

Tradegate AG

Zusammenfassung

- **Spektakulärer Deal:** Mit dem Kauf von 5 Prozent der AG-Anteile durch die Deutsche Börse hat Tradegate kürzlich einen weiteren strategischen Investor gewonnen. Die Vereinbarung räumt den Frankfurtern die Möglichkeit zur Aufstockung der Position bis auf 20 Prozent im Lauf der nächsten Jahre ein, wenn fest definierte Umsatzmeilensteine erreicht werden.
- **Enormes Potenzial:** Wir gehen davon aus, dass Tradegate das Expansionstempo in Europa mit dem starken Partner an der Seite deutlich forcieren kann. Als hilfreich dürfte sich beispielsweise der Rückgriff auf das Xetra-Netzwerk erweisen, das mehr als 400 Institute umfasst.
- **Marktanteilsgewinne:** Schon im Vorfeld der Transaktion hat die Gesellschaft ihren Erfolgskurs fortgesetzt. Während hierzulande die Zahl der Aktien Trades im ersten Halbjahr um 21,2 Prozent zurückging, konnte das über die Plattform abgewickelte Ordervolumen um 16,7 Prozent ausgeweitet werden.
- **Unterschätzt:** Die Investoren haben aus unserer Sicht die Tragweite des Deals mit der Deutschen Börse noch nicht vollständig erfasst. Wir erhöhen unser Kursziel drastisch auf 12,87 Euro und sehen damit ein weiteres Potenzial von 98 Prozent.

Kaufen (unverändert)

Kursziel **12,87 Euro**
Aktueller Kurs 6,49 Euro (Frankfurt)



Kurshistorie (FFM)	1 M	3 M	12 M
Hoch (Euro)	6,95	6,99	6,99
Tief (Euro)	6,15	5,76	3,88
Performance	0,76%	8,85%	66,00%
Ø-Umsatz (Euro/Tag)	17.647	8.741	6.457

Stammdaten

ISIN / WKN	DE0005216907 / 521690
Branche	Finanzdienstleistungen
Sitz der Gesellschaft	Berlin
Internet	www.tradegate.de
Ausstehende Aktien	24,15 Mio. Stück
Datum der Erstnotiz	Oktober 2006
Marktsegment	Entry Standard
Marktkapitalisierung	156,7 Mio. Euro
Free Float	4,2%
Rechnungslegung	HGB

Geschäftsjahr (bis 31.12.)	2008	2009e	2010e	2011e		
Rohertrag (Mio. Euro)	16,5	13,0	16,9	25,4	CAGR Rohertrag 08-11 (e)	15,3%
Rohertragswachstum	-9,8%	-21,3%	30,0%	50,0%	CAGR EBT 08-11 (e)	23,8%
EBT (Mio. Euro)	3,0	1,5	2,9	5,6	CAGR EpS 08-11 (e)	23,8%
EBT-Marge	18,0%	11,2%	17,0%	22,2%		
EpS	0,09	0,04	0,08	0,17	Enterprise Value (Mio. Euro)	136,6
Dividende je Aktie	0,45	0,09	0,14	0,20	Buchwert (Mio. Euro)	39,3
KUV	8,56	9,48	12,06	9,27	EV / Umsatz 09 (e)	10,5
KGV	33,9	73,3	150,7	77,3	EV / EBT 09 (e)	94,2
Dividendenrendite	3,4%	6,9%	1,4%	2,2%	Kurs / Buchwert	4,0

Jüngste Geschäftsentwicklung

Deutsche Börse beteiligt sich an Tradegate

Nach dem im Januar vereinbarten Einstieg des französischen Bankkonzerns BNP Paribas, der mittlerweile rund 20 Prozent der Anteile an der Tradegate AG hält, wurde vor drei Wochen ein weiterer Hochkaräter als strategischen Investor präsentiert. Wie Ende November mitgeteilt, übernimmt die Deutsche Börse 75 Prozent der Tradegate Börsenservice GmbH (künftig: Tradegate Exchange GmbH) und ist in Zukunft damit hauptverantwortlich für den Betrieb des firmeneigenen Handelsplatzes. Darüber hinaus beteiligen sich die Frankfurter mit 5 Prozent direkt an der Aktiengesellschaft, weitere 15 Prozent können in den nächsten Jahren in drei Schritten in Abhängigkeit von der Erreichung fest definierter Meilensteine in der Umsatzentwicklung erworben werden.

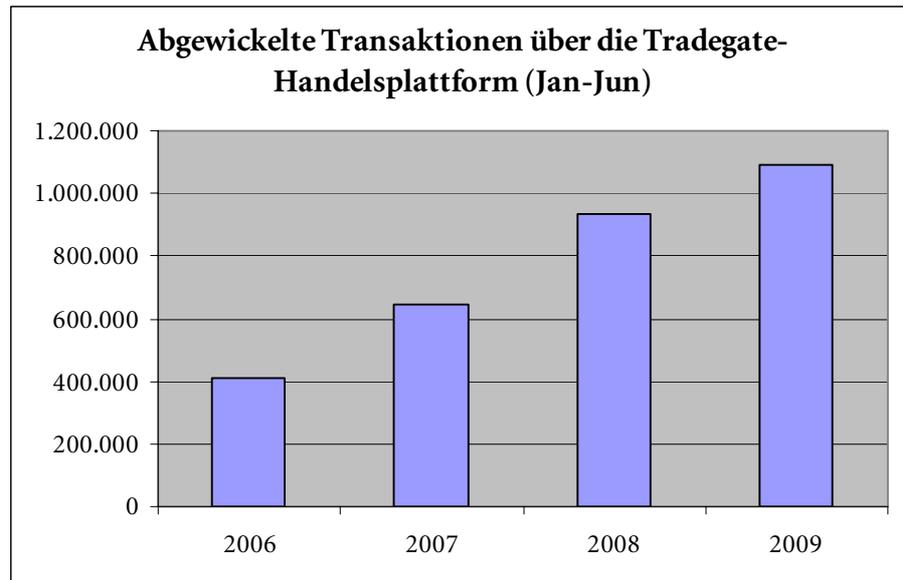
Enormes Entwicklungspotenzial

Der getroffene Deal bringt für das Unternehmen gleich zwei wichtige Vorteile. Einerseits bewirkt der Mehrheitsverkauf der Tradegate Exchange eine auch unter Regulierungsgesichtspunkten – im laufenden Jahr wurde ja die Weiterentwicklung zu einer offiziellen Börse vollzogen – sinnvolle Trennung des Betriebs der Plattform von dem Handelsgeschäft als Market-Specialist. Andererseits bleibt der letztgenannte Bereich, der das Gros der Erträge erwirtschaftet, nicht nur uneingeschränkt in der Alleinverantwortung von Tradegate, sondern könnte durch die Zusammenarbeit mit dem neuen Aktionär einen erheblichen Schub erfahren. Denn die entscheidende Determinante des Erlöswachstums, die Zahl der angeschlossenen Banken, kann durch die Einbindung in die bestehenden Strukturen der Deutschen Börse vermutlich leichter gesteigert werden. So erscheint die Nutzung des Xetra-Netzwerks mit seinen 400 angeschlossenen Institutionen für die künftige Neukundengewinnung nicht unrealistisch, was gegenüber dem bisher praktizierten One-to-One-Vertrieb einen deutlich verbesserten Marktzugang bedeuten würde. Da die Deutsche Börse zudem nur dann einen Zugriff auf weitere Anteile der AG erhält, wenn gewisse Meilensteine in der Erlösentwicklung erreicht werden, dürfte sie selbst ein starkes Eigeninteresse daran haben, Tradegate zu weiteren Nutzern zu verhelfen.

Weitere Marktanteilsgewinne

Der Abschluss mit dem Branchenprimus dürfte auch ein Resultat des anhaltenden Erfolgs der Handelsplattform sein. Im ersten Halbjahr 2009 konnte die Zahl der Transaktionen erneut zweistellig um 16,7 Prozent auf 1,09 Mio. gesteigert werden, obwohl kein weiterer Großkunde angebunden wurde. Dieses erfreuliche Ergebnis steht in deutlichem Kontrast zur allgemeinen Entwicklung der Tradingaktivitäten an allen deutschen Börsen, die im selben Zeitraum mit -21,2 Prozent deutlich rückläufig war. Dies hat Tradegate auch in dem zweiten Standbein, der Tätigkeit als Skrontoführer in Berlin und Frankfurt, zu spüren bekommen. Der Rückgang von 76,7 Prozent der hier abgewickelten Transaktionen dokumentiert aber nicht nur das schwache Umfeld, sondern auch den stetigen Bedeutungsverlust des Parketthandels. Für das Unternehmen ist dies allerdings zu verkraften,

denn der Großteil des Geschäfts wird längst über die eigene Plattform abgewickelt: Zwischen Januar und Juni ist deren Anteil an sämtlichen durchgeführten Orders auf 95 Prozent gestiegen, gegenüber 80 Prozent noch im entsprechenden Vorjahreszeitraum.



Quelle: Unternehmen

Vorübergehender Margen- verzicht

Nichtsdestotrotz ist die Schwäche des Maklergeschäfts in den Erträgen durchaus zu spüren, zumal im Handel derzeit noch eine aggressive Pricing-Strategie zur Gewinnung von Marktanteilen verfolgt wird, die das Gewinnpotenzial limitiert. Daher ist der Rohertrag im ersten Halbjahr mit 6,24 Mio. Euro (-0,2 Prozent) trotz des gestiegenen Handelsvolumens stagniert, wobei ein höherer Ertrag aus Finanzgeschäften durch einen ausgeweiteten negativen Saldo bei den Provisionen aufgezehrt wurde. Dank deutlich reduzierter allgemeiner Verwaltungsaufwendungen konnte unter dem Strich dennoch ein um 521 Tsd. Euro auf 562 Tsd. Euro gesteigener Jahresüberschuss erwirtschaftet werden. Die Relation des Gewinns zum Rohertrag erreicht damit zwar derzeit nicht mehr die Top-Werte vergangener Jahre, als zum Teil mehr als 25 Prozent erzielt wurden, bewegt sich aber mit 9 Prozent immer noch auf einem beachtlichen Niveau.

Geschäftszahlen	1. HJ 2008	1. HJ 2009	Änderung
Ergebnis aus Finanzgeschäften	5,87	8,23	+40,1%
Provisionsüberschuss	-0,21	-2,14	-
Zinsüberschuss	0,59	0,15	-74,1%
Rohertrag	6,25	6,24	-0,2%
Jahresüberschuss	0,04	0,56	+1.270,7%

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

Ausblick

Leichtes Wachstum im Gesamtjahr

Im zweiten Halbjahr dürften nach unserer Einschätzung die Zuwächse bei den abgewickelten Aktien-Transaktionen noch etwas geringer ausfallen als in den ersten sechs Monaten, was aber vor allem an den sehr starken Vergleichswerten aus 2008 liegt. Insbesondere der Oktober hatte damals wegen der extremen Marktschwankungen alle bisherigen Trade-Rekorde weit übertroffen, während das Jahresendgeschäft zusätzlich von der Einführung der Abgeltungssteuer profitierte. Darüber hinaus wurde im laufenden Jahr kein weiterer Großkunde an die Plattform angeschlossen, was in den Vorperioden immer für einen Umsatzschub gesorgt hatte. In Summe rechnen wir daher mit einem moderaten Zuwachs von 4 bis 5 Prozent auf Jahresbasis. Nicht enthalten sind darin allerdings die Resultate der 2009 neu gestarteten Bereiche Fonds und Renten, die zusätzlich jeweils auf Anhieb eine fünfstellige Zahl von Transaktionen erzielen dürften.

Einstieg der Deutschen Börse verspricht Wachstumsschub

Die Geschäftsdynamik wird dank der Partnerschaft mit der Deutschen Börse vermutlich schon 2010 wieder deutlich zunehmen. Wir erwarten nun, dass das Unternehmen zügiger als bislang neue Nutzer für die Plattform erschließen kann, vor allem im europäischen Ausland. Im Zuge dessen haben wir die Steigerungsraten für den Rohertrag ab dem nächsten Jahr kräftig nach oben angepasst, die Wachstumsspitze sehen wir erst 2012 bei einem Plus von 80 Prozent. Für das laufende Jahr kalkulieren wir hingegen vor allem wegen des schwachen Provisionsergebnisses noch mit einem etwas niedrigeren Wert als bislang.

Langfristige Margenperspektive intakt

Aus dem starken Wachstum des Rohertrags, der weitere Marktanteilsgewinne und infolgedessen eine deutliche Ausweitung des Handelsgeschäfts widerspiegelt, resultiert ein überdurchschnittlicher Anstieg der Marge. Denn das Unternehmen dürfte dabei enorme Skaleneffekte erzielen, da über die bereits bestehende Infrastruktur mit lediglich kleinen Adjustierungen im Personalbereich (Händler) auch eine um ein Vielfaches höhere Transaktionszahl abgewickelt werden kann. Wir sehen deshalb einen Anstieg auf 25 Prozent bis 2014 als realistisch an, wobei es durchaus erwähnenswert ist, dass das Unternehmen diesen Wert bereits 2007 – vor der Forcierung der Expansion über ein aggressives Pricing – einmal übertreffen konnte. Die folgende Tabelle zeigt das aus diesen Annahmen resultierende Schätzmodell für die weitere Geschäftsentwicklung des Unternehmens in den nächsten acht Jahren:

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Rohertrag (Mio. Euro)	13,0	16,9	25,4	45,6	73,0	102,2	127,8	153,3
Rohertragswachstum		30,0%	50,0%	80,0%	60,0%	40,0%	25,0%	20,0%
Marge	8,0%	12,0%	16,0%	20,0%	23,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Gewinn (Mio. Euro)	1,04	2,03	4,06	9,13	16,79	25,55	31,94	38,33
Gewinnwachstum		95,0%	100%	125%	84,0%	52,2%	25,0%	20,0%

Fairer Wert 12,87 Euro je Aktie

Aus unserem aktualisierten Bewertungsmodell ergibt sich bei einem Eigenkapitalkostensatz von 10,3 Prozent (risikoloser Zins 2,9 Prozent, Risikoprämie 5,3 Prozent, Beta 1,4) und einem ewigen Wachstum von 2,0 Prozent nun ein fairer Ertragswert von 310,7 Mio. Euro oder 12,87 Euro je Aktie. Gegenüber unserer letzten Indikation vom Juni (7,95 Euro je Aktie) stellt dies eine drastische Anhebung dar, die vor allem auf die verbesserten Wachstumsperspektiven in Europa nach dem Einstieg der Deutschen Börse zurückzuführen ist. In Relation zum aktuellen Kurs besteht damit aktuell ein Aufwärtspotenzial von 98 Prozent.

Fazit

Unverändertes Anlageurteil: „Kaufen“

Tradegate hat mit dem Einstieg der Deutschen Börse einen hervorragenden Deal getätigt, der in seiner ganzen Tragweite von den Investoren nach unserer Einschätzung bislang noch nicht erfasst wurde. Künftig kann das Unternehmen mit dem hiesigen Branchenprimus an der Seite im europäischen Ausland expandieren und seine Weiterentwicklung zum führenden Handelsplatz für Privatanleger auf dem Kontinent forcieren. Wir gehen davon aus, dass die Deutsche Börse über diese Beteiligung am Boom des elektronisch abgewickelten Retailgeschäfts partizipieren will und den Ausbau der Position auf 20 Prozent anstrebt, was im Prinzip eine aktive Förderung der Erlösentwicklung von Tradegate voraussetzt. Aus dieser Konstellation ergibt sich für die Aktie ein enormes Potenzial, wir haben unser Kursziel auf 12,87 Euro angehoben, fast 100 Prozent über der aktuellen Notierung. Unser Urteil lautet unverändert „Kaufen“.

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 eine Studie und 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>
03.06.2009	5,30 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 Wertsteigerung 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 Studiererstellung 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 Market-Maker (www.market-maker.de) erstellt.