

Tradegate AG

Zusammenfassung

- **Erfreuliche Zahlen:** Im letzten Geschäftsjahr hat die Transaktionszahl auf Tradegate Exchange um 34 Prozent auf 3,1 Mio. Stück zugenommen, das Handelsvolumen erhöhte sich dabei überproportional um 62 Prozent auf 16,9 Mrd. Euro. Auf dieser Basis konnte die Gesellschaft den Gewinn aus der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit deutlich ausweiten – um 83,6 Prozent auf 4,22 Mio. Euro.
- **Hervorragender Jahresstart:** Infolge der Anbindung neuer Kunden im zweiten Halbjahr 2010 wurde die Transaktionszahl im ersten Quartal der laufenden Periode sogar fast verdoppelt. Das skalierbare Geschäftsmodell erlaubte dabei eine Vervielfachung des Vorsteuerergebnisses (+353 Prozent).
- **Weiteres Potenzial:** Das Wachstumspotenzial ist damit aus unserer Sicht bei Weitem noch nicht ausgereizt. Insbesondere das europäische Ausland bietet noch große Expansionsmöglichkeiten, die zusammen mit dem Aktionär Deutsche Börse erschlossen werden können.
- **200 Prozent Kurspotenzial:** Trotz der zuletzt guten Performance notiert die Aktie aus unserer Sicht immer noch deutlich unter dem fairen Wert, den wir auf 20,50 Euro je Aktie taxieren.

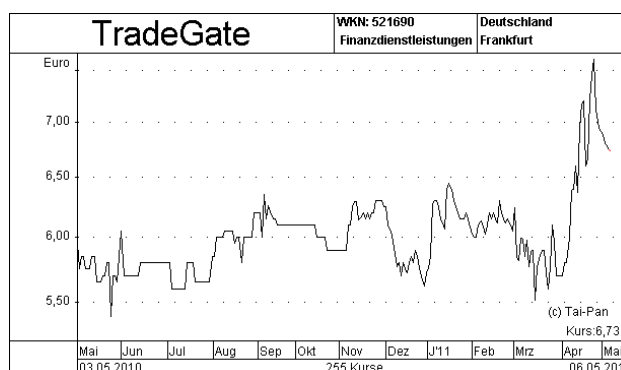
Kaufen (unverändert)

Kursziel

20,50 Euro

Aktueller Kurs

6,75 Euro (Frankfurt)



Kurshistorie (FFM)	1 M	3 M	12 M
Hoch (Euro)	7,61	7,61	7,61
Tief (Euro)	5,80	5,33	5,33
Performance	+16,38%	+10,66%	+15,38%
Ø-Umsatz (Euro/Tag)	49.431	22.668	10.127

Stammdaten

ISIN / WKN	DE0005216907 / 521690
Branche	Finanzdienstleistungen
Sitz der Gesellschaft	Berlin
Internet	www.tradegate.de
Ausstehende Aktien	24,28 Mio. Stück
Datum der Erstnotiz	Oktober 2006
Marktsegment	Entry Standard
Marktkapitalisierung	163,9 Mio. Euro
Free Float	4,7%
Rechnungslegung	HGB

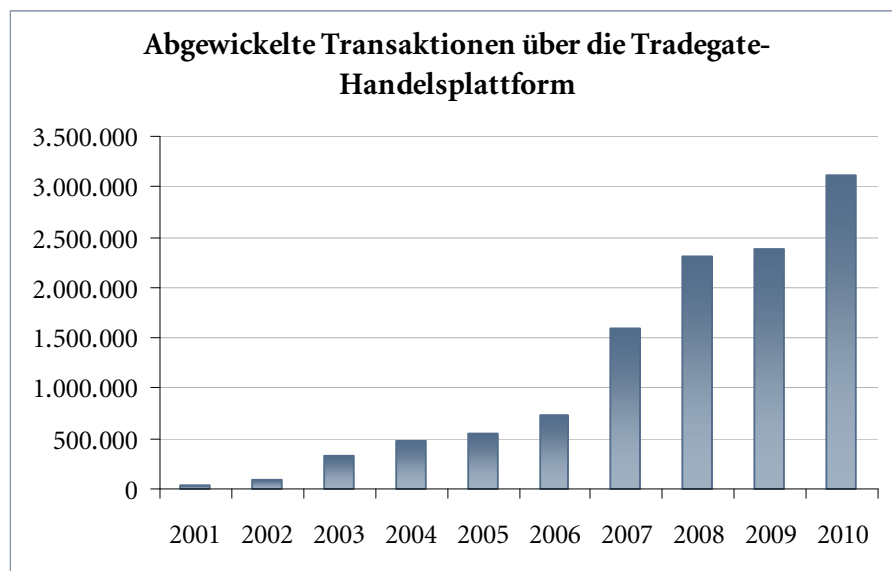
Geschäftsjahr (bis 31.12.)	2009	2010	2011e	2012e		
Rohertrag (Mio. Euro)	14,6	19,7	28,6	40,0	CAGR Rohertrag 09-12 (e)	39,8%
Rohertragswachstum	-11,4%	34,6%	45,0%	40,0%	CAGR EBT 09-12 (e)	92,6%
EBT (Mio. Euro)	2,3	4,2	13,5	16,4	CAGR EpS 09-12 (e)	84,1%
EBT-Marge	15,7%	21,4%	47,3%	41,1%		
EpS*	0,09	0,12	0,38	0,57	Enterprise Value (Mio. Euro)	161,8
Dividende je Aktie	0,08	0,07	0,20	0,30	Buchwert (Mio. Euro)	30,1
KUV	11,20	8,32	5,74	4,10	EV / Umsatz 11 (e)	5,7
KGv	74,2	55,7	17,6	11,9	EV / EBT 11 (e)	12,0
Dividendenrendite	1,2%	1,0%	3,0%	4,4%	Kurs / Buchwert	5,4

*Bereinigt um Zuführungen in den Fonds für allgemeine Bankrisiken

Jüngste Geschäftsentwicklung

Marktdurchdringung fortgesetzt

Nach einer marktbedingten Wachstumspause in 2009 hat das Expansionstempo von Tradegate im letzten Jahr wieder deutlich zugenommen. Dank der Anbindung weiterer Kunden an die Plattform Tradegate Exchange und der damit forcierten Marktdurchdringung in Deutschland erhöhte sich die Zahl der abgewickelten Transaktionen um 34 Prozent auf 3,1 Mio. (siehe Grafik). Durch das gleichzeitig steigende Ordervolumen – von durchschnittlich 4.395 auf 5.443 Euro je Abschluss – stieg das Handelsvolumen dabei sogar überproportional um 62 Prozent auf 16,9 Mrd. Euro. Das zweite Standbein des Unternehmens, das Maklergeschäft in Frankfurt und Berlin, hat zwar immer noch eine gewisse Bedeutung zur Auslastung der Händler, rückt aber gegenüber der Betätigung als Market Specialist bei Tradegate Exchange mehr und mehr in den Hintergrund: Die Plattform sorgte 2010 bereits für 95 Prozent der Geschäftsabschlüsse und 86 Prozent der Erträge.



Quelle: Unternehmen

Deutlicher operativer Ergebnisanstieg

Der vor drei Jahren vollzogene Wandel zur Vollbank bedingte allerdings auch einen deutlichen Anstieg der Verwaltungskosten, der zuletzt durch die Nachwirkungen der Finanzkrise zusätzlich angefacht wurde. Während die Bafin-Gebühren vor 2008 in der Regel zwischen 30 und 50 Tsd. Euro jährlich betrugen, belief sich der Umlagebescheid für die letzte Finanzperiode auf 627 Tsd. Euro. Kompensiert wurde dieser negative Kosteneffekt aber durch die hohe Skalierbarkeit des Geschäftsmodells. Zur Abwicklung der stark wachsenden Geschäftsvolumina musste der Personalbestand kaum aufgestockt werden, Ende 2010 beschäftigte das Unternehmen 43 Händler und damit lediglich einen mehr als ein Jahr zuvor. Dies ermöglichte einen deutlichen Anstieg des Rohertrags um 34,6

Prozent auf 19,69 Mio. Euro, das Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit wurde infolgedessen sogar um 83,6 Prozent auf 4,22 Mio. Euro verbessert.

Geschäftszahlen	GJ 2009	GJ 2010	Änderung
Ergebnis aus Finanzgeschäften	18,70	18,05*	-
Provisionsüberschuss	-4,29	1,48*	-
Zinsüberschuss	0,22	0,17	-22,7%
Rohertrag	14,63	19,69	+34,6%
Erg. gew. Geschäftstätigkeit	2,30	4,22	+83,6%
Jahresüberschuss	2,21	1,14	-48,4%

Angaben in Mio. Euro bzw. Prozent; Quelle: Unternehmen; * Ein Teil der zuvor als Provisionsaufwendungen verbuchten Kosten wird nun dem Ergebnis aus Finanzgeschäften zugerechnet, daher sind die Zahlen mit denen aus 2009 nicht direkt vergleichbar.

Nettoergebnis sinkt wegen buchhalterischem Effekt

Unter dem Strich musste jedoch trotzdem eine Halbierung des Nettogewinns auf 1,1 Mio. Euro hingenommen werden. Dies ist zum Teil auf höhere Steuerzahlungen zurückzuführen, da frühere Verlustvorträge mittlerweile aufgebraucht wurden. Den größten Effekt verursachte jedoch die nach HGB nun erstmals notwendige Einbuchung von 1,8 Mio. Euro in den Fonds für allgemeine Bankrisiken. Hier werden auch künftig 10 Prozent der jährlichen Handels-Nettoerträge eingestellt, bis die Reserve mind. 50 Prozent der durchschnittlichen Nettoerträge erreicht. Dabei ist aber zu betonen, dass es sich bei dieser Position weiterhin um Mittel der Gesellschaft handelt. Auf dieser Basis haben die Organe eine leichte Kürzung der Dividende von 8 auf 7 Eurocent je Aktie vorgeschlagen.

Wachstums- und Gewinn-sprung im ersten Quartal

Nach den erfreulichen Resultaten für 2010 hat sich im ersten Quartal des laufenden Geschäftsjahres die Wachstumsdynamik von Tradegate weiter erhöht. Zwischen Januar und März wurde die Zahl der abgewickelten Transaktionen um beeindruckende 97 Prozent zum Vorjahr gesteigert, das damit korrespondierende Handelsvolumen summierte sich auf 3,15 Mrd. Euro. Mitverantwortlich dafür war die erfolgreiche Neukundenakquise im zweiten Halbjahr 2010. Insbesondere der Anschluss der Deutschen WertpapierService Bank (dwp), mit fast 400 Kunden aus dem Bankensektor die führende Adresse im Bereich Wertpapierabwicklung im deutschen Markt, dürfte seine volle Wirkung entfaltet haben. Infolgedessen konnte Tradegate seinen Marktanteil im Aktienhandel gegenüber den Parkett-/Regionalbörsen (inkl. Frankfurt ohne Xetra) auf 42 Prozent ausweiten und hat damit die Führungsrolle übernommen. Dies spiegelt sich auch im Unternehmensergebnis wider: Sowohl das Ergebnis der normalen Geschäftstätigkeit (4,5 Mio. Euro, +353 Prozent) als auch der Periodenüberschuss (+270 Prozent) wurden im Vorjahresvergleich vervielfacht.

Ausblick

Weiterhin enormes Wachstumspotenzial

Da die Zuwächse auf einer ausgeweiteten Kundenbasis fußen, rechnen wir auch für die übrigen Quartale 2011 mit ansehnlichen Steigerungsraten. Auch für die Folgejahre sind die Wachstumsperspektiven günstig, denn die Expansion in Europa, die zusammen mit dem Aktionär Deutsche Börse umgesetzt wird, läuft erst langsam an. Und wie die Erfahrung in Deutschland zeigt, benötigt die Akquise von Großkunden eine lange Vorlaufzeit. Der Fall dwp verdeutlicht jedoch, dass schon ein einzelner Abschluss einen Wachstumssprung bewirken kann. Vor diesem Hintergrund besitzt das Unternehmen noch über Jahre ein erhebliches Expansionspotenzial.

Schätzungen für 2011 deutlich angehoben

Und den Hebel, den das zusätzliche Geschäftsvolumen auf das Ergebnis ausübt, hat gerade das glänzende erste Quartal verdeutlicht. Wir haben daher unsere ohnehin schon positiven Schätzungen für das Jahr 2011 erheblich angehoben und rechnen nun mit einem Rohertrag von 28,6 Mio. Euro (zuvor 25,7 Mio. Euro), der sich in einem deutlich überproportionalen Gewinnanstieg auf 9,3 Mio. Euro (zuvor 4,6 Mio. Euro, exklusive Zuführung zum Fonds für allgemeine Bankenrisiken) niederschlägt. Für die Folgejahre haben wir aufgrund der nun höheren Basis und der langsamer als erwartet anlaufenden Europa-Expansion die Wachstumsraten etwas zurückgenommen, die Zielmarge (gemessen am Rohertrag) vor dem Hintergrund des jüngsten Profitabilitätssprungs hingegen auf 35 Prozent (zuvor 25 Prozent) erhöht. Die folgende Tabelle zeigt das aus diesen Änderungen resultierende Schätzmodell für die weitere Geschäftsentwicklung in den nächsten acht Jahren:

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Rohertrag (Mio. Euro)	28,6	40,0	54,0	72,8	94,7	118,4	148,0	177,6
Rohertragswachstum		40,0%	35,0%	35,0%	30,0%	25,0%	25,0%	20,0%
Nettorendite	32,6%	34,5%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%
Gewinn (Mio. Euro)	9,32	13,79	18,89	25,50	33,15	41,43	51,79	62,15
Gewinnwachstum		48,0%	37,0%	35,0%	30,0%	25,0%	25,0%	20,0%

Fairer Wert: 20,50 Euro je Aktie

Aus unserem aktualisierten Bewertungsmodell ergibt sich bei einem Eigenkapitalkostensatz von 10,5 Prozent (Umlaufrendite festverzinslicher deutscher Wertpapiere 3,1 Prozent, Risikoprämie 5,3 Prozent, Beta 1,4) und einem ewigen Wachstum von 2,0 Prozent nun ein fairer Ertragswert von 497,8 Mio. Euro oder 20,50 Euro je Aktie. Die Aufwärtsrevision der Geschäftszahlen hat damit eine deutliche Anhebung des Kursziels (zuvor: 16,79 Euro) bewirkt, damit sehen wir aktuell ein Potenzial von mehr als 200 Prozent. Welche Rückwirkungen auf den fairen Wert sich durch eine Variation des ewigen Wachstums und des Diskontierungszinses ergeben, zeigt die folgende Sensitivitätsanalyse. Kein einziger Kurs liegt dabei unterhalb der aktuellen Notierung, im ungünstigsten Fall (Diskontie-

rungszins 11,5 Prozent, ewiges Wachstum 1,0 Prozent) beträgt das Potenzial immer noch mehr als 100 Prozent.

		„ewiges“ Wachstum				
Diskontierungszins		1,0 %	1,5 %	2,0 %	2,5 %	3,0 %
	9,5%	21,67 EUR	22,69 EUR	23,85 EUR	25,17 EUR	26,70 EUR
	10,0%	20,20 EUR	21,08 EUR	22,07 EUR	23,19 EUR	24,48 EUR
	10,5%	18,88 EUR	19,65 EUR	20,50 EUR	21,47 EUR	22,56 EUR
	11,0%	17,71 EUR	18,38 EUR	19,12 EUR	19,95 EUR	20,88 EUR
	11,5%	16,65 EUR	17,24 EUR	17,89 EUR	18,61 EUR	19,41 EUR

Fazit

Unverändertes Anlageurteil: „Kaufen“

Tradegate hat nach einem guten Jahr 2010 einen formidablen Start in die aktuelle Geschäftsperiode hingelegt. Im ersten Quartal konnte die Zahl der abgewickelten Transaktionen fast verdoppelt werden, was beim Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit (+353 Prozent) und beim Periodenüberschuss (+270 Prozent) dreistellige Zuwächse ermöglichte. Dies unterstreicht erneut die hervorragende Skalierbarkeit des Geschäftsmodells, was für die nächsten Jahre weitere spürbare Gewinnzuwächse erwarten lässt. Denn das Unternehmen hat seine Expansion in das europäische Ausland gerade erst begonnen, hier sehen wir noch ein immenses Potenzial. Den fairen Wert taxieren wir daher nun auf 20,50 Euro, mehr als 200 Prozent über dem aktuellen Kurs, das Urteil bleibt „Kaufen“.

Anhang

1. Pflichtangaben gemäß §34b WpHG

Die Performaxx Research GmbH hat durch eine interne Betriebsrichtlinie zur Erstellung von Finanzanalysen, die für alle an der Studienerstellung 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 Studententext 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:

Datum der Veröffentlichung	Kurs bei Veröffentlichung	Anlageurteil
06.09.2010	6,00 Euro	Kaufen
25.05.2010	5,70 Euro	Kaufen

Sofern im Studientext nicht anders angegeben, bezieht sich das Anlageurteil in dieser Studie auf einen langfristigen Anlagezeitraum von mindestens zwölf Monaten. Innerhalb dieses Zeitraums bedeutet das Anlageurteil

- „Kaufen“ 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,
- „Spekulatives 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 Nachfrageschwankungen 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. Bezüglich der Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten übernimmt die Performaxx Research GmbH jedoch keine Gewähr. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle Einschätzung der Ersteller wider. Diese Einschätzung kann sich ohne vorherige Ankündigung ändern. 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