,59	2,40	-33,0%	7,27	5,05	-30,5%
Gambling Fees	3,12	4,21	34,7%	6,65	8,07	21,5%
EBIT	-3,09	0,05	-	-2,37	0,60	-
EAT*	-2,68	-0,21	-	-2,42	-0,18	-
Aufgegebener GB	-0,12	-0,38	-	-0,29	-0,50	-
Konzernergebnis	-2,80	-0,59	-	-2,71	-0,67	-

*ohne aufgegebene Geschäftsbereiche

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

Leicht positives EBIT

Nichtsdestotrotz konnte JAXX im zweiten Quartal die Profitabilität in Relation zur Vorjahresperiode deutlich verbessern. Musste 2009 noch ein negatives EBIT in Höhe von -3,09 Mio. Euro hingenommen werden, so wurde nun ein operativer Überschuss von 52 Tsd. Euro erwirtschaftet. Maßgeblich verantwortlich dafür war das bessere Ergebnis im Segment Sportwetten. Während im Vorjahr ungewöhnlich viele Favoritensiege im Saisonfinale die Buchmachermarge auf 7,1 Prozent abstürzen ließen, konnte dank zahlreicher Unentschieden sowie dem Scheitern mehrerer Favoriten in der Vorrunde der Weltmeisterschaft nun wieder ein ordentlicher Wert von 20,0 Prozent erzielt werden. Etwas geschmälert wurde der positive Effekt durch die Steigerung der Werbeausgaben um 7,4 Prozent auf 3,1 Mio. Euro, die die Marketingoffensive während des Großereignisses widerspiegelt. Der Erfolg der Maßnahmen zeigt sich allerdings auch an der Zahl der Online-Bestandskunden, die binnen Jahresfrist um rund ein Viertel auf 663 Tsd. zugelegt hat.

pferdewetten.de noch nicht verkauft

Dass das Konzernergebnis unter dem Strich mit -0,6 Mio. Euro (Vorjahr -2,8 Mio. Euro) im zweiten Quartal trotzdem deutlich negativ ausgefallen ist, liegt vor allem an dem wieder gestiegenen Fehlbetrag (von -0,12 auf -0,38 Mio. Euro) im Bereich der aufgegebenen Aktivitäten. Dahinter verbirgt sich die Mehrheitsbeteiligung an der pferdewetten.de AG, die im letzten Geschäftsjahr zum Verkauf gestellt wurde. Allerdings konnte in den vergangenen Monaten mit potenziellen Interessenten noch keine Übereinstimmung bezüglich des Kaufpreises erzielt werden. Neue Impulse gehen jetzt aber möglicherweise von der Bestellung des sehr branchenerfahrenen neuen Vorstands Pierre Hofer aus, der nach dem Abschluss der Kostenrestrukturierung nun die Erlösentwicklung der Beteiligung neu beleben soll.

Deutlicher operativer Überschuss auf Halbjahresbasis

Ohne den Beitrag der Tochter hat sich JAXX zwischen April und Juni mit einem nur noch kleinen Fehlbetrag von -0,21 Mio. Euro (Vorjahr -2,68 Mio. Euro) deutlich dem Break-even genähert. Auf Halbjahresbasis sieht die Entwicklung dank eines kleinen Netto-Überschusses im ersten Quartal (ohne pferdewetten.de) sogar noch besser aus, hier summierte sich der Fehlbetrag auf lediglich -0,18 Mio. Euro (Vorjahr -2,4 Mio. Euro). Das EBIT drehte währenddessen von -2,4 Mio. Euro auf 0,6 Mio. Euro und damit deutlich in den positiven Bereich.

Ausblick

Erneute Belastung durch rechtliche Ungereimtheiten

Auf Basis des positiven Trends ist der Vorstand weiterhin zuversichtlich, im Gesamtjahr eine deutliche Umsatzsteigerung und ein positives Ergebnis zu erzielen – obwohl für das dritte Quartal zusätzliche Kostenbelastungen in Deutschland angekündigt wurden. Im ehemaligen Stammmarkt dürfte die öffentliche Verwaltung eine neue Offensive gegen private Glücksspielanbieter starten, die unter anderem zu weiteren Anwalts- und Gerichtskosten führen wird, wenn der Europäische Gerichtshof Anfang September Glückspiel-Monopole im Prinzip für zulässig erklärt. Dem dürften dann die hiesigen Gerichte folgen, auch wenn die spezifische Ausgestaltung des deutschen Glücksspielsstaatsvertrages von Generalanwalt Mengozzi hinsichtlich der kontinentalen Normen als kritisch beurteilt wurde.

Trendwende wahrscheinlich

Mittelfristig hingegen ist eher mit einer Verbesserung der Rechtslage in Deutschland zu rechnen. Denn angesichts der Tatsache, dass mittlerweile der Großteil der Sportwetten-Einsätze abseits der staatlichen Systeme platziert wird, dreht die Stimmung langsam in Richtung einer kontrollierten Liberalisierung des Marktes. Eine Vorreiterrolle nimmt dabei die Landesregierung von Schleswig-Holstein ein, die einen neuen Glücksspielsstaatsvertrag ausgearbeitet hat, der die Öffnung des Sportwettenmarktes bei einer Beibehaltung des Lottomonopols vorsieht. Das Bundesland wird nach bisherigen Bekundungen diesen Schritt gegebenenfalls

allein umsetzen, stößt aber auch in anderen Landesregierungen auf Zustimmung.

Ausländische Märkte im Fokus

Allerdings ist zum jetzigen Zeitpunkt noch nicht absehbar, ob und wann es hierzulande tatsächlich zu einer erneuten Änderung der Regulierungsbedingungen kommt, weswegen sich JAXX vorerst auf die weitere internationale Expansion konzentriert. Für das laufende Jahr wurde insbesondere der Eintritt in Italien und Frankreich auf die Agenda gesetzt, wobei in beiden Ländern derzeit noch die Entwicklung der rechtlichen Rahmenbedingungen abgewartet werden muss. In Italien dürfte es im Zuge dessen aber voraussichtlich nur zu einer kleinen Verzögerung gegenüber der ursprünglichen Planung kommen. Schließlich wurden für den dortigen Markt bereits alle Vorbereitungen zur Beantragung einer Lizenz abgeschlossen; der nächste Schritt könnte folgen, wenn ein noch laufender Einspruch gegen die Rahmengesetzgebung abgewiesen wird. Etwas komplizierter gestaltet sich die Situation in Frankreich, da der Senat im Zuge des Gesetzgebungsverfahrens die Bedingungen für private Wettanbieter so verschärft hat, dass ein wirtschaftlicher Geschäftsbetrieb fraglich erscheint. Daher hat sich das Management von JAXX entschieden, zunächst einmal die praktische Umsetzung der neuen Bestimmungen genau zu beobachten. Währenddessen werden aber andere Märkte bezüglich der Eintrittsmöglichkeiten genau analysiert und beispielsweise für Dänemark bereits erste Maßnahmen zur Erschließung vorbereitet.

Leichte Abstriche bei den Schätzwerten

Insgesamt gehen wir daher davon aus, dass die Expansionsgeschwindigkeit von JAXX im laufenden Jahr unter dem von uns bisher prognostizierten Tempo liegen wird; auch das WM-Geschäft hat unsere Erwartungen nicht ganz erfüllt. Infolgedessen senken wir die geschätzte Erlössteigerungsrate von 20 auf 12 Prozent und rechnen dementsprechend nur noch mit einem Umsatz von 128,3 Mio. Euro. Nach der positiven Entwicklung der operativen Profitabilität erhöhen wir die EBIT-Marge trotzdem von 0,9 Prozent auf 1,3 Prozent. Unter dem Strich ergibt sich daraus für die fortgeführten Aktivitäten nun ein positives Nettoergebnis in Höhe von 0,3 Mio. Euro (zuvor: 0,7 Mio. Euro). Für die Folgeperiode lassen wir die bislang angesetzte Zuwachsrate für den Umsatz unverändert, erhöhen aber ebenfalls die operative Marge. Im Gegenzug rechnen wir nach den jüngsten Daten aber auch mit einer höheren Steuerlast, die das Nettoergebnis (jetzt: 1,15, zuvor: 1,51 Mio. Euro) belastet. Sämtliche übrigen Parameter bleiben unverändert. Die folgende Tabelle zeigt das aus diesen Änderungen resultierende Schätzmodell für die weitere Geschäftsentwicklung des Unternehmens in den nächsten acht Jahren:

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Erlöse (Mio. Euro)	128,3	143,7	158,0	173,9	187,8	199,0	209,0	219,4
Erlöswachstum		12,0%	10,0%	10,0%	8,0%	6,0%	5,0%	5,0%
Nettorendite	0,2%	0,8%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,0%	3,0%
Gewinn (Mio. Euro)	0,32	1,17	2,37	3,48	4,69	5,97	6,27	6,58
Gewinnwachstum		268%	103%	46,7%	35,0%	27,2%	5,0%	5,0%

Fairer Wert 2,54 Euro je Aktie

Aus unserem aktualisierten Bewertungsmodell ergibt sich bei einem Eigenkapitalkostensatz von 11,5 Prozent (wegen der aktuell hohen Volatilität erfolgt ein Rückgriff auf den Mittelwert (2,5 Prozent) der Umlaufrendite festverzinslicher deutscher Wertpapiere, Risikoprämie 5,3 Prozent, Beta 1,7) und einem ewigen Wachstum von 2,0 Prozent nun ein fairer Ertragswert von 49,3 Mio. Euro oder 2,54 Euro je Aktie (zuvor: 2,82 Euro je Aktie). Die Reduktion unseres Kursziels ist dabei einerseits den leichten Abschlägen im Bewertungsmodell und andererseits der Verwässerung durch die Ausgabe neuer Aktien im Zuge der Anteilsaufstockung bei QED zurückzuführen. Nichtsdestotrotz sehen wir aktuell ein Kurspotenzial von fast 60 Prozent.

Fazit

Unverändertes Anlageurteil: „Spekulativ kaufen“

Der tiefgreifende Umbau des JAXX-Konzerns von einem deutschen Lottovermittler zu einem europäischen Glücksspielkonzern wird durch externe Einflüsse immer wieder behindert. Zuletzt sorgten etwa noch nicht vollständig geklärte Rahmenbedingungen der Lizenzvergabe in Italien sowie eine Verschärfung der Eintrittshürden in Frankreich für eine Verzögerung bei der internationalen Expansion. In Deutschland sind darüber hinaus im dritten Quartal noch einmal neue Folgekosten aus den Auseinandersetzungen mit der Verwaltung im Zuge der Umsetzung des Glücksspielstaatsvertrags zu erwarten. Insgesamt geht der Trend trotzdem in die richtige Richtung, das Unternehmen wächst nun mit einem hohen Tempo und operativ wurde aus den fortgeführten Aktivitäten im ersten Halbjahr bereits ein signifikanter Überschuss erwirtschaftet. Für Investoren stellt es aus unserer Sicht nach wie vor eine attraktive Spekulation dar, auf eine Verstetigung der positiven Entwicklung zu setzen. Für diesen Fall sehen wir das Kursziel bei 2,54 Euro, das Urteil bleibt „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

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 in den nächsten zwölf Monaten voraussichtlich 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:

<u>Datum der Veröffentlichung</u>	<u>Kurs bei Veröffentlichung</u>	<u>Anlageurteil</u>
16.04.2010	2,08 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 Steigerung des Börsenwerts 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 Taipan (www..lp-software.de) erstellt.