Axxon Wertpapierhandelsbank AG

Wird von einer Belebung des IPO-Marktes profitieren

Executive Summary

IPO Markt wird sich nur langsam erholen und Nischenmarkt bleiben. Vom Platzen der dotcom-Blase zu Beginn des Jahrtausends und den massiven Verlusten insbesondere bei den High-Tech und Internetwerten, die sich vor allem bei weniger erfahrenen Anlegern großer Beliebtheit erfreuten, hat sich der deutsche Aktien- und Neuemissionsmarkt bis dato noch nicht erholen können. Angesichts des hierdurch noch für längere Zeit gestörten Vertrauens in die Börse und speziell in Neuemissionen gehen wir davon aus, dass das IPO-Geschäft bis auf Weiteres ein Nischenmarkt bleibt, der jedoch für qualitativ gute Neuemissionen und ausgewählte Spezialkonstellationen Raum lässt.

Basel II-Diskussion und restriktive Kreditvergaben eröffnen Möglichkeiten. Die aktuelle Diskussion um alternative Finanzierungsformen des in Deutschland traditionell eigenkapitalschwachen und von Bankfinanzierungen abhängigen Mittelstandes zeigt klar das im Markt vorhandene Potential für alternative Finanzierungslösungen über Hybridkapital und/oder natürlich auch klassische Kapitalmarkttransaktionen wie einen Börsengang oder die Begebung von börsengehandelten Unternehmensanleihen bzw. Schuldverschreibungen.

Axxon spricht mittelständische Unternehmen ganzheitlich an. In ihrem Geschäftsfeld Corporate Finance setzt die Axxon Wertpapierhandelsbank AG klar auf die mittelständische und inhabergeführte Kundschaft und bietet diesen die komplette Dienstleistungspalette über IPO oder Listing sowie die Begleitung von Sekundärplatzierungen und weitere Kapitalmaßnahmen an. Neben diesen klassischen Corporate Finance Dienstleistungen, die Axxon zum Teil auch in Kooperation mit externen Spezialisten den Kunden „aus einer Hand" anbietet, setzt man mit dem neuen Geschäftsfeld Mittelstandsberatung ebenfalls auf diesen Trend, jedoch reicht der hier verfolgte strategische Ansatz deutlich weiter.

Kommissionsgeschäft für private und institutionelle Kunden. In diesem zweiten wichtigen Standbein spricht Axxon an Nebenwerten – also Aktien außerhalb des H-DAX – interessierte private wie auch kleinere institutionelle Kunden an. Derzeit erfolgt die Abwicklung in Zusammenarbeit mit Cortal Consors, mit denen eine Provisionsteilung vorgenommen wird. Bei Erreichen der zur Beantragung einer Vollbanklizenz erforderlichen Mindestkapitalausstattung von 5 Mio. Euro will Axxon selbst eine solche beantragen und künftig im Einlagen- und Depotgeschäft sowie in moderatem Umfang im Lombardgeschäft aktiv werden. Kreditaktivitäten sind aufgrund der damit verbundenen Risiken hingegen nicht vorgesehen, auch nicht in Verbindung mit dem Corporate Finance Geschäft.

Axxon-Aktie als „Optionsschein mit Netz" auf die Belebung des IPO-Marktes. Als Untergrenze für den „fairen Wert" des Papiers ist daher aus unserer Sicht der Buchwert von rund 1 Euro je Aktie heranzuziehen; zusätzlich halten wir in Anbetracht des erfahrenen Management eine Prämie mit Blick auf die aus einer Belebung des Emissionsgeschäfts resultierenden Chancen für gerechtfertigt. Ob der zugestandene Aufschlag eher bei 20 oder bei 50 Cent liegt – was einer Firmenbewertung von 4,2 bis 5,2 Mio. Euro und damit einem Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV) von 1,2 bis 1,5 entspräche – sollten Anleger von ihrer persönlichen Einschätzung des Emissionsmarktes abhängig machen. Erst wenn die für 2007 und danach anvisierten Gewinne knapp unter dem Millionenbereich konkret in Reichweite kommen, halten wir Kurse um 2 Euro für die Axxon-Aktie aus fundamentaler Sicht für angemessen.

Ausgabekurs
1,20 EUR

ISIN
DE0006301807

Symbol
AXG

Handelsplatz
Frankfurt am Main

Börsensegment
Freiverkehr

Aktienzahl
3.500.000 Stückaktien
zzgl. 500.000 aus Kapitalerhöhung

Marktkapitalisierung
4,8 Mio. EUR *(inkl. Kapitalerhöhung)*

Aktionärsstruktur
>25% Pongs&Zahn AG
25% Jörg WL v. Sachsen-Coburg und Gotha
20% h.d.m. GmbH
10% Fam. Koning
ca. 20% Streubesitz

Herausgeber:
GSC Research GmbH
www.gsc-research.de

Autoren:
Alexander Langhorst
Hans-Herm. Mindermann

Kontakt:
info@gsc-research.de

Inhaltsverzeichnis

Executive Summary 1

Inhaltsverzeichnis 2

1.) Kapitalmarktumfeld

Quo Vadis, IPO-Markt Deutschland? 4

Platzen der dot.com-Blase belastet deutschen IPO noch immer 4

IPO Bilanz in 2004 durchwachsen – Kursentwicklung überzeugt kaum 4

IPO-Markt dürfte ist bis auf Weiteres ein Nischenmarkt bleiben 5

2.) Geschäftsmodell der Axxon Wertpapierhandelsbank

Dienstleistungen in Corporate Finance und Beratung für die Kernzielgruppe mittelständischer Unternehmen 6

Mittelstand angesichts der Basel-II-Diskussion als Hauptzielgruppe 6

Börsengänge ganzheitlich und aus einer Hand 6

IPO „Track Record“ vom Kapitalmarktumfeld der letzten Jahre geprägt 7

Listing als Alternative zum klassischen IPO 8

Sekundärplatzierungen und sonstige Maßnahmen auch im Programm 8

Kommissionsgeschäft für vermögende Privatkunden und Institutionelle 9

Kundenkonten und Depots werden derzeit bei Cortal Consors geführt 9

Eigenhandel nutzt Chancen an den Kapitalmärkten 10

Equity Capital Markets als Bindeglied zum Emissionsgeschäft 10

Geschäftsfeld Mittelstandsberatung als Zukunftsmarkt erkannt 10

Fehlende Präsenz im Markt soll durch Kooperationen erreicht werden 11

Nach Aufbauzeit langfristig attraktives und potenzialstarkes Segment 11

Management verfügt über langjährige Erfahrung am Kapitalmarkt 12

Für wieder anziehendes Emissionsgeschäft gut gerüstet 12

Marktumfeld im Corporate Finance Geschäfts hat sich stark gewandelt 13

VEM Aktienbank AG als derzeit aktivster Wettbewerber 13

VEM profitiert von Auflösung des Kapitalmaßnahmen-Staus 14

Marktumfeld beim Wertpapierhandel stark fragmentiert 14

3.) Finanzen und Bewertung der Axxon-Aktie

Börsenkurs ist von einer Belebung des IPO-Marktes abhängig 15

Zahlenwerk der Jahre 2002 und 2003 von schwierigem Umfeld geprägt 15

Businessplan bis zum Jahre 2008 erwartet Break-Even ab 2005 15

Erreichbarkeit der Ziele stark von IPO-Mandaten abhängig 16

Weiteres Kunden- und Volumenwachstum durch Vollbanklizenz ab 2005 17

Nach Abbau der Verlustvorträge ab 2007 Dividende vorgesehen 17

Derzeitige Aktionärsstruktur und Lock-Up-Übersicht 18

Erreichen gesteckter Ziele zur Begründung höherer Kurse erforderlich 19

Neue Aktien werden zum Preis von 1,20 Euro zur Zeichnung angeboten 19

4.) Fazit

Bewertung anhand von DCF-Modell oder Peer Group wenig zielführend 20

Aufschlag auf Buchwert erscheint als „Optionsprämie“ gerechtfertigt 20

Quellenverzeichnis 21

Kontaktadresse 21

Haftungsausschluss 22

Disclosures 22

1.) Kapitalmarktumfeld

Quo Vadis, IPO-Markt Deutschland?

Ein wesentlicher Tätigkeitsschwerpunkt von Axxon liegt im IPO-Markt. Dieser liegt allerdings seit dem Platzen der Neuer Markt-Blase darnieder. Mittelbar von dieser negativen Entwicklung betroffen ist auch das zweite Geschäftsfeld der Axxon Wertpapierhandelsbank, der Kommissionshandel. Hier belastet vor allem, dass sich die Börsen von den Folgen zahlreicher Unternehmensinsolvenzen sowie externen Schockwirkungen wie dem 11. September 2001 und der nachfolgenden Angst vor weiteren Anschlägen und kriegerischen Auseinandersetzungen noch immer nicht befreien konnten.

Platzen der dot.com-Blase belastet deutschen IPO-Markt noch immer

Als Folge der Übertreibungen seitens Marktteilnehmern und Dienstleistern kam es ab dem Herbst 2000 zu einer immer deutlicheren Zurückhaltung des inländischen Publikums gegenüber Aktien. Indirekt wurden davon auch die institutionellen Anleger betroffen, denn deren überwiegend unbefriedigende Ergebnisse schlugen sich in rückläufigen Mittelzuflüssen oder sogar Abflüssen nieder.

So ging beispielsweise das Fondsvermögen der in Deutschland zum Vertrieb zugelassenen Investmentfonds gemäß Statistik des BVI (Bundesverband Investment und Assetmanagement e.V.) von 423,6 Milliarden Euro in 2000 über 417,4 Milliarden Euro im Jahr 2001 auf nur noch 382 Milliarden Euro in 2002 zurück. In diesem Marktumfeld fand im letzten Jahr erstmals kein einziger Börsengang am deutschen Kapitalmarkt statt. Der Anstieg auf 436,2 Milliarden Euro in 2004 ist vor allem auf gestiegene Zuflüsse in den Segmenten Immobilien- und Geldmarktfonds zurückzuführen.

Seit der Aufhellung des Börsenumfelds ab Frühjahr 2003 wartet alles auf eine erfolgreiche Großemission, die als sogenannter „Eisbrecher“ den Weg für weitere Emittenten freimachen sollte. Diese Erwartungen haben sich jedenfalls bislang in 2004 nicht erfüllt.

IPO-Bilanz in 2004 durchwachsen – Kursentwicklung überzeugt kaum

Zwar gab es im laufenden Jahr wieder mehrere Neuemissionen. Von erfolgreichen IPO’s zu sprechen erscheint aber angesichts der Ergebnisse und der vielen Diskussionen und Pannen bei einem Teil der Börsenaspiranten vermessen. Insbesondere die Postbank, an deren Emission mit einem ursprünglichen Volumen von fast 3 Milliarden Euro im Vorfeld viele Hoffnungen auf einen Durchbruch auf dem deut-schen IPO-Markt geknüpft worden waren, machte negativ von sich reden.

Nur durch eine neue Angebotsstruktur unter Einbeziehung einer Wandelanleihenkonstruktion konnte die Aktie schließlich doch noch erfolgreich am Markt platziert werden. Die im Vorfeld teilweise bizarr anmutende Diskussion über eine angemessene Bewertung der Postbank-Aktie machte überdies ein Absenken der Preisspanne erforderlich, was einen Mittelzufluss von nur 2,6 Milliarden Euro für den abgebenden Großaktionär, die Deutsche Post AG, mit sich brachte.

Doch auch bei anderen IPO-Aspiranten überwogen die Negativ-Schlagzeilen, in mehreren Fällen musste der Börsengang – teilweise in letzter Minute – abgeblasen werden. Soweit es ungeachtet der vorgenannten Sachverhalte dennoch zur Realisierung des Börsenganges kam, geschah dies zumeist unter Absenkung der Preisspannen. Und selbst dann war die Entwicklung des Kurses nicht immer erfreulich. Lediglich Wincor Nixdorf und nach einem verhaltenen Start in den letzten Wochen auch der Postbank gelang es, sich gegenüber dem Emissionspreis positiv zu entwickeln.

Die nachfolgende Tabelle gibt einen Überblick über die bisherigen Neuemissionen im Jahr 2004 und deren Performance nach dem Börsengang.

Firma	Preisspanne *)	Emissionspreis	Kurs aktuell	Performance
MIFA	9,25 €	9,25 €	9,10 €	-1,6%
Wincor-Nixdorf	41,00-50,00 €	41,00 €	53,90 €	+31,5%
Postbank	31,50-36,50 €	28,50 €	31,40 €	+10,2%
Epigenomics	11,90-14,50 €	9,00 €	7,10 €	-21,1%

**) ursprüngliche Preisspanne, bei Postbank und Epigenomics während der Zeichnungsfrist gesenkt*

Quelle: Onvista.de, aktueller Kurs jeweils Xetra-Schluss am 02.11.2004

Keine einzige der letztlich nur 4 durchgeführten Emissionen blieb von unschönen Begleiterscheinungen für die Anleger (= Kursverluste) und/oder Emittenten (= geringerer Emissionserlös und Image-Schäden) verschont. Einen rundum gelungenen Börsenstart verzeichnete im September 2004 lediglich die sino AG – allerdings fand bei deren Börsengang keine Platzierung neuer Aktien statt. Auf reibungslose „echte" IPO's wartet der Markt damit weiter vergebens.

Diese Entwicklung auf dem deutschen Markt ist durchaus als Ausnahmeerscheinung zu bezeichnen, da die IPO-Konjunktur in den USA im ersten Halbjahr 2004 bereits wieder auf Hochtouren lief und auch auf dem britischen Markt eine ganze Reihe von Transaktionen erfolgreich abgeschlossen werden konnten. Selbst der polnische IPO-Markt liegt bereits mit sechs erfolgreichen Platzierungen in 2004 vor Deutschland.

IPO-Markt dürfte ist bis auf Weiteres ein Nischenmarkt bleiben

Als Erklärung für die aktuelle Marktentwicklung in Deutschland verweisen wir auf die negativen Nachwirkungen des Platzens der Blase bei Internet- und High-Tech-Aktien, die sich Ende der neunziger Jahre bei einer Vielzahl der bis dahin vergleichsweise börsenunerfahrenen deutschen Anlegern großer Beliebtheit erfreuten und diesen in der Folge massive Verluste beschert haben.

Angesichts des hierdurch noch für längere Zeit gestörten Vertrauens in die Börse und vor allem in Neuemissionen gehen wir davon aus, dass das IPO-Geschäft bis auf Weiteres ein Nischenmarkt bleibt, der durchaus für qualitativ gute Neuemissionen und ausgewählte Spezialkonstellationen Raum lässt. Für das Marktumfeld und die Emittenten, von denen sich derzeit eine ganze Reihe in der „Warteschleife" befinden, ergeben sich aus unserer Einschätzung die folgenden Konsequenzen:

Emittenten müssen

1. die inländischen Anleger überzeugen
2. Vertrauen systematisch aufbauen
3. durch offene und zielgerichtete Kommunikation überzeugen
4. faire Konditionen anbieten

Durch Einbindung erfahrener und qualifizierter Dienstleister rund um den Börsengang und bei Berücksichtigung dieser Faktoren sollte es insbesondere kleineren und mittleren Unternehmen gelingen, den Weg an die Börse erfolgreich zu meistern und den deutschen Kurszettel um weitere Anlagemöglichkeiten zu bereichern.

2.) Geschäftsmodell der Axxon Wertpapierhandelsbank

Dienstleistungen in Corporate Finance und Beratung für die Kernzielgruppe mittelständischer Unternehmen

Die in Frankfurt am Main ansässige Axxon Wertpapierhandelsbank AG ist, wie es auch der Namenszusatz besagt, eine Wertpapierhandelsbank im Sinne des Kreditwesengesetzes. Seit Erteilung der Teilbanklizenz am 30. August 1999 verfügt Axxon über die Erlaubnis zum Betrieb des Finanzkommissionsgeschäftes und des Emissionsgeschäftes.

Im Bereich der Finanzdienstleistungen erstreckt sich die Genehmigung auf die Anlagevermittlung, die Abschlussvermittlung, die Finanzportfolioverwaltung sowie der Eigenhandel. Auf der operativen Seite ist Axxon in den drei Geschäftsfeldern Corporate Finance, Wertpapierhandel sowie der aktuell noch im Aufbau befindlichen Mittelstandsberatung tätig.

Mittelstand angesichts der Basel-II-Diskussion als Hauptzielgruppe

Im Geschäftsbereich Corporate Finance konzentriert sich Axxon auf drei Segmente – namentlich Initial Public Offerings (kurz: IPOs), Secondary Offerings und Listings – die im Folgenden näher dargestellt werden sollen. Kundenzielgruppe bei den Corporate Finance Dienstleistungen sind schwerpunktmäßig mittelständische und dort zumeist inhabergeführte Gesellschaften mit einem Umsatzvolumen in den Regionen von 10 bis 100 Mio. EUR.

Diese Zielgruppe ist besonders vor dem Hintergrund der aktuell auch in den Medien verstärkt stattfindenden Berichterstattung über die Änderungen der Kreditvergabepraxis der deutschen Kreditinstitute vor dem Hintergrund der ab 2006 in Kraft tretenden Basel-II-Vorschriften für Banken und Sparkassen verstärkt auf der Suche nach zusätzlichem Eigenkapital.

Wie wichtig eine bessere Eigenkapitalausstattung des deutschen Mittelstandes für die weitere Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen ist, zeigt nicht zuletzt die in den letzten Monaten erfolgte Berichterstattung in der Fachpresse. Eine grobe Vorstellung der Auswirkungen einer besseren Eigenmittelausstattung liefert eine jüngst aus Finanzkreisen verlautbarte Aussage, dass für jeden zusätzlichen Euro Eigenkapital bis zu 4 Euro an Fremdmitteln zur Verfügung gestellt werden können *(siehe Handelsblatt vom 25.08.2004).*

Börsengänge ganzheitlich und aus einer Hand

Axxon begleitet in der adressierten Kundenzielgruppe bereits Transaktionen ab einem Emissionsvolumen im einstelligen Millionen-Bereich – ein Bereich, der für die meisten Banken als nicht lohnend angesehen wird und daher eine attraktive Nische bietet. Neben Börsengängen bisher noch nicht notierter Gesellschaften sind auch Kapitalmaßnahmen bei bereits an den Kapitalmärkten notierter Unternehmen in der genannten Größe und Struktur für Axxon von Interesse.

Bei den IPOs betreut die Axxon Wertpapierhandelsbank die Emittenten sowohl während der Vorbereitungsphase wie auch bei der eigentlichen Börseneinführung. Im Regelfall beginnt die Betreuung des Börsenkandidaten bereits mehrere Monate vor dem IPO-Termin und setzt sich noch über die Notierungsaufnahme hinaus fort.

Im Nachgang der Börsennotierung bzw. für bereits notierte Unternehmen bietet Axxon auch eine so genannte laufende „Kapitalmarktbetreuung“ an. Hierbei handelt es sich um Beratungsmandate, in deren Rahmen Axxon den betreuten Un-

ternehmen als Gesprächspartner bei möglichen Kapitalmaßnahmen etc. zur Seite steht bzw. diese initiiert. Teilweise gibt es bei der Kapitalmarktbetreuung auch Überschneidungen mit dem Bereich Mittelstandsberatung.

Neben den hausinternen Kernkompetenzen arbeitet Axxon zur Ergänzung und Abrundung des eigenen Leistungsportfolios mit externen Kooperationspartnern aus den Bereichen Finanzkommunikation, Investor Relations, Research, Anwaltskanzleien, Wirtschaftsprüfungsgesellschaften usw. zusammen, um dem Kunden das gesamte Dienstleistungsspektrum aus einer Hand bieten zu können.

IPO-Track-Record vom Kapitalmarktumfeld der letzten Jahre geprägt

Zur Beurteilung des Track Record von Axxon im IPO-Bereich ist angesichts des sehr schwierigen Kapitalmarktumfeldes im Jahre 2003, in dem keine klassische Erstemission von Aktien stattfand, ein Blick in die Vorjahre aufschlussreich. Nach der erfolgreichen Begleitung des IPO der CDV Software Entertainment AG als Joint-Lead-Manager und Bookrunner im April 2000 arbeitete das Axxon-Team in den Jahren 2000 und 2001 an weiteren IPO's, die jedoch angesichts des immer schlechteren Kapitalmarktumfeldes schlussendlich nicht durchgeführt wurden.

Von den insgesamt sieben IPO`s des Jahres 2002 erfolgten drei unter Mitwirkung der Axxon Wertpapierhandelsbank. Als Lead-Manager begleitete Axxon die Regenbogen AG aus Kiel bei ihrem Gang in den Freiverkehr der Frankfurter Wertpapierbörse. Der Aktienkurs hat sich gegenüber dem Ausgabepreis von 5,90 bzw. 5,40 Euro (Frühzeichner) entgegen dem Gesamtmarkt solide entwickelt und bewegte sich zuletzt zwischen 6 und 7 Euro.

Bei der UNIPROF Real Estate Holding AG, Stuttgart, fungierte Axxon als Lead-Manager und Bookrunner. Co-Manager waren die beiden das Unternehmen auch auf der Kreditseite begleitenden Bankhäuser Bauer AG und Ellwanger & Geiger AG, ebenfalls beide aus Stuttgart. Die Emission der UNIPROF Real Estate Holding AG hatte ein Volumen von rund 4 Mio. Euro. Durch erst nach dem IPO offenbar gewordene Fehleinschätzungen der Verwaltung ist die Gesellschaft trotz umfangreicher Financial- und Legal-Due-Dilligence-Prüfungen, an der renommierte Kanzleien bzw. Wirtschaftsprüfer beteiligt waren, inzwischen insolvent.

Beim dritten Unternehmen handelt es sich um die VCH Best-of-VC GmbH & Co. KGaA, Bayreuth, die im Juni 2002 am Geregelten Markt notiert wurde. Auch hier fungierte Axxon als Lead-Manager und Bookrunner für ein Emissionsvolumen von 6 Mio. Euro. Ausgehend von einem Ausgabepreis bei 1,10 Euro konnte sich die VCH-Aktie dem insbesondere für Venture-Capital-Firmen sehr schwachen Marktumfeld nicht entziehen. Derzeit notiert die Aktie ca. 50 Prozent unter dem Emissionskurs und damit deutlich unter dem Ausgabepreis sowie dem für die Bewertung von VC-Firmen wichtigen „inneren Wert" (NAV) von 0,91 Euro.

Listing als Alternative zum klassischen IPO

Hingegen entwickelte sich die letzte Börseneinführung von Axxon ausgesprochen erfreulich: Im vergangenen Dezember wurden die Aktien der PONACHEM AG den Aktionären der Muttergesellschaft Pongs & Zahn AG im Wege eines Spin-Offs zum Bezug angeboten und hernach das Listing im Freiverkehr vorgenommen. Axxon führte hier die komplette Abwicklung des Bezugsgeschäfts und des Börsenlistings durch. Nach der Ausgabe zu 1,25 Euro stieg die PONACHEM-Aktie kontinuierlich und erreichte im Frühjahr 2004 ein Hoch von 2,10 Euro. Auch aktuell bewegt sich der Kurs mit rund 1,70 EUR deutlich über dem Emissionspreis.

Die Einbeziehung der PONACHEM AG in den Freiverkehr der Frankfurter Börse stellt ein gutes Beispiel für das zweite Teilgeschäftsfeld im Bereich der Corporate Finance Aktivitäten dar. Neben „reinen" IPO's begleitet Axxon Unternehmen, die

eine Börsennotierung ohne Platzierung neuer Aktien als reines Listing anstreben bzw. bereits an der Börse befindliche Unternehmen, welche einen Wechsel des bisherigen Börsensegmentes anstreben.

Axxon bietet den Emittenten hierzu Beratungsleistungen sowie die entsprechende Abwicklung des Börsenzulassungsverfahrens an. Zum Beratungsspektrum für die Emittenten gehört dabei neben der Hilfestellung zur Auswahl des geeigneten Börsensegmentes auch die Information über die spezifischen Folgepflichten für das Unternehmen. Insbesondere im nach wie vor schwierigen Umfeld für klassische Börsengänge mit der Ausgabe neuer Aktien stellt das Listing für die mittelständische Kundenzielgruppe der Axxon eine interessante Alternative dar.

Für das Geschäftsmodell der Axxon ist dies ein interessantes Umfeld. Wenngleich sich nach wie vor noch kein Anziehen der Nachfrage nach großen Emissionen am Markt abzeichnet, gibt es durchaus Raum für kleine oder mittelgroße Neuemissionen, sofern diese qualitativ den Anforderungen der Anleger entsprechen. Damit liegt eine klassische Marktnische vor, in der Axxon sich ideal positioniert hat.

Sekundärplatzierungen und sonstige Maßnahmen auch im Programm

Auch wenn sie in der öffentlichen Wahrnehmung zumeist weniger stark wahrgenommen werden wie ein Börsendebüt, entfällt der größere Teil von Corporate Finance Transaktionen an den Märkten rein zahlenmäßig nicht auf IPO's, sondern auf andere Kapitalmaßnahmen.

Bei Kapitalmaßnahmen mit Bezugsrechten übernimmt die Axxon Wertpapierhandelsbank AG die neu ausgegebenen Wertpapiere nach Ablauf der Bezugsfrist und sorgt im Auftrag des Emittenten für die wertpapiertechnische Abwicklung. Bei Platzierungsmaßnahmen wie Secondary Offerings übernimmt Axxon die Zusammenstellung des Konsortiums bzw. der Selling Group und nach Transaktionsabschluss die wertpapiertechnische Abwicklung. In beiden Konstellationen übernimmt man für den Emittenten die Durchführung des Börsenzulassungsverfahrens und die Koordination aller damit im Zusammenhang stehenden Maßnahmen.

Nennenswerte Transaktionen aus der jüngeren Zeit sind die Ausgabe- und Zulassung von Inhaber-Teilschuldverschreibungen der PONACHEM AG im Volumen von 4 Mio. Euro im September 2004 und das Listing einer 10-Millionen-Inhaber-Teilschuldverschreibung der Pongs & Zahn AG im Frühjahr 2004. Weitere Transaktionen waren die Begleitung von drei Kapitalerhöhungen einschließlich Zulassungsverfahren der PONAXIS AG in den vergangenen Jahren.

Darüber hinaus begleitete Axxon die CDV Software Entertainment AG im Zusammenhang mit der Ausgabe von Aktien aus bedingtem Kapital zur Sicherung von Wandelgenussrechten und beriet in den vergangenen Monaten zwei Emittenten in allgemeinen Kapitalmarktangelegenheiten.

Einen eventuell erforderlichen Unternehmensbericht oder Börsenzulassungsprospekt fertigt Axxon in enger Zusammenarbeit mit dem Unternehmen und dessen Wirtschaftsprüfungsgesellschaft an. Nach Vorliegen des Zulassungsbeschlusses durch die zuständigen Stellen der betroffenen Wertpapierbörse(n) wird die erhöhte Aktienanzahl des Unternehmens zum Börsenhandel zugelassen.

Weitere angebotene Dienstleistungen des Geschäftsbereiches Corporate Finance sind die Herbeiführung der Girosammelverwahrfähigkeit für die verschiedenen Gattungen von Wertpapieren, deren Lieferung in die Depots der Inhaber sowie die Vornahme des Wertpapierumtausches bei Umtausch- oder Abfindungsangeboten.

Kommissionsgeschäft für vermögende Privatkunden und Institutionelle

Das zweite klassische Geschäftsfeld von Axxon ist der Bereich Wertpapierhandel mit Aktivitäten in den Bereichen Kommissionsgeschäft, Eigenhandel sowie Equity Capital Markets als Bindeglied und Schnittstelle zum zuvor näher vorgestellten Emissionsgeschäft.

Hauptkundengruppen des Kommissionsgeschäfts sind vor allem trading-orientierte vermögende Privatkunden sowie kleinere institutionelle Anleger. Der Fokus von Axxon liegt hier bei Nebenwerten, also Unternehmen unterhalb des H-DAX, welche sich an der Börse durch eine vergleichsweise geringe Liquidität auszeichnen. Die Entgegennahme der Orderaufträge erfolgt grundsätzlich telefonisch. Bei der Ausführung wird unter Berücksichtigung der Liquidität an den jeweiligen Marktplätzen auf die „Best Place Execution" geachtet. Neben direktem Kontakt zu allen deutschen Börsenplätzen bietet Axxon auch Handelsmöglichkeiten an einer ganzen Reihe ausländischer Börsenplätze.

Je nach Marktlage und Kundeninteresse kann sowohl direkt mit dem jeweiligen Skontroführer gehandelt oder aber ein Makler eingeschaltet werden. Bei den neben den Wertpapieren handelbaren Derivaten und sonstigen Kapitalmarktprodukten wird den Kunden auch der direkte Handel mit dem jeweiligen Emittenten angeboten. Neben der Entgegennahme und Abwicklung der Wertpapiergeschäfte bietet Axxon ihren Kunden – sowohl privaten wie auch institutionellen Anlegern – Leistungen im Bereich „Financial Advisory", um die individuell bestehenden Planungen und Strategien gemeinsam umzusetzen.

Derzeit verhandelt Axxon über eine Kooperation mit einem reichweitenstarken Partner. Nähere Details hierzu können angesichts der laufenden Verhandlungen noch nicht genannt werden, ebenso ist noch kein Zeithorizont bis zum Abschluss der Gespräche prognostizierbar. Im Fall eines erfolgreichen Abschlusses erwartet Axxon hieraus künftig eine deutliche Steigerung der Kundenzahl im Trading-Bereich.

Kundenkonten und Depots werden derzeit bei Cortal Consors geführt

Derzeit werden die Konten und Depots der Kunden bei Cortal Consors in Nürnberg geführt. Hintergrund dieser Kooperation ist der Umstand, dass Axxon erst nach Erteilung einer Vollbanklizenz die Entgegennahme von Einlagen sowie das Depotgeschäft für Dritte erlaubt sein wird. Abwicklungsseitig werden derzeit die vom Wertpapierhandel getätigten Geschäfte mittels Telefax zu Consors übermittelt und dort nach Überprüfung seitens der Abwicklungsstelle in den entsprechenden Depots verbucht.

Über die abgewickelten Transaktionen erhalten sowohl der Kunde wie auch Axxon entsprechende Abrechnungen, so dass eine doppelte Kontrolle sichergestellt wird. Um die beschriebene Form der Abwicklung zu ermöglichen, erteilt der Kunde eine auf Axxon lautende Bankvollmacht, welche in einem Geschäftsbesorgungsvertrag zwischen dem Kunden und der Axxon Wertpapierhandelsbank konkretisiert und eingegrenzt wird. Die Provisionen werden dem Kunden automatisch von Consors im Rahmen der Abrechnung belastet, zusätzliche Provisionen fallen nicht an. Im Rahmen der bestehenden Kooperation mit Consors erhält Axxon einen Teil der vereinnahmten Provisionen.

Bei Transaktionen, die im Auftrag eines institutionellen Kunden durchgeführt werden, wird ein Festpreis abgerechnet, der bereits die anfallende Provision und die Courtage enthält. Die Abwicklung der ausgeführten Geschäfte erfolgt je nach technischer Ausstattung des Kunden über die Abwicklungssysteme Puev, Cascade oder Cedcom.

Eigenhandel nutzt Chancen an den Kapitalmärkten

Neben den Transaktionen für Dritte betreibt Axxon auch Eigenhandelsgeschäft, also Transaktionen im eigenen Namen und für eigene Rechnung. Während beim Kommissionsgeschäft die Höhe der vereinnahmten Provisionen über die Profitabilität entscheidend ist, ist es im Eigenhandel die Preisspanne zwischen Kauf- und Verkaufskurs.

Erworben werden Papiere, die nach Einschätzung des Wertpapierhandels kurzfristige Chancen besitzen. Insgesamt betrachtet handelt es sich bei den Eigenhandelsaktivitäten der Axxon Wertpapierhandelsbank AG um ein untergeordnetes Geschäftsfeld, dem nur eine sehr geringe Relevanz zur Beurteilung des Geschäftsmodells zukommt.

Equity Capital Markets als Bindeglied zum Emissionsgeschäft

Das Equity Capital Markets Geschäft nimmt eine wichtige Brückenfunktion zwischen den IPO-Aktivitäten und dem Wertpapierhandelsbereich von Axxon ein. Die bestehenden Kontakte des Wertpapierhandels werden gezielt zur Vereinbarung von One-on-One-Terminen mit Fondsmanagern und anderen potentiellen Investoren genutzt und ermöglichen so die gewünschte Streuung der zu platzierenden Aktien. Ferner kann hierdurch die nach der Emission gewünschte Handelsliquidität der entsprechenden Aktie verbessert werden.

Weitere wichtige Aufgabenfelder des Wertpapierhandels bei Emissionen sind die Entgegennahme der Zeichnungsaufträge in der Bookbuildingphase sowie die Zuteilung der Papiere unter Beachtung der Grundsätze für die Zuteilung von Aktienemissionen an Privatanleger der Börsensachverständigenkommission beim Bundesministerium der Finanzen zu. Nach Aufnahme der Erstnotiz wird der Handel der emittierten Aktie überwacht und bei Bedarf – soweit zulässig – auf eine Stabilisierung des Kurses hingewirkt.

Geschäftsfeld Mittelstandsberatung als Zukunftsmarkt erkannt

Das jüngste Geschäftsfeld des Unternehmens ist die noch im Aufbau befindliche Beratung mittelständischer Unternehmen hinsichtlich des wachsenden Bedarfs an alternativen Finanzierungslösungen.

Der Eigenkapitalbedarf mittelständischer Unternehmen ist als solches offensichtlich und bereits seit vielen Jahren thematisiert, da die durchschnittliche Eigenkapitalausstattung der deutschen Unternehmen traditionell zu gering ist. Durch die seit mehreren Jahren wachsende Kreditzurückhaltung der Banken gegenüber dem Mittelstand sowie künftig auch den Folgen der Anwendung von Basel II erhöht sich der Druck auf die Zielgruppe weiter.

Ab Ende 2006 wird es ein verbindliches formales Rating der Banken geben, das das individuelle Risiko jeder Firma und davon abhängig die Kreditkonditionen bestimmt. Dies macht den Einsatz alternativer Finanzierungslösungen zunehmend attraktiver. Eine gezielte Verstärkung der Eigenkapitalausstattung beispielsweise durch die Emission von Genussscheinen erhöht das zurechenbare wirtschaftliche Eigenkapital. Dies hilft bei der Verbesserung der Rating-Einstufung und sorgt für günstigere Kredite.

Neben der Beratung hinsichtlich der jeweils geeigneten Finanzierungsform und der Suche nach entsprechenden Kapitalgebern sowie der Unterstützung in der Zusammenarbeit mit den bereits bestehenden (Haus-) Bankverbindungen bietet Axxon ihren Kunden eine umfassende Unterstützung bei der Aufbereitung der notwendigen Geschäftsunterlagen für die jeweils angestrebte Finanzierungsform.

Auch wenn die Mittelstandsberatung von Axxon – im Gegensatz zu einer ganzen Reihe anderer Marktteilnehmer – grundsätzlich produktneutral erfolgt, besteht ein Schwerpunkt beim sogenannten Mezzanine Kapital. Hierbei handelt es sich um eine Mischform aus Eigen- und Fremdkapital. Neben stillen Beteiligungen und Private Equity ist ebenfalls die Kapitalbeschaffung über die Ausgabe von Genussscheinen zu nennen, die eine rechtsform-unabhängige und vergleichsweise frei strukturierbare Kapitalbeschaffung ermöglichen.

Fehlende Präsenz im Markt soll durch Kooperationen erreicht werden

Eine Alternative für Unternehmen wäre der direkte Zugang zu den Anlagegeldern, die aber insbesondere schnell an kommunikative Grenzen stößt. „Wie kann ich den Anleger direkt erreichen und wie soll ich meine Firma hier präsentieren?“ – so lauten die Kernfragen für viele Unternehmer, die aber regelmäßig nicht über die notwendigen internen Ressourcen verfügen. Genau diese bisher in der Breite des Marktes noch unzureichend wahrgenommene Aufgabe will Axxon übernehmen. Hierzu muss die bisher in diesem Markt noch nicht positionierte Gesellschaft jedoch ihr Leistungsspektrum potentiellen Kunden vermitteln.

Dazu ist vorgesehen, mit ausgewählten Partnern zusammenzuarbeiten. Rechtsanwälte, Steuerberater und Wirtschaftsprüfer zählen zu den bevorzugten Kontakten, bei denen die Gesellschaft ihr Leistungsprofil hinterlegt. Von diesen Verbindungen verspricht sich Axxon ein hinreichendes Volumen an Vermittlungen von Zielkunden, um künftig nachhaltige Erträge generieren zu können.

Dabei strebt Axxon gleichzeitig eine enge Kooperation mit diesen Partnern im Rahmen der Finanzierungstransaktionen an. Durch die Zusammenarbeit in den entsprechenden Projekt-Teams soll eine kompetente Begleitung des mittelständischen Unternehmens „aus einer Hand“ gewährleistet werden, die auf den jeweiligen Kernkompetenzen der Projektteilnehmer basiert.

Nach Aufbauzeit langfristig attraktives und potenzialstarkes Segment

Das Geschäftsmodell der Mittelstandsberatung baut somit wesentlich auf dem ganz individuellen Finanzierungsbedarf der jeweiligen Kundenunternehmen auf. Hierin unterscheidet sich der von Axxon verfolgte Ansatz zum einen von anderen Marktteilnehmern, die zumeist nur mehr oder weniger standardisierte Bankprodukte vermarkten, oder aber auch den Mitbewerbern, die nur einen Teilbereich der Finanzierungstransaktion wie beispielsweise die Prospekterstellung für Genussscheinemissionen anbieten können.

Aus unserer Sicht ist die Mittelstandsberatung ein attraktives Segment mit hohem Potenzial bei begrenzten Risiken. Allerdings befindet sich Axxon hier erst in der Aufbauphase. Entsprechend gehen wir von einem zweijährigen Aufbauzeitraum aus, in dem nur begrenzte Ergebnisbeiträge zu erwarten sind. Einerseits gilt es, einen hinreichenden Kundenkreis auf der Unternehmensseite aufzubauen, andererseits wird sich der Bestand an interessierten Anlegern erst nach und nach im Zuge belegter Erfolge mit den ersten Maßnahmen vergrößern.

Management verfügt über langjährige Erfahrung am Kapitalmarkt

Axxon verfügt über erfahrene Mitarbeiter, die bereits seit 20 Jahren Börsengänge begleiten und damit den erforderlichen Erfahrungshintergrund vorweisen können. Die beiden Vorstandsmitglieder **Gerhard A. Koning** (55) und **Norbert Wenninger** (47) blicken auf eine Jahrzehnte lange Erfahrung im Bankenbereich und der Unternehmensführung zurück.

Nach Abschluss seines wirtschaftswissenschaftlichen Studiums an der Ruhr-Universität Bochum war Herr Koning in den Jahren 1973 bis 1984 in verschiedenen leitenden Funktionen unter anderem im Kreditgeschäft und als Leiter des Firmenkundenmarketings bei der Westfalenbank AG tätig. Von 1984 bis 1996 war er 12 Jahre lang bei der Commerzbank AG im Bereich Investmentbanking, in dessen Bereichsleitung er zuletzt als Head of Global Corporate Finance für das weltweite Corporate Finance Geschäft zuständig war.

In den Jahren 1996 bis 1998 leitete Herr Koning als Vorstand die Revitalisierung des Bankhauses Gontard & Co., verließ jedoch vor der Fusion dieses Unternehmens mit der Metallbank Ende 1998 das Institut. Im Jahres 1999 gründete er mit weiteren Partnern die K/L/M Equity AG, die heute als Axxon Wertpapierhandelsbank AG firmiert. Im Vorstand verantwortet Herr Koning die Ressorts Corporate Finance, Rechnungswesen, Controlling und Compliance, Wertpapiertechnik, Personal und Innenrevision.

Herr Wenninger war nach seinem Studium der Betriebswirtschaftslehre in den Jahren 1982 bis 1984 im Rentenhandel der Commerzbank tätig, bevor er in den Jahren 1985 bis 1988 als Portfoliomanager zur Allianz wechselte. In 1988 kehrte er zurück zur Commerzbank, wo er Leiter des Aktienhandels und des Bereichs Institutional Sales sowie in den Jahren 1993 bis 1998 als Geschäftsführer der Commerz Securities Ltd. in Tokio tätig war.

Im den folgenden Jahren war Herr Wenninger unter anderem als Mitgründer des Finanzportals more.de (Joint-Venture mit WEB.DE) sowie im Vorstand der Spütz AG und der Kling, Jelko Wertpapierhandelsbank AG aktiv. Seit Oktober 2003 ist er im Vorstand von Axxon für die Bereiche Equity Capital Markets, Wertpapierhandel, Beteiligungen, Mittelstandsberatung sowie Investor Relations und Öffentlichkeitsarbeit zuständig.

Für wieder anziehendes Emissionsgeschäft gut gerüstet

Mit den vorhandenen Kapazitäten des Axxon-Teams können nach unserer Einschätzung mehrere kleine oder mittelgroße Börsengänge im Jahr erfolgreich betreut werden. Weiterhin gehen wir davon aus, dass Axxon zusammen mit seinen Partnern auch über die erforderliche Platzierungskraft für Emissionen im ein- bis niedrigen zweistelligen Millionenbereich verfügt.

Zwar waren naturgemäß nicht alle von der Axxon in der Vergangenheit betreuten IPO's erfolgreich. Aus Anlegersicht vertrauensbildend ist aber, dass Axxon an keiner der in 2004 erfolgten pannenreichen Maßnahmen beteiligt war. Aktuell sehen wir einen Engpass bei der Akquisition von IPO-Kandidaten, die den gebotenen Anforderungen entsprechen, denn gerade qualitativ gute Kandidaten dürften durch die Flops des Jahrgangs 2004 abgeschreckt werden.

Wir erwarten, dass Axxon dank seiner guten strategischen Positionierung bereits vom Beginn einer echten Marktbelebung für IPO's an den Wachstumschancen überproportional partizipieren kann. Eine solche halten wir angesichts des nun schon seit 18 Monaten zumindest weitgehend stabilen Börsenumfeldes und der allmählich wieder anziehenden Konjunktur im Laufe des Jahres 2005 für wahrscheinlich. Vor dem Hintergrund aktuell laufender Verhandlungen mit potenziellen Kandidaten hält es der Vorstand für wahrscheinlich, dass Axxon in den kommenden sechs Monaten zumindest einen Börsengang begleiten wird.

Marktumfeld im Corporate Finance Geschäft hat sich stark gewandelt

Im wichtigsten Geschäftsfeld von Axxon, den Corporate Finance Dienstleistungen für kleine und mittlere Unternehmen, hat sich das Wettbewerbsumfeld in den vergangenen Jahren deutlich verändert. In den Hochzeiten der Neuer-Markt-Euphorie

Ende der 90er Jahre waren eine Reihe von Banken wie **Gontard & Metallbank** ebenso wie zahlreiche Maklergesellschaften in diesem Segment tätig. Genannt seien an dieser Stelle Unternehmen wie **Kling Jelko**, **AHAG**, **Baader** und in Teilbereichen auch **Concord Effekten**, die allesamt selbst börsennotiert sind.

Mit Ausnahme von Concord und Baader sind die genannten Firmen bereits seit längerer Zeit insolvenzbedingt als Wettbewerber weggefallen. Auch Concord und Baader konzentrierten sich in den letzten Jahren auf andere Bereiche: Concord auf Handel und Designated Sponsoring, Baader auf die klassische Skontroführung. Eine Rückkehr dieser Häuser ins Neuemissionsgeschäft halten wir grundsätzlich für möglich, wie zuletzt bei Concord (vgl. Inticom-IPO) zu beobachten. In welchem Umfang diese jedoch erfolgt, bleibt angesichts des geänderten Fokus abzuwarten und ist im Falle von Baader aus unserer Sicht eher unwahrscheinlich.

Weitere denkbare Player im Bereich des Emissionsgeschäftes, die sich aus unserer Sicht bei einer Verbesserung des Marktumfeldes durchaus zu einer Rückkehr in diesen Markt entschließen könnten, sind die zur Berliner Effektengesellschaft gehörende **Consors Capital Bank AG**, die Maklergesellschaften **Wolfgang Steubing** und **Gebhard & Co.** sowie die **equinet AG**, an der die Landesbank Rheinland-Pfalz mit 25,64 Prozent beteiligt ist und die in den vergangenen Monaten verstärkt durch die Begleitung von Kapitalmaßnahmen in Erscheinung trat.

Während des Neuemissionsbooms in den späten neunziger Jahren beteiligten sich zudem eine ganze Reihe größerer Banken wie die **DZ Bank**, die **Commerzbank**, **Sal. Oppenheim**, **HSBC Trinkaus & Burkhardt** usw. an Börsengängen von kleinen und mittleren Unternehmen in den Segmenten Neuer Markt und SMAX. Inzwischen engagieren sich die genannten Institute aber – wenn überhaupt – nur noch bei Emissionen im hohen zwei- oder dreistelligen Millionen-Euro-Bereich und fallen als Mitbewerber im von Axxon adressierten Markt aus.

Auch bei der von uns erwarteten Belebung des Marktumfelds im Corporate Finance Geschäft erscheint das Risiko, das sich aus dem Eintritt neuer Marktteilnehmer ergeben könnte, als vergleichsweise gering. Wenngleich die Markteintrittsbarriere auf den ersten Blick vor allem in der erforderlichen Mindestkapitalausstattung einer Wertpapierhandelsbank in Höhe von 730 TEUR besteht, sind weitere wichtige Faktoren zu berücksichtigen. Entscheidend sind aus unserer Sicht vor allem die entsprechenden Kontakte zu potenziellen Kunden und Auftraggebern.

VEM Aktienbank AG derzeit aktivster Wettbewerber

Nach ihrem Wandel vom früheren Virtuellen Emissionshaus mit Fokus auf die Platzierung von Neuemissionen über das Internet hat sich die heute unter dem Namen **VEM Aktienbank AG** firmierende Gesellschaft stark auf die Betreuung von Kapitalerhöhungen ausgerichtet. Hier hat VEM im vergangenen Jahr eine ganze Reihe von Transaktionen begleitet. Sollte der IPO-Markt wieder anziehen, dürfte VEM aber auch in diesem Geschäft wieder aktiv werden.

Im Gegensatz zur Axxon Wertpapierhandelsbank, die stets eine Rolle als Konsortialführer bzw. Lead Manager bei Börsengängen anstrebte, beschränkte sich VEM in der Anfangszeit meist auf die Tätigkeit als Selling Agent. Insofern standen die beiden Gesellschaften in diesem Bereich zwar im Wettbewerb, waren jedoch strategisch unterschiedlich ausgerichtet. Weitere Unterscheidungen ergeben sich aus dem von VEM nicht angebotenen Wertpapierhandel für Dritte und dem von VEM betriebenen Designated Sponsoring, welches (noch) nicht zum Angebotsspektrum von Axxon zählt.

Künftig will sich VEM auch verstärkt auf das Listing von Firmen an der Börse zu günstigen Konditionen fokussieren. Hierbei erfolgt eine Einbeziehung der Aktien in den Handel über Xetra. Optional erfolgt nach Feststellung eines ersten Kurses auch noch die Durchführung einer Kapitalerhöhung. Dazu werden junge Aktien,

die zuvor von einer Treuhandgesellschaft übernommen wurden, freihändig im Weg einer Xetra-Auktion am Markt platziert.

Bislang hat VEM dieses Procedere erst einmal beim eigenen Börsengang im Juni diesen Jahres durchgeführt. Aus Bankenkreisen war jedoch zu vernehmen, dass die Deutsche Börse AG das Konzept der hier angewandten Notierungsweges kritisch beobachtet. Daher bleibt abzuwarten, inwiefern diese Vorgehensweise in der Zukunft öfter realisiert wird.

VEM profitiert von Auflösung des Kapitalmaßnahmen-Staus

Dank der zahlreichen Transaktionen in den letzten Monaten konnte VEM in den ersten 6 Monaten des laufenden Jahres Erlöse von 2,7 Mio. Euro und ein Netto-Ergebnis von 1,3 Mio. Euro erzielen, nachdem VEM nach deutlichen Verlusten in 2000 und 2001 sowie einer „schwarzen Null“ in 2002 im abgelaufenen Jahr mit 0,3 Mio. Euro erstmals ein deutlich positives Ergebnis erreicht hatte.

Eine lineare Fortschreibung des guten Ergebnisses im ersten Quartal 2004 ist nach Aussagen von VEM selbst nicht möglich; so lagen die Erträge im zweiten Quartal deutlich unter denen der ersten drei Monate. Wie sich die längerfristige Ertragslage bei einer Normalisierung des Marktumfeldes entwickelt, lässt sich aktuell kaum prognostizieren.

Derzeit notiert die VEM-Aktie bei um 5 Euro, was einer Börsenbewertung von rund 13,8 Mio. Euro entspricht. Wir gehen davon aus, dass VEM im Gesamtjahr ein Ergebnis von 1,5 bis 1,8 Mio. Euro erreichen wird, was einem KGV zwischen 7,7 und 9,2 entspräche. Der Buchwert der VEM-Aktie beträgt nach unserer Berechnung aktuell rund 1,80 Euro, woraus sich ein aktuelles Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV) von knapp 2,8 für die VEM-Aktie errechnet.

Marktumfeld beim Wertpapierhandel stark fragmentiert

Gestaltet sich das Wettbewerbsumfeld im Corporate Finance Geschäft noch vergleichsweise übersichtlich, so wird der Wertpapierhandel von einer Vielzahl von Teil- und Vollbanken angeboten. Ein Vergleich der Axxon mit den großen Playern aus dem Groß- und Privatbankenbereich ist aus unserer Sicht angesichts der hohen Spezialisierung der Gesellschaft auf die mit vergleichsweise geringer Liquidität ausgestatteten Nebenwerte weder sinnvoll noch zielführend.

Angesichts des kürzlich erfolgten Listings der Düsseldorfer **sino AG** soll jedoch ein kurzer vergleichender Blick auf dieses Unternehmen geworfen werden. In Abgrenzung zur Axxon ist sino vor allem auf die Zielgruppe der „Heavy-Trader“ fokussiert, die sich durch eine besonders hohe Handelsaktivität auszeichnen. Weiteres Wachstumspotential versprechen sich die Düsseldorfer, wie anlässlich des Börsenganges publiziert, von einer Verstärkung des Angebots bei den außerbörslichen Handelsmöglichkeiten mit Aktien und Optionsscheinen.

sino ist nach unserer Einschätzung hinsichtlich des eigenen geschäftlichen Erfolges stark von einer anhaltend im Markt führenden technologischen Plattform abhängig, über die das Unternehmen derzeit zweifelsohne verfügt Neben der adressierten Zielgruppe unterscheidet sich der oft so bezeichnete „Porsche unter den Discountbrokern“ insofern von Axxon, als sino seine Leistungen in Zusammenarbeit mit HSBC Trinkaus & Burkhardt anbietet und keine Teilbanklizenz besitzt.

Trotz der nur eingeschränkt gegebenen Vergleichbarkeit seien kurz die Eckdaten zur aktuellen Bewertung der sino-Aktie genannt. Bei einem aktuellen Kurs von rund 8 Euro wird die sino AG mit einem 2003/04er KGV von gut 20 und einem Kurs-Buchwert-Verhältnis von etwa 4,4 bewertet. Zuletzt schüttete sino 70 Cent Dividende aus, die für dieses Jahr allerdings deutlich geringer ausfallen wird.

3.) Finanzen und Bewertung der Axxon-Aktie

Börsenkurs ist von einer Belebung des IPO-Marktes abhängig

Die heutige Axxon Wertpapierhandelsbank AG existiert bereits seit dem Jahre 1998. Im Jahr 1999 erfolgte die Belebung des bis dahin als reine Vorratsgesellschaft tätigen Unternehmens mit der Umbenennung in „K/L/M Equity AG Wertpapierhandelsbank“. Im Jahr 2002 wurde der Name übergangsweise in „Axxon-K/L/M Wertpapierhandelsbank AG“ geändert; seit Dezember 2003 lautet die Firmierung nun „Axxon Wertpapierhandelsbank AG“.

Seit dem 30. August 1999 besitzt das Unternehmen die Erlaubnis zur Betätigung als Wertpapierhandelsbank. Darüber hinaus plant die Verwaltung die Beantragung einer Vollbanklizenz bei der BaFin, sobald das Vorhandensein der hierfür erforderlichen Kapitalausstattung in Höhe von mindestens 5 Mio. Euro in Sichtweite ist.

Zahlenwerk der Jahre 2002 und 2003 von schwierigem Umfeld geprägt

Das Zahlenwerk für die Geschäftsjahre 2002 und vor allem 2003 ist geprägt vom schwierigen Umfeld an den Kapitalmärkten, welches sich ausgesprochen dämpfend auf Aktivitäten von Unternehmen in Bezug auf Corporate Finance Mandate auf der einen und auf die Handelsaktivität der privaten und institutionellen Anleger auf der anderen Seite ausgewirkt hat.

Im Ergebnis führten diese Faktoren zu einem Jahresfehlbetrag von 421 TEUR in 2002 und 878 TEUR im abgelaufenen Geschäftsjahr. Die Erhöhung der Eigenkapitalquote ist auf eine Verkürzung der Bilanzsumme zurückzuführen. Absolut betrachtet verringerte sich die Eigenkapitalposition aufgrund des in 2003 angefallenen Verlustes um 378 TEUR. Die wesentlichen Eckwerte der letzten beiden Geschäftsjahre sind der nachfolgenden Tabelle zu entnehmen.

	2001	2002	2003
Summe der Erträge	**1.155**	**720**	**552**
Personalaufwand	**610**	**619**	**648**
Sonst. Verwaltungskosten	**468**	**466**	**676**
Betriebsergebnis	**19**	**-431**	**-772**
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	**3,9**	**-421**	**-878**
Bilanzsumme	**2.755**	**4.430**	**3.980**
Eigenkapital	**2.425**	**4.150**	**3.770**
Eigenkapitalquote	**88,0%**	**93,6%**	**94,7%**

Quelle: Geschäftsbericht der Axxon Wertpapierhandelsbank 2003, alle Angaben in TEUR

Langfristige Unternehmensplanung erwartet Break-Even ab 2005

Im Vorgriff auf den stattfindenden Börsengang erläuterte uns die Verwaltung der Axxon Wertpapierhandelsbank die erwartete Entwicklung des Unternehmens in den kommenden Jahren. In der von uns nach Gesprächen mit dem Unternehmen erstellten Prognose wurde als Grundlage eine insgesamt positivere Entwicklung des Marktumfeldes als in den vergangenen Jahren zugrunde gelegt.

Ferner beinhaltet die Planung zur Abdeckung des größeren Geschäftsvolumens eine Ausweitung des Personalbestands von aktuell 8 über durchschnittlich 11,5 sowie 14,5 und 15,5 auf schließlich 18 Mitarbeiter in 2008. Parallel erhöhen sich auch die dazu gehörigen sonstigen Aufwendungen.

	2004e	2005e	2006e	2007e	2008e
Zinsüberschuss	80	270	360	400	420
Provisionen CF	320	850	1.050	1.300	1.800
Beratung Mittelstand	0	200	400	450	600
Tradingprovisionen	50	260	400	500	600
Finanzgeschäfte	130	220	300	350	420
Summe Erträge	**580**	**1.800**	**2.510**	**3.000**	**5.840**
Personalaufwand	600	800	1.000	1.200	1.350
Sonst. betr. Aufwand	630	700	850	1.000	1.200
Summe Kosten	**1.230**	**1.500**	**1.850**	**2.200**	**2.550**
Betriebsergebnis	**-650**	**300**	**660**	**800**	**1.290**
Vorsteuerergebnis	**-620**	**+/-0**	**660**	**800**	**1.290**

Quelle: Planung Axxon Wertpapierhandelsbank, alle Angaben in TEUR

Einleitend äußerten wir bereits die Einschätzung, dass die Axxon Wertpapierhandelsbank in den adressierten Geschäftsfeldern mit ihrem Fokus vor allem auf mittelständische Unternehmen sowie vermögende Privatkunden und institutionelle Anleger gut und aussichtsreich aufgestellt ist, um von einer Belebung der Aktivitäten besonders im Bereich der Corporate Finance Tätigkeit auch überproportional profitieren zu können.

Die vom Vorstand erwarteten Steigerungen in den Geschäftsfeldern erscheinen uns bei einer vorsichtigen Einschätzung ambitioniert. Dennoch können diese bei einer Aufhellung des Umfeldes auf breiter Front und einer Rückkehr der Zeichnungsbereitschaft der Investoren bei kleineren Emissionen durchaus erreicht werden, sofern es Axxon gelingt, mehrere Mandate pro Jahr zu akquirieren und erfolgreich abzuwickeln. Zusätzliches Upside-Potenzial könnte sich aus einem Abschluss der erwähnten Kooperation im Trading-Bereich ergeben.

Erreichbarkeit der Ziele stark von IPO-Mandaten abhängig

In den ersten drei Quartalen des laufenden Jahr konnte Axxon dies angesichts des anhaltend schwierigen Marktumfeldes noch nicht gelingen. Entsprechend betrugen die Erträge bis Ende Oktober lediglich 488 TEUR, denen planmäßig Kosten von rund 1 Mio. EUR gegenüber standen. Aus heutiger Sicht wird im Geschäftsjahr 2004 ein Verlust von rund 650 TEUR entstehen.

Wesentliche Voraussetzung für eine Belebung des Corporate Finance Geschäfts bei kleineren und mittleren Unternehmen ist aus unserer Sicht jedoch das Ausbleiben etwaiger externer Schockwirkungen auf die Finanzmärkte, die das Vertrauen der Investoren massiv stören würden. Mögliche Auslöser solcher Ereignisse könnten eine anhaltende Verteuerung der Rohstoffpreise (Erdöl), massive terroristische Anschläge, etwaige weitere militärische Auseinandersetzungen und ein spürbares Abflauen der weltweiten Konjunktur sein.

Mit ähnlichen Unsicherheiten behaftet ist auch die Prognose der Erträge aus den Bereichen Mittelstandsberatung und Tradingprovisionen. Während erstere durch den erst im Aufbau befindlichen Personal- und Kundenbestand schwer planbar sind, hängen letztere stark vom Börsenumfeld und dem Handelsvolumen ab.

So legten die von Axxon betreuten Depots im ersten Halbjahr 2004 zwar um 160 Prozent zu und erreichten zuletzt ein Volumen von 32 Mio. Euro; da Axxon aber derzeit nur an Transaktionen verdient, wirkte sich der geringere Handel im zweiten Quartal über niedrigere Provisionen negativ aus. Erst nach Erhalt der angestrebten Vollbanklizenz wird Axxon durch die Depotführung auch direkte Erträge erzielen können.

Weiteres Kunden- und Volumenwachstum durch Vollbanklizenz ab 2005

Ab dem Geschäftsjahr 2005 ist in den Prognosezahlen ferner die Erteilung einer Vollbanklizenz an Axxon unterstellt. Wie bereits zuvor angedeutet, plant der Vorstand die Antragstellung, sobald das hierfür erforderliche Mindestkapital erreicht ist. Als Vollbank will sich Axxon vor allem auf das Einlagen- und Depotgeschäft sowie in moderatem Umfang das Lombardgeschäft (Wertpapierkredite) für die eigenen Depotkunden konzentrieren. Weitergehende Aktivitäten im Kreditgeschäft sind vor allem unter Risikoaspekten nicht vorgesehen, auch nicht in Verbindung mit den Corporate Finance Aktivitäten.

Kostenseitig ist durch die Vollbanklizenz aus gegenwärtiger Sicht nur mit moderaten zusätzlichen Belastungen zu rechnen. Im Wesentlichen soll die Abwicklung über eine der am Markt tätigen Transaktionsbanken erfolgen, z.B. die dwp bank AG, an welche Axxon mittels einer entsprechenden Schnittstelle angeschlossen werden soll. Die Migrationskosten hierfür beziffert die Verwaltung auf einmalig etwa 300 TEUR, darüber hinaus fallen dann in Zukunft nur noch Stückgebühren für die jeweils in Anspruch genommenen Leistungen an. Beim Personal ist eine Aufstockung um ein bis zwei Mitarbeiter vorgesehen, um beispielsweise zusätzliche Aufgabenbereiche wie das Meldewesen gemäß Kreditwesengesetz und Ähnliches abzudecken.

Nach Abbau der Verlustvorträge ab 2007 Dividende vorgesehen

Ausgehend von der oben dargestellten Ertragsentwicklung rechnet der Vorstand bei Eintreten der eigenen Prognosen damit, bis Ende 2006 den bestehenden steuerlichen Verlustvortrag der Axxon Wertpapierhandelsbank abzubauen. Erst im Geschäftsjahr 2007 ist daher mit einer Steuerbelastung zu rechnen, ab 2008 wird ein Steuersatz von 40 Prozent auf die erwirtschafteten Erträge erwartet.

Ebenfalls ist geplant, ab dem Geschäftsjahr 2006 auch die Dividendenfähigkeit zu erreichen, d.h. für das Jahr 2006 soll aus heutiger Sicht erstmals eine Anlaufdividende gezahlt werden.

	2004e	2005e	2006e	2007e	2008e
Ergebnis v. St.	-620	+/-0	660	800	1.290
Steuern (EE)	0	0	0	0	400
Jahresüberschuss	-620	+/-0	660	800	890
Ergebnis/Aktie *)	-0,18 €	0,00 €	0,13 €	0,15€	0,17 €
Dividende je Aktie	entf.	entf.	0,10 €	0,12 €	0,13 €

*) basierend auf 3,5 Mio. Aktien in 2004 und auf 5,25 Mio. Aktien ab 2005

Quelle: Axxon, Schätzungen GSC Research, Angaben soweit nicht anders angegeben in TEUR

Derzeitige Aktionärsstruktur und Lock-Up-Übersicht

Da es sich bei den Aktien der Gesellschaft um Inhaberaktien handelt, die zudem seit Anfang 2003 girosammelverwahrfähig sind, kann die Aktionärsstruktur nur anhand der vorliegenden Beteiligungsmeldungen sowie weiterer dem Unternehmen freiwillig bekannt gegebener Positionen bestimmt werden.

Größter Anteilseigner sind mit über 25 Prozent der Aktien die Pongs & Zahn AG, gefolgt von Jörg Wolfgang Leopold von Sachsen-Coburg und Gotha mit 25 Prozent, die dem Umfeld des Aufsichtsratsmitglieds Andreas Demandt zuzurechnende h.d.m beteiligungs GmbH, Seevetal mit 20 Prozent sowie der Familie Koning mit 10 Prozent. Der Anteil des Streubesitzes beläuft sich demnach gegenwärtig auf etwa 700.000 Aktien oder 20 Prozent.

Im Vorfeld der bevorstehenden Börseneinführung haben sich einzelne Aktionäre gegenüber der Axxon Wertpapierhandelsbank AG unwiderruflich dazu verpflichtet, eine Lock-Up-Periode von 6 Monaten einzuhalten. Die Inhaber der Optionen, die zum Bezug von bis zu 1,481 Mio. jungen Aktien berechtigen, haben sich der freiwilligen Lock-Up-Verpflichtung angeschlossen. Die der Lock-Up-Verpflichtung unterliegenden Anteile sind in der nachfolgenden Tabelle en détail aufgegliedert.

Aktionär	Anzahl Aktien	Anteil
h.d.m beteiligungs gmbh	700.000	20,0%
Pongs & Zahn AG	875.000	25,0%
Familie Koning	350.000	10,0%
Summe:	1.925.000	55,0%

Quelle: Axxon Wertpapierhandelsbank AG

Neue Aktien werden zum Preis von 1,20 Euro zur Zeichnung angeboten

Im Rahmen der für Ende November 2004 geplanten Einführung in den Freiverkehr an der Frankfurter Wertpapierbörse sollen die bereits ausgegebenen 3,5 Mio. Stückaktien sowie nach Durchführung der aktuell laufenden Privatplatzierung weitere bis zu 500.000 Aktien aus dem genehmigten Kapital zugelassen werden. Der Zeichnungspreis der Axxon-Aktien in der Privatplatzierung beläuft sich auf 1,20 Euro.

Daneben bestehen Optionsrechte, die im Verhältnis 1:1 zu einem Bezugspreis von 1 Euro ausübbar sind, wenn die Axxon-Aktie an der Börse bei über 1,50 Euro notiert oder wenn eine Kapitalerhöhung zu diesem Kurs gezeichnet wurde. Die Laufzeit der Optionen reicht jeweils bis Ende 2008.

Insgesamt beläuft sich die Zahl der Aktien einschließlich des bedingten Kapitals somit auf 5,831 Mio. Stücke. Da das aktuelle Grundkapital der Axxon Wertpapierhandelsbank AG jedoch nur 3,5 Mio. Aktien beträgt, haben wir im Folgenden für das Jahr 2004 diese Zahl zugrunde gelegt und in den Folgejahren mit einer Anzahl von 5,25 Mio. Stücken gerechnet. Hierbei handelt es sich um die vom Vorstand angestrebte Größenordnung, die zudem erforderlich ist, um die zur Erlangung des Vollbankstatus nötige Kapitalausstattung zu erreichen.

Der Vollständigkeit halber haben wir ferner ein verwässertes Ergebnis je Aktie und analog hierzu auch resultierende KGV's für beispielhafte Börsenkurse errechnet, welches zusätzlich die Ausübung der 1,181 Mio. Aktien aus den begebenen Optionsrechten berücksichtigt.

Auf dieser Basis ergibt sich die folgende Bewertungs-Tabelle:

	2004e	2005e	2006e	2007e	2008e
Erg./Aktie (inkl. KE's)	-0,18 €	0,00 €	0,13 €	0,15 €	0,17 €
Erg./Aktie (inkl. KE's + Opt.)	-0,12 €	0,00 €	0,10 €	0,12 €	0,14 €
KGV bei Kurs 1,00 €	neg.	n.a.	7,9	6,5	5,9
KGV bei Kurs 1,20 €	neg.	n.a.	9,5	7,8	7,0
KGV bei Kurs 1,50 €	neg.	n.a.	11,9	9,8	8,8
KGV bei Kurs 2,00 €	neg.	n.a.	15,9	13,3	11,8

Quelle: eigene Berechnungen, KGV bei einer Aktienzahl von 3,5 Mio. Aktien in 2004 und 5,25 Mio. Aktien ab dem Jahre 2005

Erreichen der gesteckten Ziele zur Begründung höherer Kurse erforderlich

Die obige Tabelle zeigt deutlich, dass Axxon in den kommenden Jahren die eigene Planung zumindest in wesentlichen Teilen auch tatsächlich realisieren muss, um Kurse über dem Buchwert der Aktie begründen zu können. Um einen Aktienkurs von 2 Euro fundamental zu begründen, sollte nach unserer Einschätzung ein KGV von ca. 10 darstellbar sein, was einen Jahresüberschuss von 0,7 Mio. Euro vor bzw. 1,0 Mio. Euro nach Berücksichtigung einer Kapitalerhöhung erfordern würde.

Dank des hohen Ergebniseffekts, der bereits durch wenige Transaktionen einen positiven Saldo ermöglicht, verfügt Axxon über einen starken Ertragshebel. Allerdings lassen sich die Fixkosten von aktuell rund 1,2 Mio. Euro jährlich aufgrund der gesetzlichen Vorschriften auch bei einem Ausbleiben entsprechender Mandate wie in den letzten Jahren nicht weiter reduzieren. Durch die ergänzenden Geschäftsfelder und die daraus entstehenden Deckungsbeiträge kann Axxon das Risiko eines Anhaltens der IPO-Flaute aber zumindest begrenzen.

Insgesamt stellt sich die Axxon-Aktie aus unserer Sicht daher im Wesentlichen als eine Art „Optionsschein mit Netz" auf die Belebung des IPO-Marktes für mittelständische Unternehmen dar.

4.) Fazit

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass sich die Axxon Wertpapierhandelsbank AG mit ihrer strategischen Ausrichtung auf mittelständische Unternehmen sowohl im Corporate Finance Bereich wie auch im neuen Geschäftsfeld Mittelstandsberatung in einem als aussichtsreich einzustufenden Markt bewegt.

Die derzeit bestehende Zurückhaltung von Investoren, sich an Neuemissionen zu beteiligen, ist insbesondere im deutschen Markt nach wie vor sehr ausgeprägt. Das im Neuer-Markt-Hype zerstörte Vertrauen lässt sich aus unserer Sicht nur langsam und durch die Platzierung solider und langfristig erfolg versprechender Emissionen zurückgewinnen. Ein IPO-Boom mit Milliardenplatzierungen wie in den Jahren 1999 und 2000 ist somit auf Jahre hinaus nicht mehr zu erwarten.

Für aussichtsreiche mittelständische Unternehmen mit einem Platzierungsvolumen im einstelligen Millionenbereich besteht jedoch durchaus Interesse, wie wir in zahlreichen Gesprächen mit Marktteilnehmern immer wieder feststellen. Daher ist Axxon gefordert, attraktive Emissionskandidaten ausfindig zu machen, die bereit sind, offen und transparent zu kommunizieren und Anteile zu einem fairen Preis an langfristig interessierte Investoren abzugeben.

Bewertung anhand von DCF-Modell oder Peer Group wenig zielführend

In Anbetracht der in den Planungen steckenden Unsicherheiten halten wir eine DCF-Bewertung für wenig sinnvoll, da eine zwingende Voraussetzung für das Eintreten der Prognosen eine Belebung des Corporate Finance Geschäfts sowie ein anhaltend positives Marktumfeld in den von Axxon adressierten Marktnischen ist, die aus heutiger Sicht nicht zuverlässig vorausgesagt werden können.

Auf Basis der aktuellen Zahlen ist eine Bewertung der Axxon-Aktie schwierig, da die in 2003 und auch im laufenden Jahr ausgewiesenen Erträge mangels IPO's sehr dünn ausfallen, was sich jedoch schon durch wenige Mandate in Zukunft ändern kann. Prognosen hierzu sind jedoch ebenso wie für den noch im Ausbau befindlichen Beratungsbereich derzeit kaum möglich.

Auch eine Orientierung an der VEM Aktienbank AG als einzigem von der Kundenzielgruppe her ähnlich ausgerichteten börsennotierten Mitbewerber ist aufgrund der teilweise abweichenden Geschäftsfelder nur eingeschränkt möglich. Derzeit wird die VEM-Aktie auf Basis unserer Schätzungen mit einem 2004er-KGV von 7,7 bis 9,2 sowie einem Kurs-Buchwert-Verhältnis von ca. 2,8 bewertet.

Aufschlag auf den Buchwert erscheint als Prämie gerechtfertigt

Insgesamt weist die Axxon-Aktie viele Charaktereigenschaften eines Hebelproduktes auf und stellt damit eine Art „Optionsschein mit Netz" auf eine Belebung des IPO-Marktes für mittelständische Unternehmen dar. Als Untergrenze für den „fairen Wert" des Papiers ist daher aus unserer Sicht der Buchwert von rund 1 Euro je Aktie heranzuziehen; zusätzlich halten wir in Anbetracht des erfahrenen Management eine Prämie mit Blick auf die aus einer Belebung des Emissionsgeschäfts resultierenden Chancen für gerechtfertigt.

Ob der zugestandene Aufschlag eher bei 20 oder bei 50 Cent liegt – was einer Firmenbewertung von 4,2 bis 5,2 Mio. Euro und damit einem Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV) von 1,2 bis 1,5 entspräche – sollten Anleger von ihrer persönlichen Einschätzung des Emissionsmarktes abhängig machen. Erst wenn die für 2007 und danach anvisierten Gewinne knapp unter dem Millionenbereich konkret in Reichweite kommen, halten wir Kurse um 2 Euro für die Axxon-Aktie aus fundamentaler Sicht für angemessen.

Quellenverzeichnis

Geschäftsbericht Axxon aus dem Jahr 2003

Freiverkehrsexposé Axxon anlässlich der Börseneinführung, November 2004

Geschäftsbericht VEM Aktienbank AG 2003

Unternehmensbericht VEM Aktienbank AG zur Börseneinführung von Juni 2004

Geschäftsberichte und Pressemeldungen der sino AG

Grundlagenstudie Investmentfonds – BVI (Bundesverband Investment und Asset Management) vom Juli 2004

Deutsche Bank Research, Grafik zur Entwicklung der IPO Märkte in Europa vom 13. August 2004

Aktuelle Berichterstattung über die Axxon AG (u.a. Nebenwerte-Journal 06/2004, Handelsblatt vom 15.09.2004)

Kontaktadresse

Axxon Wertpapierhandelsbank AG
Hafenstraße 54
D-60327 Frankfurt am Main

Tel.: 069 / 24 70 28 – 80
Fax: 069 / 24 70 28 – 50

Email: info@axxon-wphbank.de
Internet: www.axxon-wphbank.de

Ansprechpartner Investoren:

Norbert Wenninger

Tel.: 069 / 24 70 28 – 80
Email: n.wenninger@axxon-wphbank.de

Haftungsausschluss / Disclaimer

Jedes Investment in Aktien ist mit erheblichen Risiken verbunden und kann im schlimmsten Fall bis zum Totalausfall führen. Diese Studie dient nur der Information und stellt keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der Aktien dar. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle und subjektive Einschätzung der Autoren wider. Der guten Ordnung halber wird darauf hingewiesen, dass sich diese ohne vorherige Information ändern kann. Weder die Autoren noch die GSC Research GmbH haften für Verluste und Schäden irgendwelcher Art, die im Zusammenhang mit Inhalten dieser Studie stehen.

Die in diesem Dokument enthaltenen Daten und Informationen stammen aus Quellen, die wir für vertrauenswürdig und verlässlich halten. Für deren Korrektheit und Vollständigkeit sowie mögliche andere Fehler jeglicher Art kann jedoch keinerlei Haftung übernommen werden. Für die Richtigkeit der im Rahmen der Studie seitens der Gesellschaft zur Verfügung gestellten Unterlagen und erteilte Auskünfte ist diese selbst verantwortlich. Der interessierte Anleger wird hiermit nachdrücklich dazu aufgefordert, sich ausführlich und weitergehend zu informieren und bei etwaigen Anlageentscheidungen eine qualifizierte Fachperson zu Rate zu ziehen. Die von uns genutzten Quellen sind im obigen Quellenverzeichnis angeführt.

Alle ausländischen Kapitalmarktregelungen, die die Erstellung, den Inhalt sowie den Vertrieb von Research zum Gegenstand haben, sind anzuwenden und vom Lieferanten wie auch vom Empfänger in jedweder Hinsicht zu beachten und einzuhalten. Mit der Entgegennahme des vorliegenden Dokuments erklären Sie sich einverstanden, dass die zuvor aufgeführten Regelungen für Sie bindend sind.

Die vorliegende Studie wurde im Auftrag des analysierten Unternehmens erstellt.

Disclosures

Zu Unternehmen, auf die in dieser Studie näher eingegangen wird, können aus den folgenden Faktoren mögliche Interessenkonflikte resultieren:

Firma	Disclosure
Axxon Wertpapierhandelsbank AG	1
PONACHEM AG	1
Regenbogen AG	1
sino AG	1

1. GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren Research-Berichte im Auftrag der Gesellschaft erstellt.
2. GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren Beratungsleistungen für die Gesellschaft erbracht.
3. GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren an der Umplatzierung von Aktien der Gesellschaft mitgewirkt.
4. Der Verfasser oder andere Mitarbeiter von GSC Research halten unmittelbar Aktien der Gesellschaft oder darauf bezogene Derivate (Gegenwert >500 EUR).
5. Organe und/oder maßgebliche Aktionäre dieser Gesellschaft sind an der GSC Info und Beteiligungen AG als Mutter von GSC Research unmittelbar beteiligt.
6. Investoren, die mit 2,5% oder mehr an der GSC Info und Beteiligungen AG als Mutter von GSC Research beteiligt sind (siehe www.gsc-ag.de), halten unmittelbar Aktien der Gesellschaft oder darauf bezogene Derivate.