

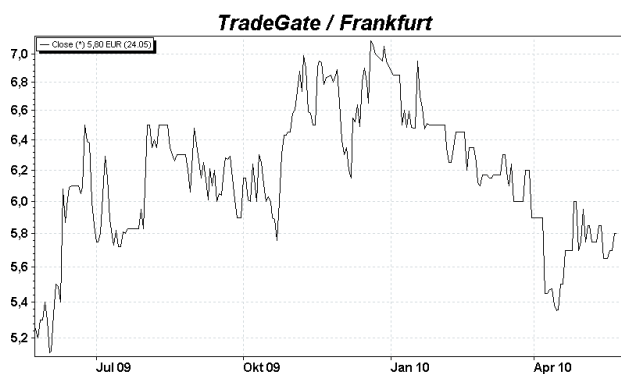
Tradegate AG

Zusammenfassung

- **Weitere Marktanteilsgewinne:** Im Geschäftsjahr 2009 wurden über die Tradegate-Plattform 2,38 Mio. Transaktionen und damit 3,3 Prozent mehr als im Vorjahr abgewickelt. Währenddessen ging das Ordervolumen in Deutschland insgesamt um 26,3 Prozent zurück, so dass die Marktposition weiter ausgebaut wurde.
- **Gewinn auf Vorjahresniveau:** Obwohl die Einnahmen aus der Skontroführung erneut rückläufig waren, da der Parketthandel weiter an Bedeutung verliert, konnte das Ergebnis aus dem Vorjahr mit 2,21 Mio. Euro um 3,2 Prozent übertroffen werden.
- **Starkes erstes Quartal:** Nachdem Tradegate seit dem Jahresbeginn zu den offiziellen Wertpapierbörsen zählt, hat die Plattform einen echten Schub bekommen. Im ersten Quartal lagen die Transaktionen 48 Prozent über dem Referenzwert aus 2009. Für den volatilen Mai rechnen wir mit weiteren Rekorden.
- **Enormes Potenzial:** Auch bezüglich der mittel- und langfristigen Wachstumsperspektiven in Europa sind wir optimistisch, nicht zuletzt wegen der Unterstützung durch den neuen Großaktionär Deutsche Börse. Wir sehen den fairen Wert derzeit bei 16,84 Euro je Aktie.

Kaufen (unverändert)

Kursziel 16,84 Euro
Aktueller Kurs 5,70 Euro (Frankfurt)



Kurshistorie (FFM)	1 M	3 M	12 M
Hoch (Euro)	6,00	6,35	7,10
Tief (Euro)	5,65	5,35	5,12
Performance	3,60%	-10,24%	-5,00%
Ø-Umsatz (Euro/Tag)	497	2.235	5.484

Stammdaten

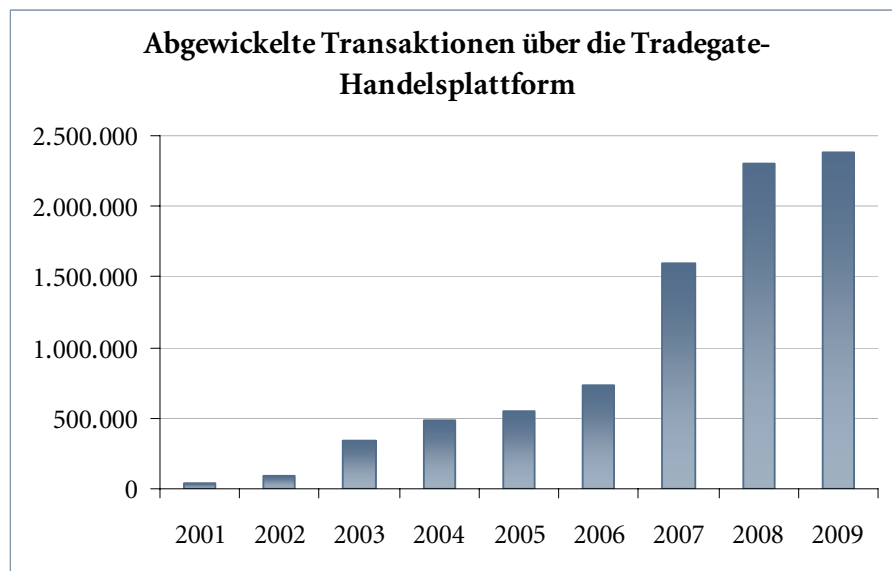
ISIN / WKN	DE0005216907 / 521690
Branche	Finanzdienstleistungen
Sitz der Gesellschaft	Berlin
Internet	www.tradegate.de
Ausstehende Aktien	24,18 Mio. Stück
Datum der Erstnotiz	Oktober 2006
Marktsegment	Entry Standard
Marktkapitalisierung	137,8 Mio. Euro
Free Float	4,2%
Rechnungslegung	HGB

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)	26,8%
EBT (Mio. Euro)	3,0	2,3	4,0	6,1	CAGR EpS 08-11 (e)	26,8%
EBT-Marge	18,0%	15,7%	20,8%	23,6%		
EpS	0,09	0,09	0,12	0,18	Enterprise Value (Mio. Euro)	114,4
Dividende je Aktie	0,45	0,08	0,12	0,18	Buchwert (Mio. Euro)	30,2
KUV	8,34	9,42	7,25	5,37	EV / Umsatz 10 (e)	6,0
KGV	64,5	62,5	48,4	31,6	EV / EBT 10 (e)	28,9
Dividendenrendite	7,9%	1,4%	2,1%	3,2%	Kurs / Buchwert	4,6

Jüngste Geschäftsentwicklung

Weitere Marktanteils- winne

Tradegate hat das Jahr 2009 mit weiteren Marktanteilsgewinnen abgeschlossen. Auf der unternehmenseigenen Plattform wurden insgesamt 2,38 Mio. Transaktionen abgewickelt, ein moderater Zuwachs von 3,3 Prozent zur Vorperiode (siehe folgende Grafik). Zwar lag die Steigerungsrate damit deutlich unter dem Niveau der Vorjahre – das CAGR 2005 bis 2008 beträgt 61,5 Prozent – aber im Wettbewerbsvergleich sind die Ergebnisse trotzdem sehr erfreulich ausgefallen. Denn an allen deutschen Börsen ging die Zahl der Trades im letzten Jahr um 26,3 Prozent auf 256,3 Mio. Stück zurück (Quelle: Deutsche Börse).



Quelle: Unternehmen

Einnahmen aus Skontro- führung weiter rückläufig

Gleichzeitig konnte auch der Umsatz je Transaktion um 2 Prozent auf 4.395 Euro gesteigert werden, so dass insgesamt erstmals in der Unternehmensgeschichte mit 10,445 Mrd. Euro beim Handelsvolumen die zweistellige Milliardenschwelle überschritten werden konnte. Demgegenüber hat das zweite Standbein, die Betätigung als Skontroführer an den Börsen Berlin und Frankfurt, unter dem weiteren Bedeutungsverlust des Parketthandels gelitten, der hier einen Rückgang der abgewickelten Transaktionen um 60,9 Prozent (auf 354 Tsd. Schlussnoten) bewirkte. Damit ist die Bedeutung des Geschäftsbereichs für Tradegate weiter gesunken, mittlerweile werden hier weniger als 5 Prozent der Abschlüsse erzielt.

Rohrertrag übertrifft Schät- zung deutlich

Dies bedingt auch eine spürbare Verschiebung in der Ertragsstruktur der Gesellschaft. Der aus dem Maklergeschäft resultierende Saldo aus Provisionserträgen und -aufwendungen verschlechterte sich binnen Jahresfrist von -2,09 auf -4,29 Mio. Euro. Anders als es diese Entwicklung auf den ersten Blick suggeriert, hat

das Standbein aber unter Berücksichtigung der Fixkosten immer noch eine gewisse Bedeutung als Auslastungsgeschäft für die angestellten Händler. Diese erwirtschafteten erneut das Gros der Erträge auf der eigenen Handelsplattform, der Ergebnisbeitrag summierte sich hier auf 18,7 Mio. Euro, ein Zuwachs um 6,3 Prozent zum Vorjahr. Unter Berücksichtigung des marktbedingt deutlich rückläufigen Zinsüberschusses (217 Tsd. Euro nach 1,01 Mio. Euro) summierte sich der Rohertrag aus dem Kerngeschäft so auf 14,6 Mio. Euro und lag damit zwar unter dem Wert aus 2008, aber deutlich über unserer Schätzung (13 Mio. Euro). Die nachfolgende Tabelle zeigt einen Überblick zu den wichtigsten Kennzahlen.

Geschäftszahlen	GJ 2008	GJ 2009	Änderung
Ergebnis aus Finanzgeschäften	17,60	18,70	+6,3%
Provisionsüberschuss	-2,09	-4,29	-
Zinsüberschuss	1,01	0,22	-78,6%
Rohertrag	16,53	14,63	-11,5%
Jahresüberschuss	2,14	2,21	+3,2%

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

Ergebnis auf Vorjahresniveau

Da das Börsengeschäft von hohen Fixkosten dominiert wird, schlagen sich zusätzliche Einnahmen direkt im Ergebnis nieder. Daher konnte das Unternehmen mit einem Jahresüberschuss von 2,2 Mio. Euro, der damit knapp über dem Vorjahresniveau lag, unserer Ergebnisprognose (1,04 Mio. Euro) sehr deutlich übertreffen. Einen Beitrag dazu lieferten allerdings auch die deutlich gesunkenen Abschreibungen auf Forderungen und Wertpapiere, die 2008 noch marktbedingt bei 1,06 Mio. Euro lagen, nun hingegen mit 53 Tsd. Euro im Prinzip vernachlässigbar waren. Darüber hinaus wogen erwartete Steuererstattungen die notwendigen Zahlungen für 2009 fast auf, so dass nur eine Nettosteuerbelastung in Höhe von 91 Tsd. Euro verbucht wurde.

Volatilität beflügelt Geschäft

Noch besser laufen die Geschäfte im aktuellen Jahr, da Phasen mit hoher Volatilität wie im Januar oder insbesondere in den letzten Wochen die Handelsaktivitäten der Anleger antreiben. Dies schlägt sich in den Transaktionszahlen von Tradegate überproportional nieder, da das Unternehmen in dem turbulenten Umfeld im Vergleich zur Konkurrenz sowohl mit der hohen Stabilität der Systeme auch bei ausgeprägten Schwankungen als auch mit den langen Handelszeiten punkten kann. Dementsprechend erhöhte sich die Zahl der abgewickelten Trades bereits im ersten Quartal um beeindruckende 48 Prozent auf 717 Tsd., für den Mai erwarten wir ein mindestens ebenso hohes Wachstum. Im Gegensatz dazu weitete sich das Orderstückzahl an allen deutschen Börsen in den ersten drei Monaten 2010 nur um 8,2 Prozent aus.

Ausblick

Expansionsphase noch lange nicht beendet

Nach dem jüngsten Schub bei den Transaktionszahlen erwarten wir für das erste Halbjahr starke Zahlen von Tradegate. Damit dürfte die Phase einer dynamischen Expansion aber noch nicht abgeschlossen sein – ganz im Gegenteil. Nach dem Wandel zu einer regulierten Börse und dem Einstieg der Deutschen Börse Ende letzten Jahres (siehe Update vom 15.12.2009) erwarten wir einen weiteren Schub, insbesondere durch eine Expansion in Europa. Der für das Wachstum entscheidende Anschluss neuer institutioneller Partner an die eigene Plattform dürfte durch die Zusammenarbeit mit den Frankfurtern ab dem zweiten Halbjahr entscheidend am Tempo gewinnen. Einen kleinen Vorgeschmack darauf lieferte die jüngste Meldung, der zufolge mit der OnVista Bank erneut einer der großen Onlinebroker in Deutschland als Nutzer der Tradegate Exchange gewonnen werden konnte.

Anhebung der Schätzungen für 2010

Wir sehen daher gute Chancen, dass dem Management der anvisierte Ausbau zur wichtigsten Privatanlegerbörse in Europa auch gelingt. In den ersten Jahren dürfte dabei das Potenzial für einen Margenausbau noch relativ begrenzt sein, da zum Gewinn weiterer Marktanteile unverändert ein aggressives Pricing im Handel verfolgt werden dürfte. Ist eine starke Position auf dem Kontinent erst einmal erreicht, sehen wir Spielraum für eine Ausweitung der Rendite bis auf 25 Prozent (gemessen am Rohertrag). Nichtsdestotrotz erhöhen wir auch schon für das laufende Jahr nach der zuletzt sehr erfreulichen Entwicklung unsere Prognose für den Rohertrag auf 19 Mio. Euro (zuvor: 16,9 Mio. Euro) und erwarten nun einen Jahresüberschuss von 2,85 Mio. Euro (zuvor 2,0 Mio. Euro). Aufgrund der deutlich höheren Basis haben wir den Wachstumsannahmen für die Folgejahre sowie den Pfad für die Margenverbesserung im Gegenzug leicht abgesenkt. Die folgende Tabelle zeigt das aus diesen Annahmen resultierende Schätzmodell für die weitere Geschäftsentwicklung des Unternehmens in den nächsten acht Jahren:

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Rohertrag (Mio. Euro)	19,0	25,7	46,2	73,9	103,4	129,3	155,1	186,2
Rohertragswachstum		35,0%	80,0%	60,0%	40,0%	25,0%	20,0%	20,0%
Marge	15,0%	17,0%	20,0%	23,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Gewinn (Mio. Euro)	2,85	4,36	9,23	16,99	25,86	32,32	38,78	46,54
Gewinnwachstum		53,0%	112%	84,0%	52,2%	25,0%	20,0%	20,0%

Fairer Wert 16,84 Euro je Aktie

Aus unserem aktualisierten Bewertungsmodell ergibt sich bei einem Eigenkapitalkostensatz von 9,7 Prozent (risikoloser Zins 2,3 Prozent, Risikoprämie 5,3 Prozent, Beta 1,4) und einem ewigen Wachstum von 2,0 Prozent nun ein fairer Ertragswert von 407,3 Mio. Euro oder 16,84 Euro je Aktie. Gegenüber unserer letzten Indikation vom Dezember (12,87 Euro je Aktie) stellt dies erneut eine

deutliche Anhebung dar, die zum einen auf die starken Transaktionszahlen aus dem ersten Quartal, aber auch auf das weiter gesunkene Zinsniveau und den damit einhergehenden Diskontierungseffekt zurückzuführen ist. In Relation zum aktuellen Kurs besteht damit nun ein Aufwärtspotenzial von 195 Prozent.

Fazit

Unverändertes Anlageurteil: „Kaufen“

Mit den Transaktionszahlen zum ersten Quartal hat Tradegate zum wiederholten Mal unter Beweis gestellt, dass die selbst entwickelte Handelsplattform – die seit Januar zu den regulierten Börsen zählt – unter Privatanlegern immer weitere Marktanteile gewinnt. Wir gehen davon aus, dass sich dieser Trend im Mai fortgesetzt hat und in den nächsten Jahren, auch dank der Unterstützung des neuen Aktionärs Deutsche Börse, europaweit anhalten wird. Diese Perspektiven sind in der Aktie noch nicht eingepreist, unsere fundamentale Bewertung signalisiert einen fairen Wert von 16,84 Euro je Aktie. Auf dieser Basis bekräftigen wir unser Kaufurteil.

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>
15.12.2009	6,49 Euro	Kaufen
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 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 Market-Maker (www.market-maker.de) erstellt.