

Berliner Effektengesellschaft AG

Stärken und Chancen

- **Hohe Gewinndynamik:** Im ersten Halbjahr konnte der Konzerngewinn vor allem dank der hervorragenden Entwicklung der Tochter Tradegate mehr als verdreifacht werden auf 3,3 Mio. Euro.
- **Töchter setzen Trends:** Die Börse Tradegate Exchange gewinnt weiter Marktanteile und könnte sich langfristig zur führenden Handelsplattform für Privatanleger in Europa entwickeln. Auch Quirin trauen wir zu, das Geschäftsmodell der Honorarberatung als neue Säule in der Bankenlandschaft zu etablieren.
- **Deutlicher Abschlag:** Trotz der hervorragenden Zahlen notiert die BEG noch mit einem Discount von 24 Prozent zum Net Asset Value. Bei einer Realisierung des von uns ermittelten Potenzialwerts besteht sogar ein Kurspotenzial von 147 Prozent.

Schwächen und Risiken

- **Turbulenzen:** Das Börsenumfeld war zuletzt hoch-volatile. Eine mögliche Baisse könnte das Ertragspotenzial von kapitalmarktnahen Dienstleistern für einen längeren Zeitraum begrenzen.
- **Kritische Größe fehlt:** Ex-tra Sportwetten und Quirin haben sich noch nicht nachhaltig in ihren Marktsegmenten durchgesetzt.

Kaufen (unverändert)

Potenzialwert

18,24 Euro

Aktueller Kurs

7,40 Euro (*Frankfurt*)



Kurshistorie (FFM)	1 M	3 M	12 M
Hoch (Euro)	7,87	8,50	9,77
Tief (Euro)	7,25	6,93	6,00
Performance	-6,32%	-15,00%	+22,54%
Ø-Umsatz (Euro/Tag)	8.330	23.955	30.149

Stammdaten

ISIN / WKN	DE0005221303 / 522130
Branche	Finanzdienstleistungen
Sitz der Gesellschaft	Berlin
Internet	www.effektengesellschaft.de
Ausstehende Aktien	13,87 Mio. Stück
Datum der Erstnotiz	Juni 1997
Marktsegment	Entry Standard
Marktkapitalisierung	102,7 Mio. Euro
Free Float	19,1 %
Rechnungslegung	IFRS

Geschäftsjahr (bis 31.12.)	2008	2009	2010	Wesentliche Beteiligungen	Anteil
Erträge (Mio. Euro)	11,2	12,2	8,5	Tradegate AG Wertpapierhandelsbank	70,4%
Ertragswachstum	60,0%	8,9%	-30,5%	Quirin Bank	25,5%
EBT (Mio. Euro)	9,3	9,2	6,8	Ventegis Capital	98,6%
EBT-Marge	83,0%	75,4%	80,6%	Ex-tra Sportwetten	100,0%
EpS	0,67	0,67	0,49		
Dividende je Aktie	0,00	0,12	0,15	Net Asset Value (Mio. Euro)	134,8
KUV	9,17	8,41	12,11	Potenzialwert (Mio. Euro)	253,1
KGV	11,0	11,1	15,0	Kurs-Buchwert-Verhältnis	1,5
Dividendenrendite	0,0%	1,6%	2,0%	Liquidität (Mio. Euro)	3,4

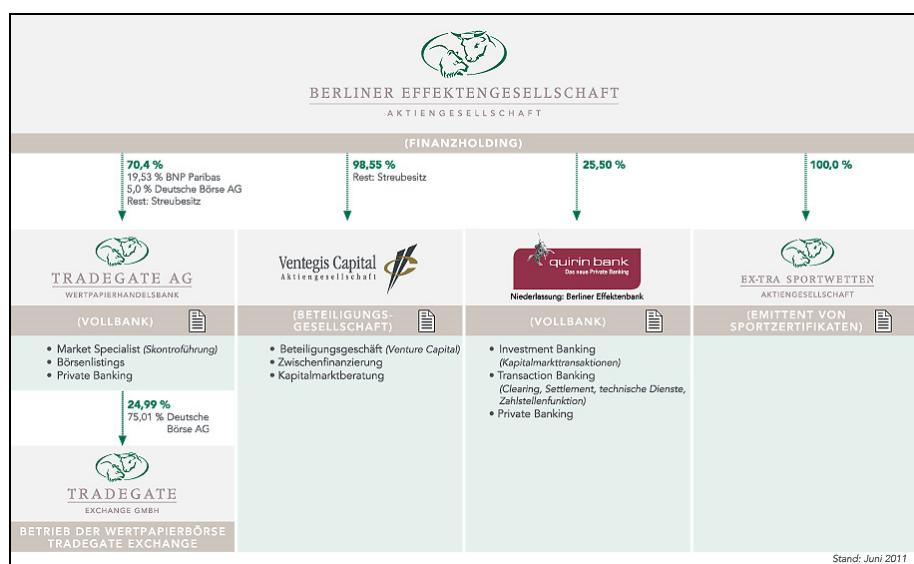
Unternehmensprofil

Finanzholding mit vier Kernbeteiligungen

Die 1986 gegründete und seit 1997 börsennotierte Berliner Effektengesellschaft (BEG) fungiert als Finanzholding für vier Kernbeteiligungen, die Dienstleistungen rund um den Kapitalmarkt anbieten. Das Spektrum der Aktivitäten reicht dabei vom Betrieb einer eigenen Börse über das Vollbankgeschäft und die Bereitstellung von Venture Capital bis hin zur Emission von Sportzertifikaten. An der Spitze der Dachgesellschaft stehen Gründer Holger Timm als Vorstandsvorsitzender und Karsten Haesen, der u.a. über eine umfangreiche Expertise im Bereich Corporate Finance verfügt.

Sukzessive Erweiterung der Aktivitäten

Nachdem die BEG – noch unter der Bezeichnung Berliner Freiverkehr – zunächst als Börsenmakler gestartet war, wurde das Aktivitätsspektrum bereits 1998 um das Bank- und Beteiligungsgeschäft erweitert; aus den damaligen Neugründungen sind die heutigen Ableger Quirin Bank und Ventegis Capital hervorgegangen. Der vielleicht spektakulärste Entwicklungssprung wurde aber im selben Jahr mit der Auslagerung des Maklergeschäfts in eine eigenständige AG eingeleitet, die mittlerweile unter dem Namen Tradegate firmiert. Denn das Unternehmen startete kurz nach dem Millenniumswechsel eine außerbörsliche Aktienhandelsplattform, die sich unter anderem durch ein offenes Orderbuch, Gebührenfreiheit und eine sofortige automatische Transaktionsausführung auszeichnet. Innerhalb einer Dekade hat sich dieses System zur mit Abstand erfolgreichsten Abwicklungsplattform für außerbörsliche Trades von Privatanlegern entwickelt und schließlich Anfang 2010 selbst den Sprung zu einer regulierten Wertpapierhandelsbörsе vollzogen.



Beteiligungsstruktur der BEG; Quelle: Unternehmen

Renommierte strategische Partner

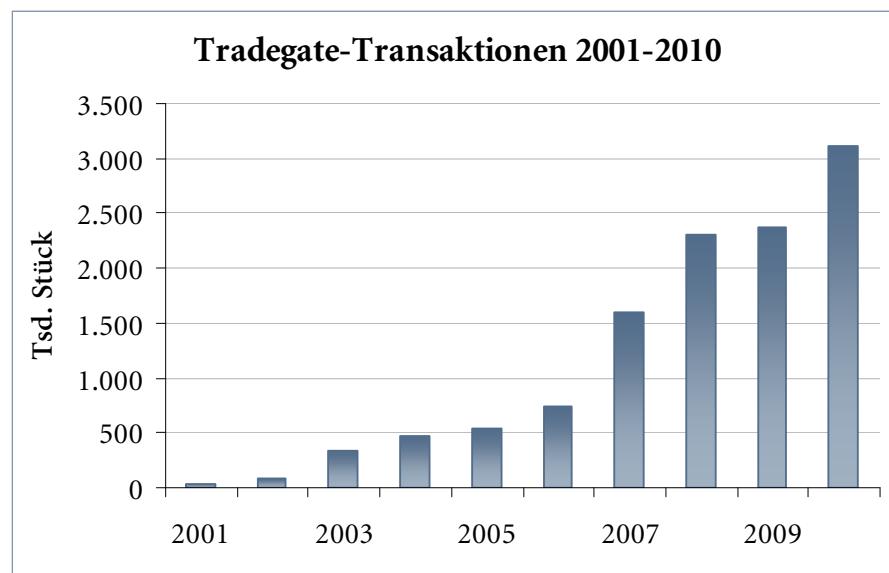
Nicht zuletzt aufgrund der hervorragenden Entwicklung konnten mit BNP Paribas und der Deutschen Börse namhafte Konzerne als strategische Partner gewonnen werden, so dass der Anteil an der Tradegate AG Wertpapierhandelsbank heute noch bei 70,4 Prozent liegt. Auch bei der Quirin Bank wurden zahlreiche weitere Anteilseigner eingebunden, u.a. hält das Management einen Anteil von 13,4 Prozent. Die BEG ist infolgedessen nur noch mit einer Minderheitsposition beteiligt, bleibt aber zweitgrößter Einzelaktionär. Dagegen sind die Aktien des Sportzertifikate-Anbieters Ex-tra Sportwetten vollständig und von der Beteiligungs- und Beratungsgesellschaft Ventegis größtenteils im Besitz der Finanzholding (siehe dazu Übersicht auf S. 2).

Portfolio

Tradegate AG Wertpapierhandelsbank

Tradegate überholt die Konkurrenz

In den vergangenen Jahren hat sich die Tradegate AG Wertpapierhandelsbank im Portfolio der BEG immer weiter in den Vordergrund geschoben. Zwar waren die Erlöse aus dem traditionellen Stammgeschäft der Tochter, der Skontroführung an den Börsen Berlin und Frankfurt, wegen des Siegeszugs des elektronischen Handels tendenziell rückläufig, aber dies konnte durch den kontinuierlichen Anschluss weiterer Banken an die außerbörsliche Handelsplattform und den daraus resultierenden Gewinn von Marktanteilen mehr als kompensiert werden. Nach einer Vervielfachung der Transaktionszahl in den letzten Jahren (siehe Grafik) hat Tradegate Mitte 2011 die Führungsposition im Aktienhandel mit deutschen Privatanlegern vor allen Regionalbörsen übernommen.



Quelle: Unternehmen

Großkunden sorgen für Wachstumssprünge

Die Gewinnung weiterer Großkunden sorgt dabei regelmäßig für Wachstums-sprünge. Im Jahr 2010 wurde zunächst die Deutsche WertpapierService Bank (dwp), mit fast 400 Kunden aus dem Bankensektor die führende Adresse im Bereich Wertpapierabwicklung im deutschen Markt, als Kooperationspartner von Tradegate Exchange gewonnen, im laufenden Jahr folgte dann die DZ Bank. Nachdem das Angebot in den Anfangsjahren vor allem von Direktbanken genutzt wurde, greifen nun auch zahlreiche Sparkassen und Genossenschaftsbanken auf die elektronische Plattform der Berliner zurück. Daher kann Tradegate von den aktuellen Marktturbulenzen, die die Handelsaktivitäten der Anleger antreiben, überproportional profitieren: Im dritten Quartal 2011 erhöhte sich die Transaktionszahl gegenüber dem Vorjahr um ca. 170 Prozent.

Expansion im Fahrwasser der Deutschen Börse

Die damit einhergehende wachsende Bedeutung im Markt wurde auch mit dem institutionellen Wandel von einer außerbörslichen Handelsplattform zu einer regulierten Börse untermauert. Als Partner für den Betrieb von Tradegate Exchange konnte die Deutsche Börse gewonnen werden, die im letzten Jahr rund drei Viertel der Anteile an der Plattform übernommen hat. Auch bei der Muttergesellschaft, der Tradegate AG, die nach wie vor das Gros der Erträge mit der Betätigung als Market Specialist erwirtschaftet, sind die Frankfurter mit 5 Prozent eingestiegen. Die Zusammenarbeit mit der Deutschen Börse soll in den nächsten Jahren die Expansion in Europa ebnen. Denn an ihre Systeme sind mehr als 400 Großkunden angeschlossen, die potenziell für ihre Privatkunden auf die Tradegate-Plattform zurückgreifen könnten.

Quirin Bank**Innovatives Modell für deutschen Markt**

Unter der Führung des ehemaligen Consors-Chefs Karl Matthäus Schmidt ist die Quirin Bank angetreten, das deutsche Finanzgewerbe zu revolutionären. Im Gegensatz zum Gros der Branche, die Produkte gegen üppige Provisionen verkauft, hat das Institut die Honorarberatung mit einer Flatrategebühr eingeführt und verzichtet auf Zahlungen von den Wertpapieremittenten. Abgerundet wird dieser innovative Service durch eine Vermögensverwaltung, die ausschließlich erfolgsabhängig honoriert wird, sowie die Bereitstellung umfassender Research-Informationen.

Zwei weitere Geschäftsberiche

Darüber hinaus hat die Bank noch zwei weitere Standbeine: Zum einen das Investmentbanking für Mittelständler, in dessen Rahmen beispielsweise Kapitalmarkttransaktionen betreut werden, und zum anderen Outsourcingdienste für kleinere Privatbanken oder ausländische Institute, etwa zur Transaktionsabwicklung oder im Bereich Portfolio-Management.

Nah am Break-even

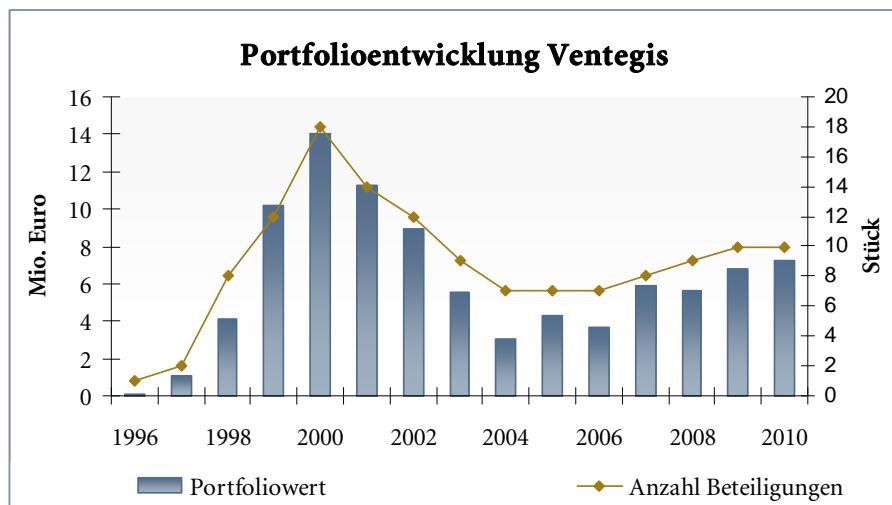
Mit dem innovativen Geschäftsmodell stößt Quirin durchaus auf regen Zuspruch. In den letzten fünf Jahren konnte die Kundenzahl im Bereich der Honorarberatung auf rund 8.200 Mandate mehr als verzehnfacht werden, das Volu-

men der Assets under Management liegt mittlerweile bei 2,2 Mrd. Euro. Das Wachstum von Quirin dokumentiert sich auch in den Ertragszahlen, im ersten Halbjahr 2011 wurde der Provisionsüberschuss, die wichtigste Einnahmequelle, um 90 Prozent auf 13,4 Mio. Euro gesteigert. Nachdem im Geschäftsjahr 2010 erstmals ein kleiner Überschuss von 0,5 Mio. Euro erwirtschaftet werden konnte, musste zwischen Januar und Juni erneut ein Fehlbetrag von 1,0 Mio. Euro hingenommen werden. Gegenüber dem Vorjahr bedeutet dies aber eine Reduktion um fast 70 Prozent, weshalb sich Vorstand Schmidt weiter optimistisch bezüglich der Ertragsperspektiven des Geschäftsmodells zeigt und zuletzt einen neuen Vorstand für das Private Banking berufen hat.

Ventegis Capital

Beratung und Beteiligung

Die BEG-Tochter ist 2001 aus der Fusion der Berliner Effektenbeteiligungsgesellschaft mit dem Konkurrenten Cybermind hervorgegangen und agiert in zwei synergetischen Geschäftsfeldern. Einerseits berät sie Unternehmen hinsichtlich aller Fragestellungen rund um das Thema Aktienplatzierung und Börseneinführung. Im Rahmen dessen werden beispielsweise Private Placements oder Kapitalerhöhungen organisiert sowie in enger Zusammenarbeit mit Tradegate auch Listings durchgeführt (allerdings üblicherweise keine IPOs). In vielen Fällen tritt die Firma andererseits selbst als Kapitalgeber auf, bevorzugt in der Frühphase der Unternehmensentwicklung und im Verbund mit weiteren Investoren. In der Regel werden dabei zwischen 0,5 und 1,5 Mio. Euro bereitgestellt und eine Beteiligungs dauer von drei bis fünf Jahren angestrebt.



Quelle: Unternehmen

Aktuell neun aktive Beteiligungen

Die historische Entwicklung des Portfolios seit dem Start der Aktivitäten verdeutlicht die wechselhaften Marktbedingungen im deutschen Beteiligungs geschäft. Der High-Tech-Boom im Jahr 2000 sorgte für den historischen Höchst-

stand des Portfoliowertes (14,0 Mio. Euro), das anschließend aber unter dem Platzen der Blase kräftig gelitten hat. Seit Mitte des letzten Jahrzehnts konnte dann ein stabiler Aufwärtstrend etabliert werden. Ende 2010 lag der Portfoliowert bei 7,2 Mio. Euro und verteilte sich auf zehn Beteiligungen. Neben sieben Direktinvestments in Unternehmen (darunter ein Mantel ohne operatives Geschäft) zählten dazu auch drei Fonds, die von dem Ventegis-Team gemanaged werden und die in Gesellschaften mit demselben Fokus investieren.

Zwei bedeutende Transaktionen in 2011

Im laufenden Jahr gab es bislang zwei bedeutende Transaktionen im Portfolio. Einerseits wurde mit Humedics erneut in ein aussichtsreiches Medizintechnikunternehmen investiert, das einen Test für eine direkte und exakte Messung der Leberfunktion entwickelt hat. Andererseits konnte ein größerer Verkauf vermeldet werden: Der Spezialist für die Automatisierung von Geschäftsprozessen Inubit, an dem Ventegis einen Anteil von rund 15 Prozent gehalten hat, wird zu 100 Prozent von Bosch übernommen. Dieser Trade Sale dürfte Ventegis im zweiten Halbjahr ein deutlich positives Ergebnis bescheren. Die folgende Tabelle zeigte einen Überblick zum Portfolio nach dem Abschluss der Veräußerung.

Beteiligungen	Branche	Sitz	Seit	Anteil
Aupeo!	eRadio	Berlin	2009	15,4%
1. Iuventa Capital	Seed-Finanzierung	Berlin	2000	11,8%
Die Skonto AG	Factoring	Iserlohn	2007	13,1%
ECO Investors	VC-Fonds	Berlin	2010	50,0%
Humedics	Medizintechnik	Berlin	2011	10,0%
Nanda Technologies	Inspektionssysteme	Unterschleißheim	2006	9,8%
OpTricon	Medizintechnik	Berlin	2010	7,5%
Solctecture	Solarzellen	Berlin	2002	2,8%
Thinfilm Solar Fonds	Investmentfonds	Berlin	2008	21,4%

Quelle: Unternehmen

Ex-tra Sportwetten

Neues Geschäftsmodell für Wettbranche

Ähnlich wie die Quirin Bank in ihrem Segment schickt sich auch die Wiener Gesellschaft Ex-tra Sportwetten an, ihre Branche zu revolutionieren. Anders als die großen Konkurrenten bwin oder sportingbet basiert das Geschäftsmodell nicht auf dem individuellen Abschluss von Wetten mit Kunden zu der zuletzt kommunizierten Quote. Stattdessen beschränkt sich das Unternehmen auf den Bereich der Langzeitwetten, die regelmäßig vor allem für die Fußball-Bundesliga angeboten werden, und emittiert dazu handelbare Zertifikate („Meister Bayern München“, „Meister Borussia Dortmund“ etc., mit einem fest definierten Einlösebetrag, wenn das Ereignis eintritt). Mit diesem Instrument können sich die Kunden ohne großen Aufwand ständig neu positionieren, die Handelsaktivitäten schaffen darüber hinaus einen echten Markt für Quoten und Wahrscheinlichkeiten – eine bedeutende Innovation für die Branche in Europa.

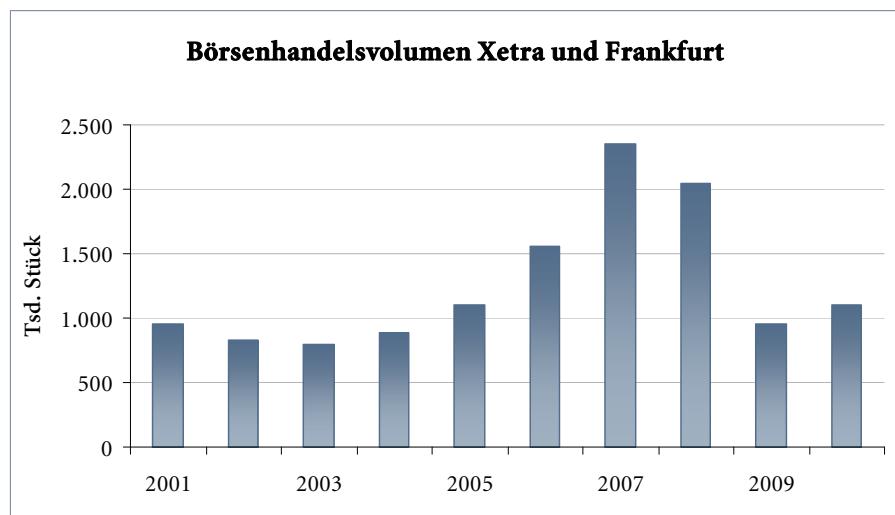
Kleiner Player

Da die übrigen großen Marktplätze neben Tradegate den Handel mit den Zertifikaten noch nicht aufgenommen haben, bewegt sich das Geschäftsvolumen der Gesellschaft bislang in einem überschaubaren Bereich. Im WM-Jahr 2010 wurde aus der Rücknahme von Zertifikaten per Saldo ein Ertrag von 243,1 Tsd. Euro (Vorjahr 5,7 Tsd. Euro) erzielt, unter dem Strich ermöglichte das einen Jahresüberschuss von 51,3 Tsd. Euro (Vorjahr: -112 Tsd. Euro).

Marktumfeld

Berg- und Talfahrt an den Börsen

Für drei der vier Kernbeteiligungen der BEG stellt das Kapitalmarktumfeld einen entscheidenden Einflussfaktor dar. So werden die Transaktionen auf Tradegate durch die Handelsaktivitäten der Anleger determiniert, die in einem engen Zusammenhang mit der Entwicklung der Börse stehen. Ebenso wie im Beteiligungs- und Kapitalmarktberatungsgeschäft (Ventegis) sowie im Investment Banking (Quirin) können die höchsten Erlöse in der Regel bei freundlichen Rahmenbedingungen erzielt werden, wenn man von den Effekten einer steigenden Marktdurchdringung abstrahiert. Daher hatten die Gesellschaften in den letzten beiden Jahren noch mit den Nachwirkungen der Finanzkrise zu kämpfen. Nach dem Einbruch im Jahr 2009 haben sich zwar sowohl die Kapitalmarktstimmung als auch die Börsenumsätze verbessert, insbesondere hinsichtlich des Handelsvolumens sind die früheren Höchstwerte aber noch weit entfernt (siehe Grafik).

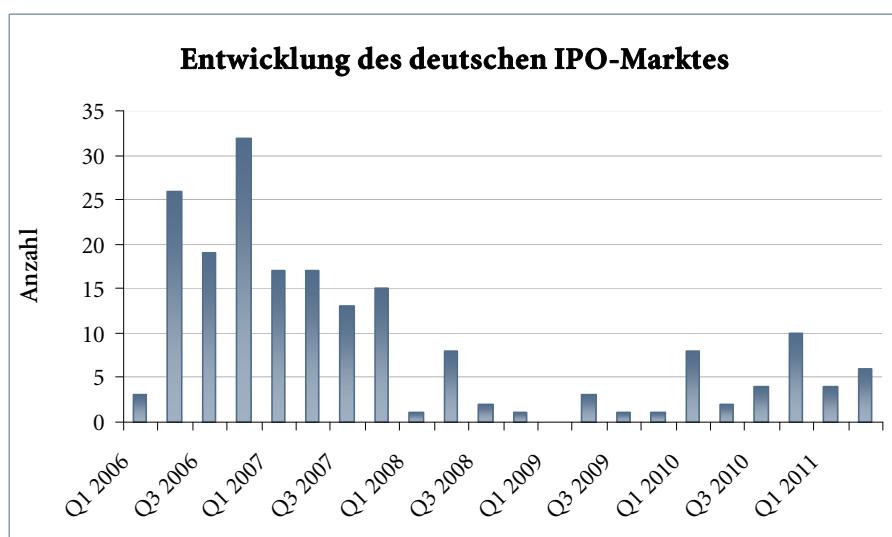


Quelle: Deutsche Börse

IPO-Markt in Deutschland erholt sich schleppend

Ein ähnliches Bild zeigt auch ein anderer Indikator für die Verfassung des Kapitalmarktes – die IPO-Aktivitäten. Da die Unternehmen den Gang an die Börse über ein öffentliches Verkaufsangebot in der Regel nur dann wagen, wenn sie

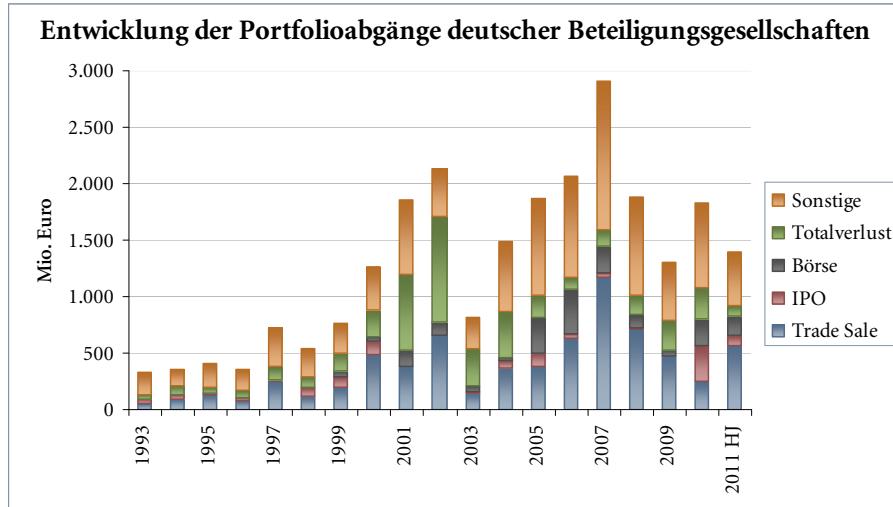
attraktive Preise realisieren können, geht das Interesse an Börsengängen und damit auch die Anzahl der Mandate für entsprechend positionierte Dienstleister in Baissephasen in der Regel dramatisch zurück. Dies veranschaulichen die Jahre 2008 und 2009, in denen die Finanzkrise die Emissionsaktivität rapide absinken ließ. Seitdem hat sich die Zahl der IPOs in Deutschland wieder spürbar erholt, genau wie bei den Börsenumsätzen sind frühere Spitzenwerte aber noch längst nicht erreicht.



Quelle: PWC

Beteiligungsbranche nutzt die Gunst der Stunde

Die jüngsten Zahlen zur Entwicklung der Beteiligungsbranche verdeutlichen allerdings, dass die Branche die Gunst der Stunde – also die leichte Verbesserung der Rahmenbedingungen – in den letzten anderthalb Jahren für umfangreiche Verkäufe genutzt hat. So erhöhte sich die Zahl der Desinvestments im Jahr 2010 um 41 Prozent auf 1,83 Mrd. Euro. Besonders rasant ist die Erholung bei den Verkäufen über die Börse ausgefallen, hier hat sich das Volumen innerhalb von zwölf Monaten mehr als verzehnfacht. Dieser Prozess hat sich in der aktuellen Periode weiter fortgesetzt, sogar mit steigender Dynamik. Zwischen Januar und Juni lag das Volumen der Portfolioabgänge bereits bei 1,39 Mrd. Euro, ein Zuwachs von 71 Prozent gegenüber 2010. Besonders wichtig für die Branche ist, dass der Anteil der Totalverluste binnen Jahresfrist von 13,6 auf nur noch 6,8 Prozent zurückgegangen ist. Ob das auch für die nächsten Quartale noch gilt, erscheint nach den jüngsten Kapitalmarktturbulenzen aber fraglich.



Quelle: BVK

Turbulenzen fördern das Geschäft von Quirin

Denn erneut werden die Börsen durch Finanzprobleme großer Adressen zurückgeworfen. Im Mittelpunkt stehen dieses Mal die Staatsschulden, allerdings sind auch die Banken erneut massiv betroffen, da sie in großem Umfang Wertpapiere der Pleitekandidaten halten. Das dürfte aber das Geschäft von Quirin weiter beleben. Denn je stärker die Stabilität der großen Finanzkonzerne durch die Börse in Frage gestellt wird, desto mehr vermögende Kunden dürfen die Sicherheit und Unabhängigkeit des kleinen Nischenanbieters suchen. Einen Eindruck davon vermittelt der Kundenzuwachs um fast 10 Prozent allein im ersten Halbjahr 2011.

Geschäftsentwicklung

Tradegate-Ausschüttung leicht unter Vorjahr

Als Finanzholding generiert die BEG keine eigenen Umsätze, so dass die AG-Geschäftszahlen maßgeblich durch die Entwicklung der Beteiligerträge geprägt werden. Da die Quirin Bank im Geschäftsaufbau noch nicht ausschüttungsfähig ist, Ex-tra Sportwetten nur geringe Überschüsse erwirtschaftet und Exiterlöse bei Ventegis diskontinuierlich und selten anfallen, wurden die Erträge in den letzten Finanzperioden von den Tradegate-Dividenden dominiert. Im Jahr 2010 schüttete die Tochter den vollen Bilanzgewinn in Höhe von rund 1,8 Mio. Euro aus und damit etwas weniger als im Vorjahr (2,07 Mio. Euro). Das lag aber nicht etwa an einem Margenrückgang bei dem stark wachsenden Ableger, sondern an der Einstellung von Gewinnanteilen in den Fonds für allgemeine Bankrisiken. Diese wurde nach einer Gesetzesänderung erstmals notwendig und belief sich auf 1,8 Mio. Euro, die aber im Besitz der Gesellschaft verblieben. Dennoch verringert sich damit die Basis für Auszahlungen an die Aktionäre.

Erneute Zuschreibungen

Auch die zweite wichtige Ertragskomponente im AG-Abschluss, die Zuschreibungen auf die Beteiligungswerte, die maßgeblich auf den Wertzuwachs von Tradegate nach dem Einstieg von Investoren zurückzuführen ist, war im letzten Jahr leicht rückläufig von 7,6 auf 6,5 Mio. Euro. In Summe reduzierte sich daher der Gewinn von 9,2 auf 6,8 Mio. Euro. Einen Überblick zu den wichtigsten Kennzahlen zeigt die nachfolgende Tabelle.

AG-Geschäftszahlen	2008	2009	2010
Sonstige betriebliche Erträge	0,46	10,63	7,15
Erträge aus Beteiligungen	10,42	1,47	1,20
Ergebnis gewöhnliche Geschäftstätigkeit	9,30	9,22	6,83
Jahresüberschuss	9,32	9,23	6,83

Quelle: Unternehmen

Konzerngewinn deutlich gesteigert

Aus Konzernsicht spielt die Ausschüttungspolitik der Töchter konsolidierungsbedingt keine Rolle, so dass sich hier ein anderes Bild ergibt. Im Jahr 2010 konnte der Gruppengewinn um 47,8 Prozent auf 2,8 Mio. Euro gesteigert werden. Dieses Ergebnis ist insofern bemerkenswert, als die Entkonsolidierungsgewinne, die maßgeblich aus dem Verkauf von Anteilen an Tradegate resultieren, binnen Jahresfrist von 5,2 auf 1,4 Mio. Euro zurückgegangen sind. Diese Einbuße konnte durch Verbesserungen bei allen wichtigen Beteiligungen überkompeniert werden. Neben dem – dank Tradegate – deutlich verbesserten Rohertrag lagen die Ergebnisse von Ventegis (von -1,04 auf -0,33 Mio. Euro), Ex-tra Sportwetten (von -0,11 auf 0,05 Mio. Euro) sowie der at-equity konsolidierten Quirin Bank (von -7,4 auf 0,55 Mio. Euro) deutlich über dem Vorjahr. Die folgende Darstellung zeigt einen Überblick zu den wichtigsten Konzernzahlen.

Konzernzahlen	2008	2009	2010
Zinsüberschuss nach Risikovorsorge	1,97	0,38	0,56
Handelsergebnis	17,83	18,37	24,34
Rohertrag	17,95	14,79	20,63
Betriebsergebnis	-5,16	-2,86	3,04
Konzernjahresüberschuss	-2,70	1,92	2,84

Quelle: Unternehmen

Ertragsdynamik nimmt noch zu

Im ersten Halbjahr 2011 hat sich der positive Trend dank einer hervorragenden operativen Entwicklung von Tradegate sogar noch verstärkt. Die Zahl der binnen Jahresfrist auf Tradegate Exchange abgewickelten Transaktionen erhöhte sich um 67,1 Prozent auf 2,43 Mio. Stück, der Gewinn der Tochter konnte im Zuge dessen sogar auf 3,8 Mio. Euro verdoppelt werden. In der Konzern-GuV der BEG spiegelt sich das in einem um 57,8 Prozent auf 15,16 Mio. Euro gestiegenen Rohertrag sowie einem Jahresüberschuss von 3,3 Mio. Euro wider – 219,9 Prozent mehr als im vergleichbaren Vorjahreszeitraum. Die folgende Tabelle

zeigt die Entwicklung der wichtigsten Konzernkennzahlen im ersten Halbjahr 2011:

Konzernzahlen	HJ 2010	HJ 2011	Änderung
Zinsüberschuss nach Risikovorsorge	0,30	0,25	-16,3%
Handelsergebnis	11,89	17,55	+47,6%
Rohertrag	9,61	15,16	+57,8%
Betriebsergebnis	0,62	5,34	+759,9%
Konzerüberschuss	1,03	3,30	+219,9%

Quelle: Unternehmen

Bewertung

Entwicklung des NAV

Ohne eigenes operatives Geschäft stellt der Substanzwert der bestehenden Beteiligungen, ausgedrückt im Net Asset Value, eine maßgebliche Kennzahl für den aktuellen Wert der BEG dar. Da die drei wichtigsten Ableger der Holding börsennotiert sind, liefert eine Orientierung an deren Marktwert eine gute Indikation. Für Ex-tra Sportwetten scheint hingegen aufgrund einer geringen Erlösbasis und einer untergeordneten Bedeutung vereinfachend der Buchwert des Eigenkapitals angemessen. Hinzugaddiert werden muss darüber hinaus die Nettoliquidität der Dachgesellschaft. Die folgende Tabelle zeigt die daraus resultierende Indikation für den NAV:

Net Asset Value	Anteil	Marktwert	Anteilswert
Tradegate	70,40%	129,2	90,96
Quirin	25,50%	60,6	15,44
Ventegis	98,55%	25,0	24,64
Ex-tra Sportwetten	100,00%	0,4	0,40
Summe		131,44	
Liquidität			3,40
NAV			134,84
Je Aktie (in Euro)			9,72

In Mio. Euro, bzw. Prozent; Quelle: Unternehmen, eigene Berechnungen

Discount von 20 Prozent

Auf diesem Weg errechnet sich ein NAV von 134,8 Mio. Euro oder 9,72 Euro je Aktie, während BEG an der Börse derzeit lediglich bei 7,60 Euro notiert. Obwohl der Discount seit dem Beginn unserer Coverage deutlich abgebaut werden konnte – von ehedem mehr als 40 Prozent –, wird das Unternehmen immer noch mit einem Abschlag von 22 Prozent auf den Substanzwert gehandelt.

Abschätzung des Potenzialwerts

Allerdings unterliegt dieser Bewertungsansatz dem Manko, dass der Free Float von Tradegate und Ventegis sehr gering ist, weshalb die Marktkapitalisierungen

durch eine geringe Liquidität verzerrt sein können. Deswegen nehmen wir für die wichtigsten Beteiligungen eine separate Wertbestimmung vor und ermitteln im Anschluss den Potenzialwert der BEG im Rahmen eines Sum-of-parts-Ansatzes.

Tradegate

Bezüglich des Ertragswertes von Tradegate verweisen wir auf unsere Analyse vom 18.10.2011. Demgemäß sehen wir den fairen Wert des Unternehmens aufgrund glänzender Wachstumsperspektiven bei 289 Mio. Euro, auf den Anteil der BEG entfällt dementsprechend ein Wert von 203,4 Mio. Euro.

Quirin Bank

Für die Quirin Bank haben wir einen überschlägigen Ertragswert mit einem Diskontierungszins von 9,9 Prozent (gemittelte Umlaufrendite von 2,5 Prozent, Marktrisikoprämie 5,3 Prozent, Beta 1,4) ermittelt. Dabei sind wir davon ausgegangen, dass das Unternehmen von der steigenden Verunsicherung der Anleger profitieren und das Geschäft weiter dynamisch ausbauen kann. Für das zweite Halbjahr 2011 rechnen wir daher mit einem besseren Ergebnis als in den ersten sechs Monaten, was einen Jahresüberschuss von 0,8 Mio. Euro ermöglichen sollte. Nachdem nun die kritische Masse zum Überschreiten der Gewinnsschwelle erreicht wurde, dürfte sich das Wachstum in den nächsten Jahren in einer überproportional steigenden Marge ausdrücken. In Verbindung mit einem ewigen Ertragswachstum von 2 Prozent nach dem Ende des Detailprognosezeitraums resultiert aus diesen Prämissen ein fairer Wert von 113,9 Mio. Euro bzw. ein Anteilswert der entsprechenden Position im BEG-Portfolio von 29,0 Mio. Euro.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Provisionsergebnis	28,0	33,6	40,3	48,4	58,1	63,9	70,3	77,3
Sonstige Erträge	12,0	15,6	20,3	26,4	33,0	36,3	39,9	43,9
Einnahmen (Mio. Euro)	40,0	49,2	60,6	74,7	91,0	100,1	110,1	121,1
Steigerungsrate		23,0%	23,2%	23,3%	21,8%	10,0%	10,0%	10,0%
Marge	2,0%	4,0%	7,0%	9,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Gewinn (Mio. Euro)	0,80	1,97	4,24	6,73	9,10	10,01	11,01	12,11
Gewinnwachstum		146%	116%	58,6%	35,3%	10,0%	10,0%	10,0%

Detailprognose der Geschäftszahlen von Quirin

Ventegis

Für die Berechnung des Potenzialwertes von Ventegis verfolgen wir wiederum einen Sum-of-parts-Ansatz, wobei wir für diejenigen Beteiligungen, bei denen es die Datenbasis zulässt, den jeweiligen Ertragswert ermitteln und für die übrigen Portfoliopositionen die Buchwerte zum 31.12.2010 heranziehen.

Portfolioübersicht

Die folgende Übersicht fasst die Ergebnisse unserer Potenzialwertabschätzung zusammen, wobei aus Diskretionsgründen auf konkrete Angaben zu den einzelnen Beteiligungsunternehmen verzichtet werden muss. Stattdessen ordnen wir die Gesellschaften nach drei Wertkategorien (> 3 Mio. Euro, 1-3 Mio. Euro, 0-1

Mio. Euro), die zumindest einen Anhaltspunkt bieten, wie groß die Bedeutung des jeweiligen Unternehmens für den von uns ermittelten Potenzialwert des Ventegis-Portfolios ist.

Beteiligungen	Anteil	Anteilswert in Mio. Euro
Aupeo!	15,4%	0-1
1. Juventa Capital	11,8%	0-1
Die Skonto AG	13,1%	0-1
Humedics	10,0%	0-1
Nanda Technologies	9,8%	>3
OpTricon	7,5%	0-1
Sollecture	2,8%	1-3
Thinfilm Solar Fonds	21,43%	1-3

Potenzielle Marktwerte der Beteiligungen von Ventegis; Quelle: Unternehmen, eigene Schätzungen

Ventegis-Potenzialwert 17,1 Mio. Euro

Der von uns auf Basis konkreter Daten und Schätzungen zu den Beteiligungsunternehmen ermittelte potenzielle Marktwert des Portfolios von Ventegis inklusive der Nettoliquidität der Gesellschaft liegt derzeit bei 17,1 Mio. Euro. Das Aktienpaket im Besitz der BEG kann dementsprechend mit 16,8 Mio. Euro angesetzt werden.

Kurspotenzial von 147 Prozent bei Ausschöpfung des Potenzialwertes

Bei Ex-tra Sportwetten nutzen wir aufgrund der untergeordneten Bedeutung erneut den Buchwert, auch die Angaben zur Liquidität bleiben unverändert. Daraus resultiert insgesamt ein langfristiger Potenzialwert von 253,1 Mio. Euro oder 18,24 Euro je Aktie für die BEG bei einer planmäßigen Weiterentwicklung von Tradegate, Quirin und der Beteiligungen von Ventegis sowie Einnahmen in Höhe des Buchwerts aus dem Engagement bei Ex-tra Sportwetten. Gegenüber dem aktuellen Kurs bedeutet dies ein Aufwärtspotenzial von 147 Prozent.

Potenzialwert	Anteil	Schätzwert	Anteilswert
Tradegate	70,40%	286,71	201,85
Quirin	25,50%	113,88	29,04
Ventegis	98,55%	17,08	16,83
Ex-tra Sportwetten	100,00%	0,338	0,338
Summe		249,65	
Liquidität			3,40
Potenzialwert			253,05
Je Aktie (in Euro)			18,24

In Mio. Euro, bzw. Prozent; Quelle: Unternehmen, eigene Berechnungen

Fazit

Unverändertes Anlageurteil: „Kaufen“

BEG hat für das erste Halbjahr 2011 sehr gute Zahlen vorgelegt. Die hervorragende Entwicklung der wichtigsten Tochter Tradegate, aber auch Ergebnisverbesserungen bei den Beteiligungen Ventegis, Quirin und Ex-tra Sportwetten, ermöglichen eine Gewinnsteigerung um 219 Prozent auf 3,3 Mio. Euro. Trotz der Eintrübung des Kapitalmarktfelds bleiben auch die weiteren Perspektiven aussichtsreich. Zum einen dürfte Tradegate die dynamische Expansion mittelfristig auf dem europäischen Kontinent fortsetzen, zum anderen sollte Quirin von dem wachsenden Misstrauen gegen die großen Bankkonzerne profitieren. An der Börse hat das bereits – wie von uns erwartet – zu einem deutlichen Abschmelzen des Discounts auf den Net Asset Value geführt. Der von uns ermittelte Potenzialwert liegt mit 18,24 Euro je Aktie dennoch weit über dem aktuellen Kurs, weswegen wir unser Kaufurteil bekräftigen.

Anhang

1. Pflichtangaben gemäß §34b WpHG

Die Performaxx Research GmbH hat durch eine interne Betriebsrichtlinie zur Erstellung von Finanzanalysen, die für alle an der Studienherstellung mitwirkenden Personen bindend ist, die 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 oder von Dritten entgeltlich erstellt worden.
- 2) Die Finanzanalyse wurde dem Auftraggeber vor Veröffentlichung vorgelegt und hinsichtlich berechtigter Einwände geändert.
- 3) Die Performaxx Research GmbH und/oder ein verbundenes Unternehmen halten Aktien an dem analysierten Unternehmen oder unmittelbar darauf bezogene Derivate.
- 4) Der Ersteller und/oder an der Erstellung mitwirkende Personen /Unternehmen halten Aktien an dem analysierten Unternehmen oder unmittelbar darauf bezogene Derivate.
- 5) Die Performaxx-Anlegermedien GmbH, ein verbundenes Unternehmen der Performaxx Research GmbH, führt Aktien des hier analysierten Unternehmens in einem Musterdepot ihres Börsenbriefs „Performaxx-Anlegerbrief“.
- 6) Die Performaxx-Anlegermedien GmbH, ein verbundenes Unternehmen der Performaxx Research GmbH, hat aktuell oder hatte in den letzten zwölf Monaten für das analysierte Unternehmen eine entgeltliche Auftragsbeziehung (z.B. Email-Werbung).

In der vorliegenden Finanzanalyse sind folgende der o. g. möglichen Interessenkonflikte gegeben: 1)

Bei den in der vorliegenden Finanzanalyse verwendeten Kursen handelt es sich, sofern nicht anders angegeben, um **Schlusskurse des vorletzten Börsentages vor dem Veröffentlichungsdatum**. Als wesentliche Informationsquellen für die Finanzanalyse dienten die übergebenen Unterlagen und erteilten Auskünfte des Unternehmens sowie für glaubhaft und zuverlässig erachtete Informationen von Drittanbietern (z.B. Newsagenturen, Research-Häuser, Fachpublikationen), die ggf. im Studientext benannt werden.

Ersteller der Studie ist Dipl.-Kfm. Holger Steffen (Finanzanalyst). Das für die Erstellung verantwortliche Unternehmen ist die Performaxx Research GmbH. Die Performaxx Research GmbH erstellt und veröffentlicht zu dem hier analysierten Unternehmen pro Jahr voraussichtlich zwei Updates. 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>
(keine)		

Sofern im Studentext 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“ ein 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,
- „Verkaufen“ eine erwartete Wertminderung von über 10 Prozent,
- „Spekulativ kaufen“ eine mögliche Wertsteigerung von über 25 Prozent bei überdurchschnittlichem Anlagerisiko,
- „Spekulative Investment“ eine mögliche Wertsteigerung von über 25 Prozent bei sehr hohem Anlagerisiko.

Als Bewertungsgrundlage und -methoden für die Finanzanalysen der Performaxx Research GmbH werden gängige und anerkannte Verfahren (u.a. Ertragswert-Methode, Peer-Group-Analyse, Sum-of-Parts-Bewertung) genutzt, deren Parameter ggf. im Text näher erläutert werden. Beim Ertragswertmodell wird der Kapitalwert des Unternehmens aus der Summe der abgezinsten künftigen Gewinne berechnet. In der Peer-Group-Analyse werden an der Börse notierte Unternehmen durch den Vergleich von Verhältniskennzahlen (z.B. Kurs-/Gewinn-Verhältnis, Enterprise Value/Umsatz, Enterprise Value/EBIT) bewertet. Die Vergleichbarkeit der Verhältniskennzahlen wird in erster Linie durch die Geschäftstätigkeit und die wirtschaftlichen Aussichten bestimmt. Die der Unternehmensbewertung zugrunde liegenden Schätzungen zur Gewinn- und Verlustrechnung, Kapitalflussrechnung und Bilanz sind naturgemäß mit Unsicherheiten behaftet und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern.

Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode besteht ein deutliches Risiko, dass das Kursziel nicht innerhalb des erwarteten Zeitrahmens erreicht wird. Zu den Risiken gehören unvorhergesehene Änderungen des Wettbewerbsdrucks oder der Nachfrage nach den Produkten eines Emittenten. Solche Nachfrage schwankungen können sich z.B. durch Veränderungen technologischer Art, der

konjunkturellen Aktivität, der gesellschaftlichen Wertevorstellungen, des Steuerrechts, der Wechselkurse oder der Regulierungsbestimmungen ergeben.

2. Haftungsausschluss

Diese Finanzanalyse wurde unter Beachtung der deutschen Kapitalmarktvorschriften erstellt und ist 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. Bezuglich der Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten übernimmt die Performaxx Research GmbH jedoch keine Gewähr. Alle Meinungsaussagen spiegeln die aktuelle Einschätzung der Ersteller wider. Diese Einschätzung kann sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Ferner behalten sich die Performaxx Research GmbH, deren verbundene Unternehmen und Mitarbeiter vor, jederzeit Long- oder Shortpositionen an den in dieser Finanzanalyse genannten Unternehmen einzugehen oder zu verkaufen.

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.

3. Urheberrecht

Dieses Werk ist einschließlich aller seiner Teile urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung der Performaxx Research GmbH unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung sowie Verarbeitung in elektronischen Systemen. Alle Charts dieser Finanzanalyse wurden mittels Taipan (www.lp-software.de) erstellt.

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