

Tradegate AG

Zusammenfassung

- **Starke Zahlen:** Im ersten Halbjahr ist die Zahl der Transaktionen, die über Tradegate Exchange abgewickelt wurden, um 33,2 Prozent auf 1,46 Mio. gewachsen. Da das Ordervolumen an allen deutschen Börsen insgesamt nur um 14,2 Prozent zugenommen hat, konnten die Berliner ihren Marktanteil erneut ausbauen.
- **Hohes Ertragswachstum:** Das Ergebnis aus Finanzgeschäften legte infolgedessen um 8,9 Prozent auf rund 9 Mio. Euro zu. Auch die Erträge im kleineren Bereich Skontroführung haben sich spürbar verbessert, so dass sich der Nettogewinn explosiv um 184,9 Prozent auf 1,6 Mio. Euro verbesserte.
- **Enormes Wachstumspotenzial:** Auch die weiteren Wachstumsperspektiven bleiben exzellent. Während zunächst ab dem vierten Quartal der Anschluss der dwp-Bank an Tradegate Exchange für einen Schub sorgen dürfte, sollte das weitere Wachstum, und hier insbesondere die Expansion im europäischen Ausland, von der Zusammenarbeit mit dem Aktionär Deutsche Börse profitieren.
- **Aktie stark unterbewertet:** Angesichts des überzeugenden Track Records und der positiven Aussichten sehen wir den fairen Wert mit 16,79 Euro je Aktie deutlich über dem aktuellen Kurs.

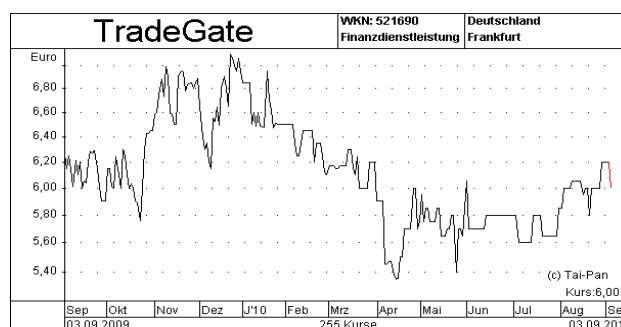
Kaufen (unverändert)

Kursziel

16,79 Euro

Aktueller Kurs

6,00 Euro (Frankfurt)



Kurshistorie (FFM)	1 M	3 M	12 M
Hoch (Euro)	6,20	6,20	7,40
Tief (Euro)	5,80	5,60	5,35
Performance	+5,97%	+8,75%	-2,68%
Ø-Umsatz (Euro/Tag)	839,17	1.027,33	4.345,78

Stammdaten

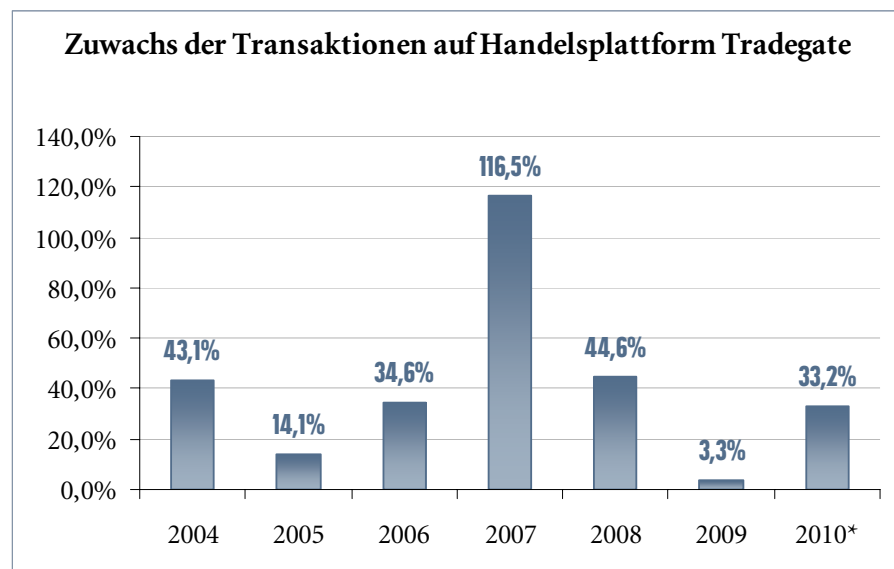
ISIN / WKN	DE0005216907 / 521690
Branche	Finanzdienstleistungen
Sitz der Gesellschaft	Berlin
Internet	www.tradegate.de
Ausstehende Aktien	24,28 Mio. Stück
Datum der Erstnotiz	Oktober 2006
Marktsegment	Entry Standard
Marktkapitalisierung	145,7 Mio. Euro
Free Float	4,7%
Rechnungslegung	HGB

Geschäftsjahr (bis 31.12.)	2008	2009	2010e	2011e		
Rohertrag (Mio. Euro)	16,5	14,6	19,0	25,7	CAGR Rohertrag 08-11 (e)	15,8%
Rohertragswachstum	-9,8%	-11,5%	29,9%	35,0%	CAGR EBT 08-11 (e)	31,1%
EBT (Mio. Euro)	3,0	2,3	4,5	6,7	CAGR EpS 08-11 (e)	29,3%
EBT-Marge	18,0%	15,7%	23,9%	26,1%		
EpS	0,09	0,09	0,13	0,19	Enterprise Value (Mio. Euro)	127,6
Dividende je Aktie	0,45	0,08	0,05	0,07	Buchwert (Mio. Euro)	30,5
KUV	8,82	9,96	7,67	5,68	EV / Umsatz 10 (e)	6,7
KGV	68,2	66,0	46,5	31,6	EV / EBT 10 (e)	28,1
Dividendenrendite	7,5%	1,3%	0,8%	1,2%	Kurs / Buchwert	4,8

Jüngste Geschäftsentwicklung

Starkes Halbjahr

Nach den marktbedingt nur moderaten Zuwächsen im letzten Jahr haben die Transaktionszahlen auf der Handelsplattform Tradegate Exchange, die seit Anfang 2010 zu den regulierten Börsen in Deutschland zählt, in den ersten sechs Monaten 2010 wieder kräftig zugelegt. Bis Ende Juni wurden 1,46 Mio. Orders ausgeführt, 33,2 Prozent mehr als in der entsprechenden Vorjahresperiode. An allen deutschen Börsen legte die Zahl der Trades hingegen nur um 14,2 Prozent zu, so dass das Unternehmen weitere Marktanteile hinzugewinnen konnte. Unter den deutschen Regionalbörsen liegt Tradegate mittlerweile mit einem Anteil von 32 Prozent unangefochten auf dem zweiten Platz hinter dem führenden Frankfurter Parketthandel (Anteil 46 Prozent).



*2010: Halbjahr; Quelle: Unternehmen

Geschäftsbelegung im Bereich Skontroführung

Neben der starken Entwicklung im Kerngeschäft werten wir es als besonders erfreulich, dass auch im Geschäftsbereich Skontroführung ein Aufschwung zu verzeichnen war. Während die letzten Jahre von dem zunehmenden Bedeutungsverlust des Parketthandels und infolgedessen rückläufigen Volumina geprägt wurden, legte nun die Zahl der Schlussnoten um 65,4 Prozent auf 242 Tsd. zu. Das Segment hat zwar für Tradegate nur noch eine Bedeutung als Auslastungsgeschäft für die angestellten Händler, nichtsdestotrotz erwirtschaftet es immer noch positive Deckungsbeiträge. In den ersten sechs Monaten beliefen sich die Provisionserträge auf 1,74 Mio. Euro, nach 0,7 Mio. Euro im Vorjahreszeitraum. Saldiert mit den Provisionsaufwendungen resultierte daraus ein Bereichsergebnis von 0,86 Mio. Euro (Vorjahr -2,14 Mio. Euro). Da 2009 wegen inzwischen geänderter gesetzlicher Vorschriften noch Kostenposten verbucht worden sind, die nicht unmittelbar der Maklertätigkeit zuzurechnen sind, ist die

Entwicklung der Nettocourtage, die binnen Jahresfrist von 398 Tsd. Euro auf 967 Tsd. Euro zugelegt hat, aussagekräftiger für die Ertragskraft des Segments.

Deutliche Ertragssteigerung

Nichtsdestotrotz bleiben die Aktivitäten als Market Spezialist an der Tradegate Exchange, die seit dem Einstieg der Deutschen Börse von den Frankfurtern federführend betrieben wird, das mit Abstand wichtigste Standbein. Der Erfolg des Geschäftsbereichs ist aus dem Ergebnis aus Finanzgeschäften ablesbar, das den Saldo aus dem An- und Verkauf von Wertpapieren widerspiegelt. In den ersten sechs Monaten konnte der Überschuss um solide 8,9 Prozent auf rund 9 Mio. Euro gesteigert werden. Zusammen mit dem Provisions- und dem Zinsüberschuss resultierte daraus ein beachtlicher Anstieg des Rohertrags um mehr als die Hälfte auf 9,9 Mio. Euro, der auch die Basis für eine explosive Steigerung des Nettogewinns um 184,9 Prozent auf 1,6 Mio. Euro darstellte. Die nachfolgende Tabelle zeigt einen Überblick zur Entwicklung der wichtigsten Geschäftszahlen.

Geschäftszahlen	1. HJ 2009	1. HJ 2010	Änderung
Ergebnis aus Finanzgeschäften	8,23	8,96	+8,9%
Provisionsüberschuss	-2,14	0,86	-
Zinsüberschuss	0,15	0,08	-51,3%
Rohertrag	6,24	9,89	+58,6%
Jahresüberschuss	0,56	1,60	+184,9%

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

Ausblick

Großer Schritt nach vorne

Einen weiteren Schub dürfte der auf den Herbst terminierte Anschluss der Deutschen WertpapierService Bank (dwp) an Tradegate Exchange bringen. Das Institut ist mit fast 400 Kunden aus dem Bankensektor die führende Adresse im Bereich Wertpapierabwicklung im deutschen Markt und erweitert nun mit der Anbindung sein Serviceangebot. Für Tradegate könnte dies insbesondere im Bereich der bislang eher zurückhaltenden Sparkassen- und Genossenschaftsbanken, aus deren Umfeld die dwp entstanden ist, den Durchbruch bedeuten. Das Management erwartet daher beginnend mit dem Schlussquartal einen spürbaren Zuwachs der Transaktionszahlen, wenn sich die Marktbedingungen im Vergleich zum Vorjahr nicht verschlechtern.

Europäische Expansion

Damit ist der deutsche Markt sehr gut abgedeckt, so dass künftig der Fokus der Expansion auf das europäische Ausland gerichtet werden kann. Die Erschließung soll dabei insbesondere in Zusammenarbeit mit der Deutschen Börse vorangetrieben werden, deren Xetra-Netzwerk bereits Mitglieder vom ganzen Kontinent enthält. Nach Unternehmensangaben ist die Partnerschaft sehr gut angelaufen, weswegen ab dem vierten Quartal spürbare Impulse in der Neukundenakquise

zu erwarten sind. Das dritte Quartal dürfte hingegen wegen der traditionell handelschwachen Sommermonate gegenüber den Durchschnittswerten aus den ersten sechs Monaten einen Umsatz- und Ergebnisrückgang bringen.

Anhebung unserer Gewinn-schätzung

Insgesamt liegt die Gesellschaft hinsichtlich des Ergebnisses aus Finanzgeschäften voll im Rahmen unserer Erwartungen, das Nettoergebnis ist sogar besser ausgefallen als von uns zuvor antizipiert. Infolgedessen heben wir die Gewinnschätzung für das laufende Jahr von 2,85 auf 3,14 Mio. Euro an, auch für die Folgeperiode nehmen wir eine Aufwärtsrevision auf 4,62 Mio. Euro vor (zuvor: 4,36 Mio. Euro). Die übrigen Parameter bleiben unverändert. Die folgende Tabelle zeigt das aus diesen Annahmen resultierende Schätzmodell für die weitere Geschäftsentwicklung in den nächsten acht Jahren:

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Rohrertrag (Mio. Euro)	19,0	25,7	46,2	73,9	103,4	129,3	155,1	186,2
Rohrertragswachstum		35,0%	80,0%	60,0%	40,0%	25,0%	20,0%	20,0%
Marge	16,5%	18,0%	20,0%	23,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Gewinn (Mio. Euro)	3,14	4,62	9,23	16,99	25,86	32,32	38,78	46,54
Gewinnwachstum		47,3%	100%	84,0%	52,2%	25,0%	20,0%	20,0%

Fairer Wert 16,79 Euro je Aktie

Aus unserem aktualisierten Bewertungsmodell ergibt sich bei einem Eigenkapitalkostensatz von 9,9 Prozent (wegen der aktuell hohen Volatilität erfolgt ein Rückgriff auf den Mittelwert (2,5 Prozent) der Umlaufrendite festverzinslicher deutscher Wertpapiere, Risikoprämie 5,3 Prozent, Beta 1,4) und einem ewigen Wachstum von 2,0 Prozent nun ein Ertragswert von 407,7 Mio. Euro oder 16,79 Euro je Aktie. In Relation zum aktuellen Kurs besteht damit nun ein Aufwärtspotenzial von 180 Prozent.

Dividendenausblick

Trotz der überzeugenden Gewinnentwicklung wird die Gesellschaft nicht, wie in den Vorjahren üblich, den Überschuss vollständig an die Aktionäre ausschütten können. Denn vom Gesetzgeber wird sie im Rahmen des Bilanzmodernisierungsgesetzes dazu verpflichtet, jedes Jahr mindestens 10 Prozent der Nettoerträge des Handelsbestandes in einen Sonderposten für allgemeine Bankrisiken einzustellen (und zwar solange, bis sich dieser auf 50 Prozent der durchschnittlich in den jeweils letzten fünf Geschäftsjahren erzielten jährlichen Nettoerträge aus dem Handelsbestand summiert). Obwohl die neue Vorschrift eigentlich für Unternehmen gedacht ist, die über einen längeren Zeitraum offene risikobehaftete Positionen im Handelsgeschäft eingehen, während Tradegate in der Regel taggleich Gegengeschäfte tätigt, können sich die Berliner der Neuregelung nicht entziehen. Damit verbleiben die erwirtschafteten Mittel nun zu einem größeren Teil im Unternehmen, stärken dort aber künftig das Eigenkapital – auch wenn dies betrieblich nicht notwendig wäre.

Fazit

Unverändertes Anlageurteil: „Kaufen“

Nachdem Tradegate bereits sehr gute Zahlen für das erste Halbjahr vorgelegt hat, sind ab dem vierten Quartal wegen des Anschlusses der dwp-Bank neue Rekorde zu erwarten. Damit ist das Potenzial aber noch lange nicht ausgeschöpft, denn die europäische Expansion zusammen mit dem Aktionär Deutsche Börse läuft gerade erst an. Die Investoren am Kapitalmarkt unterschätzen nach wie vor die daraus resultierenden Wachstumschancen. Wir sehen den fairen Wert aufgrund unserer fundamentalen Kalkulation derzeit bei 16,79 Euro je Aktie und empfehlen das Unternehmen angesichts eines Kurspotenzials von 180 Prozent weiterhin zum Kauf.

Über Performaxx

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

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

Unser Leistungskatalog umfasst:

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

Weiterführende Informationen geben wir Ihnen gerne in einem persönlichen Gespräch.

Sie erreichen uns unter:

Performaxx Research GmbH
Innere Wiener Strasse 5b
81667 München

Telefon: + 49 (0)89 / 44 77 16-0

Fax: + 49 (0)89 / 44 77 16-20

Internet: <http://www.performaxx.de>

E-Mail: kontakt@performaxx.de

Disclaimer

Diese Finanzanalyse wurde unter Beachtung der deutschen Kapitalmarktvorschriften erstellt und ist daher ausschließlich für Kapitalmarktteilnehmer in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt; ausländische Kapitalmarktregelungen wurden nicht berücksichtigt und finden in keiner Weise Anwendung. Diese Finanzanalyse stellt weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Anlageinstrumenten oder zum Tätigen sonstiger Transaktionen dar. Ferner bilden weder diese Veröffentlichung noch die in ihr enthaltenen Informationen die Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendeiner Art. Jedes Investment in Aktien, Anleihen oder Optionen ist mit Risiken behaftet. Lassen Sie sich bei Ihren Anlageentscheidungen von einer qualifizierten Fachperson beraten.

Die Informationen und Daten in der vorliegenden Finanzanalyse stammen aus Quellen, die die Performaxx Research GmbH für zuverlässig hält. Bezüglich der Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten übernimmt die Performaxx Research GmbH jedoch keine Gewähr. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle Einschätzung der Ersteller wider. Diese Einschätzung kann sich ohne vorherige Ankündigung ändern. **Weder die Ersteller noch die Performaxx Research GmbH haften für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art, die im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Finanzanalyse oder deren Befolgung stehen. Mit der Entgegennahme dieses Dokuments erklären Sie sich einverstanden, dass die vorhergehenden Regelungen für Sie bindend sind.**

Angaben gemäß §34b WpHG i.V.m. FinAnV

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

Ersteller der Studie ist Dipl.-Kfm. Holger Steffen (Finanzanalyst). Das für die Erstellung verantwortliche Unternehmen ist die Performaxx Research GmbH. Die Performaxx Research GmbH erstellt und veröffentlicht zu dem hier analysierten Unternehmen pro Jahr voraussichtlich zwei Updates. **Die genauen Zeitpunkte der nächsten Veröffentlichungen stehen noch nicht fest.** In den vorausgegangenen zwölf Monaten hat die Performaxx Research GmbH folgende Studien zu dem hier analysierten Unternehmen veröffentlicht:

<u>Datum der Veröffentlichung</u>	<u>Kurs bei Veröffentlichung</u>	<u>Anlageurteil</u>
25.05.2010	5,70 Euro	Kaufen
15.12.2009	6,49 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“ eine erwartete Steigerung des Börsenwertes von über 25 Prozent, „Übergewichten“ eine erwartete Wertsteigerung zwischen 10 und 25 Prozent, „Halten“ eine erwartete Wertsteigerung bis zu 10 Prozent, „Untergewichten“ eine erwartete Wertminderung um bis zu 10 Prozent und „Verkaufen“ eine erwartete Wertminderung von über 10 Prozent. „Spekulativ kaufen“ bedeutet eine mögliche Wertsteigerung von über 25 Prozent bei überdurchschnittlichem Anlagerisiko, „Spekulatives Investment“ eine mögliche Wertsteigerung von über 25 Prozent bei sehr hohem Anlagerisiko bis zum Totalverlust.

Die Performaxx Research GmbH hat durch eine interne Betriebsrichtlinie zur Erstellung von Finanzanalysen, die für alle an der Studienerstellung mitwirkenden Personen bindend ist, die notwendigen organisatorischen und regulativen Vorkehrungen zur Prävention und Behandlung von Interessenkonflikten getroffen. Folgende Interessenkonflikte können bei der Performaxx Research GmbH im Zusammenhang mit der Erstellung von Finanzanalysen grundsätzlich auftreten:

- 1) Die Finanzanalyse ist im Auftrag des analysierten Unternehmens entgeltlich erstellt worden.
- 2) Die Finanzanalyse wurde dem analysierten Unternehmen vor Veröffentlichung vorgelegt und hinsichtlich berechtigter Einwände geändert.
- 3) Die Performaxx Research GmbH und/oder ein verbundenes Unternehmen halten Long- oder Shortpositionen an dem analysierten Unternehmen.
- 4) Der Ersteller und/oder an der Erstellung mitwirkende Personen/Unternehmen halten Long- oder Shortpositionen an dem analysierten Unternehmen.
- 5) Die Performaxx-Anlegermedien GmbH, ein verbundenes Unternehmen der Performaxx Research GmbH, führt Aktien des hier analysierten Unternehmens in einem (virtuellen) Musterdepot ihres Börsenbriefs „Performaxx-Anlegerbrief“.

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

Urheberrecht

Dieses Werk ist einschließlich aller seiner Teile urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung 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.