

## Tradegate AG

### Zusammenfassung

- **Gewinn verdoppelt:** Im ersten Halbjahr 2011 hat sich die Zahl der über Tradegate Exchange abgewickelten Transaktionen um 67,1 Prozent auf 2,43 Mio. Stück erhöht. Das Unternehmen konnte im Zuge dessen den Gewinn auf 3,75 Mio. Euro verdoppeln.
- **Orderschub durch Börsenturbulenzen:** Auch für das Gesamtjahr zeichnet sich ein Rekordgewinn ab. Wegen der Kapitalmarktturbulenzen lag die Orderzahl im dritten Quartal um ca. 170 Prozent über dem Vorjahr.
- **Expansion in Europa:** Für 2012 erwarten wir eine temporäre Beruhigung der Geschäftsdynamik, da sich die Anleger nach Einbrüchen wie zuletzt in der Regel zunächst einmal mit ihren Handelsaktivitäten zurückhalten. Mittelfristig dürfte das Unternehmen trotzdem vor allem wegen der Fortsetzung der Expansion in Europa den Überschuss deutlich ausweiten.
- **Aktie relativ günstig:** Mit einem aktuellen KGV von 16,4 ist die Aktie derzeit so günstig wie noch nie seit Notizaufnahme. Auch wenn wir für 2012 mit einer kleinen Delle in der Geschäftsentwicklung rechnen, sehen wir ein Kurspotenzial von 131 Prozent und bleiben bei unserer Einstufung als Kauf.

## Kaufen (unverändert)

### Kursziel

11,90 Euro

### Aktueller Kurs

5,15 Euro (Frankfurt)



| Kurshistorie (FFM)  | 1 M    | 3 M    | 12 M    |
|---------------------|--------|--------|---------|
| Hoch (Euro)         | 5,585  | 5,90   | 7,61    |
| Tief (Euro)         | 5,073  | 4,75   | 4,75    |
| Performance         | -1,02% | -4,70% | -15,64% |
| Ø-Umsatz (Euro/Tag) | 4.184  | 8.215  | 14.089  |

### 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  | 125,0 Mio. Euro        |
| Free Float            | 5,1 %                  |
| Rechnungslegung       | HGB                    |

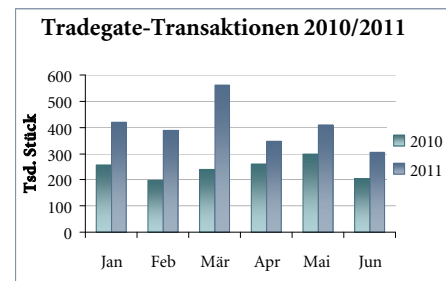
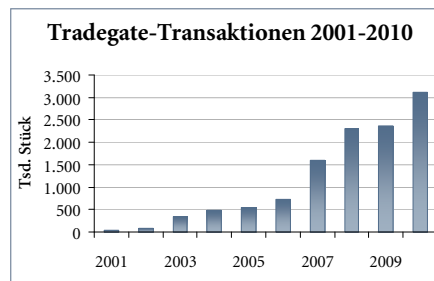
| Geschäftsjahr (bis 31.12.) | 2009   | 2010  | 2011e | 2012e  |                              |       |
|----------------------------|--------|-------|-------|--------|------------------------------|-------|
| Rohertrag (Mio. Euro)      | 14,6   | 19,7  | 31,5  | 26,8   | CAGR Rohertrag 09-12 (e)     | 22,3% |
| Rohertragswachstum         | -11,4% | 34,6% | 60,0% | -15,0% | CAGR EBT 09-12 (e)           | 55,1% |
| EBT (Mio. Euro)            | 2,3    | 4,2   | 11,0  | 8,6    | CAGR EpS 09-12 (e)           | 38,8% |
| EBT-Marge                  | 15,7%  | 21,4% | 35,0% | 32,0%  |                              |       |
| EpS*                       | 0,09   | 0,12  | 0,31  | 0,24   | Enterprise Value (Mio. Euro) | 90,9  |
| Dividende je Aktie         | 0,08   | 0,07  | 0,20  | 0,15   | Buchwert (Mio. Euro)         | 33,6  |
| KUV                        | 8,55   | 6,35  | 3,97  | 4,67   | EV / Umsatz 11 (e)           | 2,9   |
| KGV                        | 56,6   | 42,5  | 16,4  | 21,1   | EV / EBT 11 (e)              | 8,2   |
| Dividendenrendite          | 1,6%   | 1,4%  | 3,9%  | 2,9%   | Kurs / Buchwert              | 3,7   |

\*Bereinigt um Zuführungen in den Fonds für allgemeine Bankrisiken

## Jüngste Geschäftsentwicklung

### Tradegate gewinnt weiter Marktanteile

Tradegate hat im ersten Halbjahr 2011 in einem turbulenten Umfeld erneut überproportional zugelegt. Während die Zahl der Abschlüsse im Maklergeschäft an den Regionalbörsen Berlin und Frankfurt rückläufig war, stieg die Transaktionszahl auf Tradegate Exchange um 67,1 Prozent auf 2,43 Mio. Stück. Das damit korrespondierende Handelsvolumen legte sogar noch stärker zu und lag mit mehr als 14 Mrd. Euro etwa 80 Prozent über dem Vorjahreswert. Damit hat das Unternehmen die etablierten Börsenplätze in punkto Dynamik weit abgehängt. Die Umsätze auf Xetra (incl. Frankfurt Specialist, der ehemalige Parketthandel) erhöhten sich binnen Jahresfrist lediglich um 3,1 Prozent auf 623,7 Mrd. Euro.



Quelle: Unternehmen

### Überschuss verdoppelt

Dank der positiven Entwicklung der Handelsaktivitäten auf Tradegate Exchange konnte das Unternehmen den Nettoertrag aus der Betätigung als Market Specialist um 57 Prozent auf 14,1 Mio. Euro steigern. Der Provisionsüberschuss aus dem in Relation dazu mittlerweile vergleichsweise unbedeutenden Maklergeschäft reduzierte sich hingegen binnen Jahresfrist um ein Drittel auf 0,57 Mio. Euro. In Summe lag der Rohertrag mit 15,16 Mio. Euro um 47,5 Prozent über dem Vorjahr. Dank der weitgehend bestehenden technischen Infrastruktur konnte die Gesellschaft derartige Ertragssprünge schon in der Vergangenheit in überproportionale Gewinnsteigerungen ummünzen; auch im ersten Halbjahr 2011 führten substantielle Skaleneffekte zu einer Gewinnverdoppelung auf 3,75 Mio. Euro.

| Geschäftszahlen              | HJ 2010 | HJ 2011 | Änderung |
|------------------------------|---------|---------|----------|
| Nettohandelsertrag           | 8,96    | 14,10   | +57,0%   |
| Provisionsüberschuss         | 0,86    | 0,57    | -33,3%   |
| Zinsüberschuss               | 0,08    | 0,13    | +72,7%   |
| Rohertrag                    | 10,28   | 15,16   | +47,5%   |
| Erg. gew. Geschäftstätigkeit | 2,31    | 5,26    | +127,5%  |
| Jahresüberschuss             | 1,87    | 3,75    | +100,6%  |

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

### *Glänzender Start ins zweite Halbjahr*

Der überwiegende Teil der Erträge wurde in den ersten drei Monaten des Jahres erwirtschaftet, da in dieser Zeit – auch wegen der Reaktorkatastrophe in Japan – die Transaktionszahlen im Durchschnitt um 98,3 Prozent über dem Vorjahr lagen. Zwischen April und Juni reduzierte sich die Steigerungsrate demgegenüber auf „nur“ noch 40,4 Prozent. Das dritte Quartal bescherte dem Unternehmen wegen der enormen Börsenturbulenzen dann erneut einen Rekord. Die Zahl der Transaktionen erhöhte sich binnen Jahresfrist um ca. 170 Prozent auf geschätzte 1,8 Mio. Neben den Marktschwankungen hat auch der Anschluss neuer Kunden, insbesondere aus dem Sektor Sparkassen und Volksbanken / Genossenschaftsbanken im Laufe der letzten zwölf Monate zu der hervorragenden Entwicklung beigetragen.

## **Ausblick**

### *Idealer Markt für Tradegate*

Angesichts der schwierigen Rahmenbedingungen – Stichwort Euro-Krise und drohende Staatspleiten – gehen wir davon aus, dass die hohe Volatilität am Markt über einen längeren Zeitraum anhalten wird. Das dritte Quartal hat bereits angedeutet, dass Tradegate von derartigen Rahmenbedingungen massiv profitiert. Aber auch darüber hinaus sind die Wachstumsperspektiven des Unternehmens hervorragend. Während die Marktposition in Deutschland kontinuierlich verbessert wird, steckt die Expansion in Europa noch im Anfangsstadium. Auch wenn diese eine längere Anlaufzeit benötigt als erwartet, da bei dem Partner Deutsche Börse die Kapazitäten durch die Fusion mit der NYSE gebunden sind, trauen wir Tradegate unverändert auch jenseits der deutschen Grenzen den Gewinn von Marktanteilen zu.

### *Anpassung der Gewinnschätzung an neue Rahmenbedingungen*

Nach dem starken ersten Halbjahr und dem herausragenden Start in die zweiten sechs Monate gehen wir jetzt davon aus, dass der Gewinnanstieg von Tradegate im Gesamtjahr die Rate aus den ersten sechs Monaten noch übertreffen wird und kalkulieren mit einem Überschuss von 7,6 Mio. Euro. Nach der aktuellen Hochvolatilitätsphase dürfte dann in 2012 möglicherweise eine temporäre Beruhigung in der Geschäftsdynamik anstehen, da nach Rückschlägen wie im laufenden Jahr die Handelsaktivitäten der Anleger in der Regel zunächst einmal zurückgehen und die Wertpapierumsätze – schon allein wegen der gesunkenen Kursbasis – das Niveau des Vorjahres nicht mehr erreichen. Trotz unterstellter weiterer Marktanteilsgewinne gehen wir aus Vorsichtsüberlegungen daher von einem Rückgang des Rohertrags um 15 Prozent aus, der sich in einer überproportionalen Gewinneinbuße niederschlägt. Im Anschluss dürfte die fortgesetzte Expansion auf dem europäischen Kontinent wieder für hohe Zuwächse bei Rohertrag und Überschuss sorgen. 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         |
|-------------------------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Rohhertrag (Mio. Euro)</b> | <b>31,5</b> | <b>26,8</b> | <b>32,1</b> | <b>43,4</b>  | <b>56,4</b>  | <b>70,5</b>  | <b>88,1</b>  | <b>105,7</b> |
| Rohhertragswachstum           |             | -15%        | 20,0%       | 35,0%        | 30,0%        | 25,0%        | 25,0%        | 20,0%        |
| Nettorendite                  | 24,2%       | 22,1%       | 26,0%       | 28,0%        | 30,0%        | 30,0%        | 30,0%        | 30,0%        |
| <b>Gewinn (Mio. Euro)</b>     | <b>7,61</b> | <b>5,91</b> | <b>8,36</b> | <b>12,15</b> | <b>16,92</b> | <b>21,15</b> | <b>26,44</b> | <b>31,72</b> |
| Gewinnwachstum                |             | -22%        | 41,3%       | 45,4%        | 39,3%        | 25,0%        | 25,0%        | 20,0%        |

### *Fairer Wert: 11,90 Euro je Aktie*

Aus unserem aktualisierten Bewertungsmodell ergibt sich bei einem Eigenkapitalkostensatz von 9,9 Prozent (gemittelte Umlaufrendite festverzinslicher deutscher Wertpapiere 2,5 Prozent, Risikoprämie 5,3 Prozent, Beta 1,4) und einem ewigen Wachstum von 2,0 Prozent nun ein fairer Ertragswert von 289 Mio. Euro oder 11,90 Euro je Aktie. Die deutliche Abwärtsrevision des Kursziels ist ausschließlich den geänderten Rahmenbedingungen geschuldet, wegen der Kapitalmarkturbulenzen rechnen wir zumindest in 2012 mit schwachen Börsenumsätzen. Trotzdem besteht immer noch ein Aufwärtspotenzial von 131 Prozent. Welche Rückwirkungen auf den fairen Wert sich durch eine Variation des ewigen Wachstums und des Diskontierungszinses ergeben, zeigt die folgende Sensitivitätsanalyse. Die Spanne der fairen Werte reicht dabei von 9,56 bis 15,81 Euro je Aktie.

|                    |       | „ewiges“ Wachstum |           |                  |           |           |
|--------------------|-------|-------------------|-----------|------------------|-----------|-----------|
| Diskontierungszins |       | 1,0 %             | 1,5 %     | 2,0 %            | 2,5 %     | 3,0 %     |
|                    | 8,9%  | 12,54 EUR         | 13,19 EUR | 13,94 EUR        | 14,80 EUR | 15,81 EUR |
|                    | 9,4%  | 11,66 EUR         | 12,22 EUR | 12,85 EUR        | 13,57 EUR | 14,41 EUR |
|                    | 9,9%  | 10,88 EUR         | 11,36 EUR | <b>11,90 EUR</b> | 12,52 EUR | 13,22 EUR |
|                    | 10,4% | 10,18 EUR         | 10,60 EUR | 11,07 EUR        | 11,60 EUR | 12,20 EUR |
|                    | 10,9% | <b>9,56 EUR</b>   | 9,93 EUR  | 10,34 EUR        | 10,79 EUR | 11,30 EUR |

## Fazit

### *Unverändertes Anlageurteil: „Kaufen“*

Die hochvolatile Börsenentwicklung und weitere Marktanteilszuwächse werden Tradegate nach einem starken ersten Halbjahr auch auf Gesamtjahresbasis einen neuen Rekordgewinn bescheren. Von den Investoren wird dies nicht honoriert, so dass die Aktie mit einem aktuellen KGV von 16,4 so günstig zu haben ist wie noch nie seit der Notierungsmaßnahme. Möglicherweise sorgen sich die Anleger vor einer längeren Baisse, die die Erträge des Unternehmens drücken könnte. Auch wir gehen von einer Delle in 2012 aus, sehen aber darüber hinaus in Europa hervorragende Wachstumsmöglichkeiten, die sich in stark steigenden Erträgen niederschlagen dürften. Wir bleiben daher bei unserer Einstufung als Kauf und sehen aktuell ein Kurspotenzial von 131 Prozent.

## 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 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:

| Datum der Veröffentlichung | Kurs bei Veröffentlichung | Anlageurteil  |
|----------------------------|---------------------------|---------------|
| <b>09.05.2011</b>          | <b>6,75 Euro</b>          | <b>Kaufen</b> |

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 bis zum Totalverlust.

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 abgezinste 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. Mit der Entgegennahme dieses Dokuments erklären Sie sich einverstanden, dass die vorhergehenden Regelungen für Sie bindend sind.**

## 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](http://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](mailto:kontakt@performaxx.de)