

## JAXX AG

### Zusammenfassung

- **Belastungen im ersten Halbjahr:** Im zweiten Quartal 2009 ist das Pferdewettengeschäft marktbedingt unter den Erwartungen geblieben. Das Segment Sportwetten präsentierte sich hingegen erneut wachstumsstark, allerdings führten zahlreiche Favoritensiege zum Saisonende zu einem Margeneinbruch. Trotz eines leichten Erlöszuwachses auf Konzernebene von 2,3 Prozent auf 59,5 Mio. Euro musste JAXX daher einen Fehlbetrag von 2,7 Mio. Euro für die ersten sechs Monate hinnehmen.
- **Besserung in Sicht:** Die Resultate für das zweite Halbjahr sollten jedoch deutlich besser ausfallen. Einerseits findet dann wieder die sehr umsatzstarke spanische Weihnachtslotterie statt, andererseits gewinnen in der ersten Saisonhälfte im Fußball wieder höhere Margen. Darüber hinaus hat das Unternehmen ein umfangreiches Kostensparprogramm aufgelegt.
- **Weitere Internationalisierung:** Zusätzliche Impulse verspricht sich das Management von der Fortsetzung der Expansion in Europa, hier stehen nun u.a. Frankreich und Italien auf der Agenda.
- **Nach kleiner Rally weitere 73 Prozent Potenzial:** Trotz eines Kursanstiegs um 40 Prozent sowie einer Absenkung unserer Schätzungen sehen wir den fairen Wert bei 2,62 Euro und damit erheblich über der aktuellen Notierung.

Geschäftsjahr (bis 31.12.)	2007	2008	2009e	2010e		
Umsatz (Mio. Euro)	73,9	123,5	130,0	143,0	CAGR Umsatz 07-10 (e)	24,6%
Umsatzwachstum	45,0%	67,2%	5,3%	10,0%	CAGR EBIT 07-10 (e)	n.a.
EBIT (Mio. Euro)	-4,9	-10,4	-2,0	1,3	CAGR EpS 07-10 (e)	n.a.
EBIT-Marge	-6,6%	-8,4%	-1,5%	0,9%		
EpS	-0,36	-1,05	-0,14	0,03	Enterprise Value (Mio. Euro)	28,2
Dividende je Aktie	-	-	-	-	Buchwert (Mio. Euro)	18,6
KUV	0,33	0,20	0,19	0,17	EV / Umsatz 09 (e)	0,2
KGV	-	-	-	43,2	EV / EBIT 09 (e)	-
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	Kurs / Buchwert	1,3

## Spekulativ kaufen (unverändert)

**Kursziel** **2,62 Euro**  
Aktueller Kurs 1,51 Euro (Xetra)



Kurshistorie (Xetra)	1 M	3 M	12 M
Hoch (Euro)	1,74	1,81	2,60
Tief (Euro)	1,44	1,42	0,98
Performance	12,68%	-14,89%	-29,82%
Ø-Umsatz (Euro/Tag)	31.958	65.677	53.516

### Stammdaten

ISIN / WKN	DE000A0JRU67 / A0JRU6
Branche	Glücksspiel
Sitz der Gesellschaft	Altenholz
Internet	www.jaxx.de
Ausstehende Aktien	16,03 Mio. Stück
Datum der Erstnotiz	September 1999
Marktsegment	Prime Standard
Marktkapitalisierung	24,2 Mio. Euro
Free Float	100 %
Rechnungslegung	IFRS

## Jüngste Geschäftsentwicklung

### *Leichtes Umsatzwachstum im ersten Halbjahr*

Die Resultate des Glücksspielkonzerns JAXX sind im ersten Halbjahr 2009 unter unseren Erwartungen geblieben. Schwach präsentierte sich vor allem das Pferdewettengeschäft, dessen Umsatz sich binnen Jahresfrist von 14,0 auf 8,5 Mio. Euro reduzierte. Neben einem Sondereffekt aus der Umstellung des Geschäftsmodells – mittlerweile wird ein großer Teil der Wetten nicht mehr im eigenen Buch gehalten, sondern bei nur geringfügig niedrigeren Margen vermittelt – war dafür auch ein insbesondere im zweiten Quartal rückläufiger Markt verantwortlich. Dass auf der Konzernebene trotzdem ein Umsatzwachstum von 2,4 Prozent auf 59,5 Mio. Euro erwirtschaftet werden konnte, lag zum einen an der gelungenen Stabilisierung des Lotteriesparte (Umsatz 11,0 Mio. Euro, -3,3 Prozent). Trotz eines Rückzugs aus dem ehemaligen Kernbereich in Deutschland, der Onlinevermittlung an die Staatslotterie, als Konsequenz aus dem neuen Glücksspielstaatsvertrag, sorgten das erfolgreiche Spaniengeschäft und neue Angebote (u.a. zur paneuropäischen Lotterie Euromillions) für Kompensation.

### *Schwache Marge im Sportwettengeschäft*

Zum anderen präsentierte sich das Sportwettengeschäft unverändert wachstumsstark und konnte im ersten Halbjahr um 22,4 Prozent auf 40,0 Mio. Euro zulegen. Allerdings sorgte gerade die zuletzt so erfolgreiche Sparte für einen großen Wermutstropfen in der Sechs-Monats-Bilanz. Denn aufgrund von außerordentlich vielen Favoritensiegen in der Schlussphase der Fußballsaison, die die gesamte Branche belastet haben, ist die Differenz zwischen den Wetteinsätzen und den ausgeschütteten Gewinnen im zweiten Quartal eingebrochen. Dieser sogenannte „Hold“ reduzierte sich zwischen April und Juni im Vorjahresvergleich um 55,5 Prozent auf 1,3 Mio. Euro bzw. 6,8 Prozent vom Umsatz, nachdem in den ersten drei Monaten noch 26,2 Prozent der Einnahmen beim Unternehmen verblieben sind.

### *Überraschend hoher Verlust*

Infolgedessen drehte das Segment-EBITDA mit -0,4 Mio. Euro (1. Halbjahr 2008: 0,02 Mio. Euro) in den negativen Bereich. Das Lottogeschäft erzielte hingegen trotz der Reduktion des margenstarken Deutschlandgeschäfts mit 2,6 Mio. Euro (Vorjahr 5,0 Mio. Euro) ein passables Ergebnis. In Verbindung mit einem ausgeglichenen Resultat aus Pferdewetten und einem Defizit von 1,2 Mio. Euro aus sonstigen Konzernaktivitäten ergab sich für Januar bis Juni ein Gruppen-EBITDA von 1,0 Mio. Euro, ein Rückgang von 73,6 Prozent binnen Jahresfrist. Infolgedessen sind sowohl das EBIT (-2,6 Mio. Euro) als auch der Jahresüberschuss (-2,7 Mio. Euro) deutlich negativ ausgefallen. Die folgende Tabelle zeigt einen Überblick zu den wichtigsten Unternehmenskennzahlen.

Geschäftszahlen	1. HJ 2008	1. HJ 2009	Änderung
Nettoumsatz	58,1	59,5	+2,3%
- Sportwetten	32,7	40,0	+22,4%
- Pferdewetten	14,0	8,5	-39,7%
- Lotto	11,3	11,0	-3,3%
EBITDA	3,92	1,04	-73,6%
EBIT	-0,54	-2,61	-
Ergebnis	-0,79	-2,71	-

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

## Ausblick

### Positive Impulse im zweiten Halbjahr

Das zweite Halbjahr sollte allerdings wesentlich bessere Ergebnisse bringen. Zum einen findet dann wieder die spanische Weihnachtslotterie statt, die mit einer Ausschüttung von mehr als 2 Mrd. Euro regelmäßig für eine Umsatzspitze bei dem dortigen Ableger sorgt. Darüber hinaus hat der Ligabetrieb in Europa wieder angefangen, der gerade in der ersten Saisonhälfte in der Regel mehr Raum für Überraschungen bietet als im Finale – günstig für das Sportwettengeschäft. Zusätzliche Impulse verspricht die fortgesetzte Expansion in Europa, hier stehen nun beispielsweise Frankreich, Italien, Irland und Belgien auf der Agenda. Das Management will dabei aber nach Möglichkeit auf den kostspieligen Aufbau eigener Organisationen zumindest im Anfangsstadium verzichten und setzt stattdessen auf Partnerprogramme und Suchmaschinenmarketing zur grenzüberschreitenden Kundengewinnung.

### Konjunkturelle Unsicherheit

Einen Unsicherheitsfaktor für die weitere Entwicklung stellen allerdings weiterhin die gesamtwirtschaftlichen Rahmenbedingungen dar. Bleibt eine schnelle Erholung der europäischen Volkswirtschaften aus, könnte dies auch im Wett- und Lottobereich zu einer größeren Zurückhaltung führen – ein Effekt, der nach Gesellschaftsangaben schon jetzt in Spanien und Großbritannien zu beobachten ist, die besonders stark von der Krise betroffen sind. Aus Vorsichtsüberlegungen und als Reaktion auf das erste Halbjahr hat das Unternehmen daher ein Kosteneinsparungsprogramm aufgelegt, in dessen Rahmen u.a. Doppelstrukturen beseitigt werden sollen, die aus dem Akquisitionsprozess der letzten Jahre übrig geblieben sind. Der Gesamteffekt des Maßnahmenpakets wird auf einen siebenstelligen Betrag taxiert.

### Aktualisierung unserer Schätzungen

Nichtsdestotrotz müssen wir unsere Schätzungen für das Gesamtjahr nach den jüngsten Resultaten zurücknehmen und erwarten nun bei einem Umsatzwachstum von 5,3 Prozent auf 130 Mio. Euro einen Verlust in Höhe von 2,3 Mio. Euro. Der von uns zunächst für 2009 prognostizierte Break-even verschiebt sich somit wegen des im zweiten Quartal hinsichtlich der Margen enttäuschenden

Sportwettengeschäfts, der geringer als erwartet ausgefallenen Einnahmen aus Pferdewetten und einer von uns unterstellten tendenziellen Zurückhaltung der Konsumenten in der zweiten Jahreshälfte um zwölf Monate auf die Finanzperiode 2010. Auch die anschließende Margenverbesserung taxieren wir nun etwas vorsichtiger, während wir die unterstellten konservativen Erlöswachstumsraten unverändert lassen. Die folgende Tabelle zeigt das aus diesen Änderungen resultierende Schätzmodell für die weitere Geschäftsentwicklung des Unternehmens in den nächsten acht Jahren:

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Erlöse (Mio. Euro)	130,0	143,0	157,3	173,0	186,9	198,1	208,0	218,4
Erlöswachstum		10,0%	10,0%	10,0%	8,0%	6,0%	5,0%	5,0%
Nettorendite	-1,8%	0,4%	1,0%	2,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Gewinn (Mio. Euro)	-2,30	0,56	1,57	3,46	5,61	5,94	6,24	6,55
Gewinnwachstum		-	181%	120%	62,0%	6,0%	5,0%	5,0%

### *Fairer Wert 2,62 Euro je Aktie*

Aus unserem aktualisierten Bewertungsmodell ergibt sich bei einem Eigenkapitalkostensatz von 12,2 Prozent (risikoloser Zins 3,2 Prozent, Risikoprämie 5,3 Prozent, Beta 1,7) und einem ewigen Wachstum von 2,0 Prozent nun ein fairer Ertragswert von 42,0 Mio. Euro oder 2,62 Euro je Aktie. Trotz einer Reduktion des Kursziels sehen wir damit ein weiteres Potenzial von 73 Prozent.

### **Fazit**

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

Ein schwaches Pferdewettengeschäft und ausgeprägte Favoritensiege im Bereich der Sportwetten haben JAXX in den ersten sechs Monaten 2009 belastet. Für das zweite Halbjahr ist hier eine Normalisierung der Lage zu erwarten, was zusammen mit deutlich höheren Einnahmen aus Spanien (Stichwort Weihnachtslotterie) zu einem spürbar besseren Ergebnis führen dürfte. Nichtsdestotrotz haben wir unsere Schätzungen zum Gesamtjahr und zur weiteren Margenentwicklung abgesenkt und sehen nun ein Kursziel von 2,62 Euro. Obwohl die Aktie seit unserem letzten Update im April rund 40 Prozent zulegen konnte, besteht damit ein weiteres Kurspotenzial von 73 Prozent, wenn der eingeschlagene Weg hin zu einer verbesserten Profitabilität umgesetzt werden kann. Wir bestätigen unsere Einstufung als spekulativer Kauf.

## Über Performaxx

Die Performaxx Research GmbH betreibt unabhängige Wertpapier- und Finanzmarktanalyse. Unsere Leistungen umfassen das gesamte Spektrum unternehmens- und kapitalmarktbezogener Analyseprodukte, von maßgeschneiderten Research-Projekten für institutionelle Kunden bis zur regelmäßigen Coverage börsennotierter Unternehmen.

Wir betreuen ausschließlich professionelle Marktteilnehmer. Durch die projektbezogene Arbeit gehen wir konkret auf die individuelle Themenstellung des Kunden ein und garantieren eine schnelle, flexible und kostenbewusste Abwicklung.

### Unser Leistungskatalog umfasst:

- Pre-IPO-Research
- IPO-Research
- Follow-up-Research
- Markt-Research

Weiterführende Informationen geben wir Ihnen gerne in einem persönlichen Gespräch.

### Sie erreichen uns unter:

Performaxx Research GmbH  
Innere Wiener Strasse 5b  
81667 München

**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 in den nächsten zwölf Monaten 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>
06.04.2009	1,05 Euro	Spekulativ kaufen
15.09.2008	2,30 Euro	Spekulativ kaufen
20.11.2008	1,49 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 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.