

## JAXX AG

### Zusammenfassung

- **Starkes drittes Quartal:** Dank eines dynamisch wachsenden Sportwettengeschäfts und dreistelliger Zuwächse in der Lottovermittlung in Spanien konnte JAXX den Umsatz zwischen Juli und September um 71 Prozent auf 28,6 Mio. Euro ausweiten. Das historische Kerngeschäft, die Online-Lottovermittlung in Deutschland, ist hingegen weiter rückläufig.
- **Turnaround rückt näher:** Binnen Jahresfrist konnte der Periodenfehlbetrag von 2,84 auf 0,45 Mio. Euro reduziert werden. Auf Neunmonatsbasis resultiert daraus ein kumuliertes Defizit von 1,2 Mio. Euro. Anlässlich der Zahlen hat der Vorstand das Ziel bekräftigt, im Gesamtjahr ein deutlich positives Ergebnis bei einem zweistelligen Umsatzwachstum zu erreichen.
- **Ausland im Fokus:** Nach der erfolgreichen Platzierung einer Wandelanleihe dürfte der Konzern das erfolgreiche Wachstum im Ausland fortsetzen.
- **Hohes Potenzial:** Obwohl wir insbesondere die Perspektiven in Deutschland konservativ kalkuliert haben, sehen wir ein aktuelles Kurspotenzial von rund 200 Prozent.

## Spekulativ kaufen (unverändert)

### Aktueller Kurs

**1,49 Euro**

ISIN	DE000A0JRU67
Branche	Glücksspiel
Sitz der Gesellschaft	Altenholz
Internet	www.jaxx.de
Ausstehende Aktien	16,02 Mio. Stück
Datum der Erstnotiz	September 1999
Marktsegment	Prime Standard
Marktkapitalisierung	23,9 Mio. Euro
Free Float	ca. 100 %



Quelle: Market Maker

Hoch / Tief (12 Monate)	3,50 Euro / 1,19 Euro
Performance (12 Monate)	-58 %
Ø-Umsatz (30 Tage)	ca. 108 Tsd. Euro / Tag

Geschäftsjahr	2006	2007	2008 (e)	2009 (e)
<b>Umsatz (Mio. Euro)</b>	<b>50,9</b>	<b>73,9</b>	<b>115,5</b>	<b>129,9</b>
Umsatzwachstum		45,0%	56,4%	12,5%
<b>EpS (Euro)</b>	<b>-0,55</b>	<b>-0,36</b>	<b>0,04</b>	<b>0,12</b>
EpS-Wachstum		-	-	237,5%
Dividende je Aktie (Euro)	-	-	-	-
<b>KGV</b>	-	-	<b>41,3</b>	<b>12,2</b>
<b>KUV</b>	<b>0,47</b>	<b>0,32</b>	<b>0,21</b>	<b>0,18</b>
Dividendenrendite	-	-	-	-

## Jüngste Geschäftsentwicklung

### *Spaniengeschäft wächst rasant*

Die Resultate von JAXX im dritten Quartal belegen erneut, dass die Gesellschaft dank des dynamisch wachsenden Auslandsgeschäfts die Einbußen in ihrem ursprünglichen Kerngeschäft, der Online-Lottervermittlung in Deutschland, immer besser kompensieren kann. Während das Inlandsgeschäft wegen der Einschränkungen durch den Glücksspielstaatsvertrag, der seit Anfang 2008 unter anderem die Werbemöglichkeiten stark begrenzt, mit mittleren zweistelligen Raten schrumpft, verzeichnete die spanische Tochter DigiDis dreistellige Zuwächse. Der Ableger profitierte dabei von einer deutlichen Ausweitung seines Partnernetzwerks. Neben der Zusammenarbeit mit Yahoo, der Telefonica-Tochter Terra Networks und dem landesweit sehr bekannten Lotterielabel La Bruixa d'Or konnte zuletzt mit MSN ein weiterer Platzhirsch der Internetbranche für eine Kooperation gewonnen werden; zudem zählt nun auch das größte Verlagshaus des Landes, Prisa (u.a. Herausgeber von „El Pais“), zu den Kunden. Damit trugen die Spanier entscheidend dazu bei, dass der Rückgang der Einnahmen aus der Lottervermittlung auf Konzernebene zwischen Juli und September auf rund 10 Prozent begrenzt werden konnte.

### *Pferdewetten-Sparte profitiert von Konsolidierungseffekt*

Die Einnahmen im Geschäftsbereich Pferdewetten wurden hingegen im dritten Quartal von 363 Tsd. Euro auf 6,2 Mio. Euro drastisch ausgeweitet. Der Umsatzsprung ist vor allem auf einen Konsolidierungseffekt zurückzuführen, da die Tochter Sportwetten.de nach einer Anteilsaufstockung im laufenden Jahr erstmals vollkonsolidiert wird. Auf vergleichbarer Basis lagen ihre Erlöse hingegen rund eine Million Euro unter dem Vorjahreswert. Dies ist allerdings vor allem darauf zurückzuführen, dass zur Risikominimierung zuletzt ein größerer Teil der Wettabschlüsse an Partner weitergereicht wurde, anstatt in den eigenen Büchern zu verbleiben. Da auch die Vermittlung hohe Margen bietet, hat diese Strategie die Ergebnisentwicklung nicht beeinträchtigt: Mit 291 Tsd. Euro konnte sogar ein deutlich höherer Gewinn als im ganzen ersten Halbjahr (80 Tsd. Euro) erwirtschaftet werden.

### *Hohe Dynamik bei Sportwetten*

Den wichtigsten Beitrag zum Konzernwachstum leistete allerdings das dritte Standbein, die Sportwetten, die im europäischen Ausland über die Marken JAXX und myBet.com angeboten werden. Während die Erlöse im dritten Quartal mit 16,7 Mio. Euro erwartungsgemäß leicht unter dem von der EM geprägten zweiten Vierteljahr lagen, betrug der Anstieg zum vergleichbaren Zeitraum in 2007 beachtliche 68,2 Prozent. Den zentralen Wachstumstreiber stellt dabei vor allem die kontinuierliche Ausweitung der Kundenbasis dar, die auch nach dem Fußball-Großereignis fortgesetzt wurde. Auf der Ergebnisseite belasten allerdings noch die Anlaufkosten des im letzten Jahr vollzogenen Markteintritts in Großbritannien, so dass das Segmentergebnis zwischen Juli und September mit -1,4 Mio. Euro (Vorjahr: 67 Tsd. Euro) deutlich negativ ausgefallen ist.

**Turnaround rückt näher**

Insgesamt lag der Konzernverlust von JAXX im dritten Quartal nur noch bei 0,45 Mio. Euro (Vorjahr -2,84 Mio. Euro), während der Umsatz um 71 Prozent auf 28,6 Mio. Euro gesteigert wurde. Auf Neunmonatsbasis errechnet sich daraus ein Erlöswachstum von 81 Prozent auf 86,7 Mio. Euro und ein Defizit von 1,2 Mio. Euro, gegenüber 4,6 Mio. Euro in 2007. Vor diesem Hintergrund hat der Vorstand die Prognosen für 2008 – ein zweistelliges Umsatzwachstum und ein deutlich positives Ergebnis – bekräftigt. Einen Überblick zu den wichtigsten Konzernkennzahlen zeigt die nachfolgende Tabelle.

(Mio. Euro; Prozent)	3M 2007	3M 2008	Änderung	9 M 2007	9 M 2008	Änderung
Nettoumsatz (davon:)	16,73	28,63	+71,1%	48,04	86,73	+80,56%
- Pferdewetten	0,36	6,20	+1622,2%	1,00	20,24	+1933,7%
- Lotto	6,45	5,76	-10,7%	19,67	17,11	-13,0%
- Sportwetten	9,92	16,67	+68,0%	27,38	49,39	+80,4%
EBITDA	1,24	1,75	+40,8%	5,12	5,67	+10,8%
EBIT	-1,90	-0,23	-	-4,01	-0,77	-
Jahresüberschuss	-2,84	-0,45	-	-4,56	-1,24	-

Geschäftsentwicklung von JAXX; Quelle: Unternehmen

**Weitere Mittel zur Wachstumsfinanzierung eingesammelt**

Angesichts dieser erfreulichen operativen Entwicklung im laufenden Geschäftsjahr ist es dem Unternehmen trotz des sehr schwachen Kapitalmarktumfeldes im September problemlos gelungen, 161.830 Wandelschuldverschreibungen zu einem Preis von 26 Euro pro Stück zu platzieren. Die Papiere wurden mit einem Kupon von 6,66 Prozent ausgestattet und berechtigen zum Tausch in zehn JAXX-Aktien. Mit dem daraus resultierenden Bruttoemissionserlös von 4,2 Mio. Euro finanziert das Unternehmen den weiteren Ausbau der Aktivitäten abseits des schwierigen deutschen Lotteriemarktes.

**Ausblick**

**Weiterhin hohe Dynamik im Ausland**

Die Erfolgsaussichten dieser Strategie stufen wir weiter als vielversprechend ein. Eine positive Überraschung stellt dabei für uns vor allem die aktuell sehr hohe Dynamik des Sportwettensegments und die Entwicklung des Lottogeschäfts in Spanien dar. Bei letzterem liegen sowohl das für 2009 anvisierte Vermittlungsvolumen von 30 Mio. Euro als auch der in Aussicht gestellte Ergebnisbeitrag von 1,5 Mio. Euro deutlich über unseren Erwartungen.

**Glücksspielstaatsvertrag könnte kippen**

Ein schwieriges Terrain bleibt hingegen der deutsche Lotto-Markt, wo eine Entscheidung des Bundesverfassungsgerichts zuletzt einen Rückschlag bedeutete. Die Richter lehnten es ab, die Klage eines Konkurrenten wegen einer Verletzung der Berufsfreiheit durch den Glücksspielstaatsvertrag zu verhandeln, da ein Monopol zur Erreichung eines übergeordneten Ziels wie das der Suchtprävention

durchaus verhältnismäßig und gerechtfertigt sei. Bezüglich der grundsätzlichen Vereinbarkeit mit dem Europarecht bedeutet dies allerdings keine Wertung. In dieser Frage gab es zuletzt eher ermutigende Signale. Mitte September bestätigte mit dem Berliner Verwaltungsgericht eine weitere hochrangige Institution den Konflikt zwischen der nationalen Gesetzgebung und den EU-Normen in zentralen Punkten. Sowohl die Verpflichtung, Spielscheine der Kunden in einzelnen Bundesländern an die jeweilige Lotto-Landesgesellschaft weiterzuleiten, als auch die Beschränkungen der Werbeaktivitäten und das auf 2009 terminierte Verbot der Spielvermittlung über das Internet wurden als Verstöße gegen die Dienstleistungsfreiheit in Europa beanstandet. Insgesamt zeichnet sich ab, dass der Glücksspielstaatsvertrag auf mittlere Frist zumindest einer umfangreichen Revision unterzogen werden könnte, die neues Potenzial auf dem Heimatmarkt bieten würde.

**Änderungen beim prognostizierten Umsatzmix**

Derzeit ist allerdings noch unklar, in welchem Umfang JAXX das betroffene Geschäft auf dem deutschen Markt im kommenden Jahr fortsetzen kann. Während wir die guten Resultate aus den ersten neun Monaten mit einer Anhebung unserer Umsatzschätzung für das Gesamtjahr quittieren (von 113,0 auf 115,5 Mio. Euro, bei unveränderter Gewinnmarge), nehmen wir unsere Prognose für die Lottosparte in 2009 vorsichtshalber von 22 auf 16 Mio. Euro zurück. Auch die erwarteten Erlöse mit Pferdewetten werden von uns aufgrund eines höheren Vermittlungsanteils abgesenkt (von 38 auf 33 Mio. Euro). Kompensiert wird dies allerdings durch den Bereich Sportwetten, der derzeit deutlich schneller zulegt als von uns erwartet, und nun in unserer Kalkulation mit einem Beitrag von 81 Mio. Euro enthalten ist (zuvor: 70 Mio. Euro). Ergebnisseitig dürfte sich ein deutlich reduziertes Lottogeschäft in einem geringeren Margenanstieg niederschlagen, den wir nun mit der Annahme von 1,5 Prozent im nächsten Jahr (statt 2,0 Prozent) nachvollziehen; Einmaleffekte aus der Neubewertung latenter Steuern bleiben dabei unberücksichtigt. Die Steigerungsraten und Renditen ab 2010 lassen wir hingegen unverändert, da dann das Auslandsgeschäft die Einbußen in Deutschland endgültig kompensiert haben dürfte. In Summe ergibt sich daraus die folgende modellhafte Geschäftsentwicklung für JAXX in den nächsten acht Jahren:

Geschäftsjahr (endet 31.12)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Nettoumsatz (Mio. EUR)</b>	<b>115,5</b>	<b>129,9</b>	<b>142,9</b>	<b>157,2</b>	<b>172,9</b>	<b>186,8</b>	<b>198,0</b>	<b>207,9</b>
Umsatzwachstum		12,5%	10,0%	10,0%	10,0%	8,0%	6,0%	5,0%
Nettorendite	0,5%	1,5%	3,0%	4,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
<b>Gewinn (Mio. EUR)</b>	<b>0,6</b>	<b>1,9</b>	<b>4,3</b>	<b>6,3</b>	<b>8,6</b>	<b>9,3</b>	<b>9,9</b>	<b>10,4</b>
Gewinnwachstum		237%	120%	46,7%	37,5%	8,0%	6,0%	5,0%

**Fairer Wert 4,50 Euro je Aktie**

Nach dem Ende des Detailprognosezeitraums rechnen wir weiterhin mit einer „ewigen“ Ertragswachstumsrate von lediglich 2,0 Prozent. Aus dieser Kalkulation

resultiert bei einem Diskontierungszins von 12,6 Prozent (Umlaufrendite 3,6 Prozent, Marktrisikoprämie 5,3 Prozent, Beta 1,7) ein Unternehmenswert von 72,1 Mio. Euro, respektive 4,50 Euro je Aktie. Die Aufwärtsrevision gegenüber unserem letzten Kursziel (4,12 Euro) resultiert weniger aus den eher geringfügigen Anpassungen des Prognosemodells als vielmehr aus der in der Zwischenzeit drastisch gesunkenen Umlaufrendite (Mitte September noch 4,3 Prozent). Da die Aktie trotz der Unterbewertung seitdem im Zuge des schwachen Gesamtmarktes deutlich gefallen ist, konstatieren wir nun ein Kurspotenzial von 200 Prozent. Darin ist auf Basis der bestehenden Rechtslage nun eine Teilstillegung des Deutschlandgeschäfts explizit berücksichtigt (nicht allerdings eventuelle Einmaleffekte bspw. aus der Neubewertung latenter Steuern). Sollte hingegen der Glücksspielstaatsvertrag gekippt werden, was wir wegen der Intervention der EU-Kommission für mittelfristig nicht unwahrscheinlich erachten, ergäbe sich für JAXX ein deutliches höheres Geschäftspotenzial in Deutschland mit entsprechend positiven Konsequenzen für den Unternehmenswert.

## Fazit

### *Unverändertes Urteil: „Spekulativ kaufen“*

Bei der Transformation zu einem internationalen Glücksspielkonzern befindet sich JAXX auf einem guten Weg. In den ersten neun Monaten des laufenden Geschäftsjahres konnten vor allem die dynamische Entwicklung des Sportwetengeschäfts und das dreistellige Wachstum in Spanien überzeugen. Im nächsten Jahr erwarten wir hier weitere positive Impulse, die die aus dem Glücksspielstaatsvertrag resultierenden Einbußen auf dem deutschen Markt deutlich überkompensieren dürften. In Summe sehen wir daher gute Chancen, dass der Konzern nach dem möglichen Turnaround im laufenden Jahr die Rendite im operativen Geschäft weiter ausbauen kann. Als Resultat daraus signalisiert unser Bewertungsmodell einen fairen Wert von 4,50 Euro je Aktie, gleichbedeutend mit einem enormen Kurspotenzial von 200 Prozent. Vor diesem Hintergrund bekräftigen wir unser Kaufurteil, die rechtliche Unsicherheit und der noch ausstehende Break-even bedingen jedoch weiterhin einen spekulativen Charakter.

## 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 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:

Datum der Veröffentlichung	Kurs bei Veröffentlichung	Anlageurteil
15.09.2008	2,30 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 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 Studienerstellung 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.