

Berliner Effektengesellschaft AG

Stärken und Chancen

- **Erfolgreicher Innovator:** Sowohl im Bank- als auch im Börsengeschäft konnte die BEG mit Quirin bzw. Tradegate zwei innovative Geschäftsmodelle etablieren. Insbesondere der Handelsplattform Tradegate, die jüngst zu einer regulierten Wertpapierbörse aufgewertet wurde, trauen wir in den nächsten Jahren ein rasantes Wachstum zu.
- **Renommierter Partner:** Das Potenzial der Töchter wurde bereits durch das Engagement bedeutender strategischer Investoren bestätigt: Während an Tradegate BNP Paribas und die Deutsche Börse beteiligt sind, ist bei Quirin der international aktive Finanzinvestor RHJ International eingestiegen.
- **Stark unterbewertet:** Die Aktie notiert mit einem hohen Discount von 40 Prozent auf den NAV.

Schwächen und Risiken

- **Kritische Größe:** Die Quirin Bank und Ex-tra Sportwetten haben in ihren Kerngeschäftsfeldern Honorarberatung bzw. Zertifikateemission noch keinen ausreichenden Marktanteil errungen, um dauerhaft profitabel zu wirtschaften.
- **Enorme Schwankungen:** Dienstleistungen rund um den Kapitalmarkt sind von den Schwankungen der Börse überproportional betroffen und daher äußerst zyklisch.

Geschäftsjahr (bis 31.12.)	2007	2008	2009	Wesentliche Beteiligungen	Anteil
Erträge (Mio. Euro)	7,0	11,2	12,2	Tradegate AG Wertpapierhandelsbank	70,92%
Ertragswachstum	68,2%	61,0%	8,2%	Quirin Bank	25,51%
EBT (Mio. Euro)	5,1	9,3	9,2	Ventegis Capital	98,51%
EBT-Marge	72,5%	82,8%	75,9%	Ex-tra Sportwetten	100,00%
EpS	0,36	0,67	0,67		
Dividende je Aktie	0,30	0,00	0,12	Net Asset Value (Mio. Euro)	140,6
KUV	12,12	7,53	6,96	Potenzialwert (Mio. Euro)	348,6
KGV	16,9	9,1	9,2	Kurs-Buchwert-Verhältnis	1,26
Dividendenrendite	4,9%	0,0%	2,0%	Liquidität (Mio. Euro)	5,80

Kaufen (Ersteinschätzung)

Potenzialwert 25,15 Euro
Aktueller Kurs 6,10 Euro (Frankfurt)



Kurshistorie (FFM)	1 M	3 M	12 M
Hoch (Euro)	6,10	6,55	7,14
Tief (Euro)	5,651	5,651	5,05
Performance	1,67%	-5,09%	4,27%
Ø-Umsatz (Euro/Tag)	7.556,66	14.975,03	14.732,37

Stammdaten

ISIN / WKN	DE0005221303 / 522130
Branche	Finanzdienstleistungen
Sitz der Gesellschaft	Berlin
Internet	www.effektengesellschaft.de
Ausstehende Aktien	13,86 Mio. Stück
Datum der Erstnotiz	Juni 1997
Marktsegment	Entry Standard
Marktkapitalisierung	84,6 Mio. Euro
Free Float	18,57 %
Rechnungslegung	IFRS

Unternehmensprofil

Finanzholding mit vier Kernbeteiligungen

Die 1986 gegründete und seit 1997 börsennotierte Berliner Effektengesellschaft (BEG) fungiert als Finanzholding für vier Kernbeteiligungen, die Dienstleistungen rund um den Kapitalmarkt anbieten. Das Spektrum der Aktivitäten reicht dabei vom Betrieb einer eigenen Börse über das Vollbankgeschäft und die Bereitstellung von Venture Capital bis hin zur Emission von Sportzertifikaten. An der Spitze der Dachgesellschaft stehen Gründer Holger Timm als Vorstandsvorsitzender und Dipl.-Ökonom Karsten Haesen, der u.a. über eine umfangreiche Expertise im Bereich Corporate Finance verfügt.

Sukzessive Erweiterung der Aktivitäten

Nachdem die BEG – noch unter der Bezeichnung Berliner Freiverkehr – zunächst als Börsenmakler gestartet war, wurde das Aktivitätsspektrum bereits 1998 um das Bank- und Beteiligungsgeschäft erweitert; aus den damaligen Neugründungen sind die heutigen Ableger Quirin Bank und Ventegis Capital hervorgegangen. Der vielleicht spektakulärste Entwicklungssprung wurde aber im selben Jahr mit der Auslagerung des Maklergeschäfts in eine eigenständige AG eingeleitet, die mittlerweile unter dem Namen Tradegate firmiert. Denn das Unternehmen startete kurz nach dem Millenniumswechsel eine außerbörsliche Aktienhandelsplattform, die sich unter anderem durch ein offenes Orderbuch, Gebührenfreiheit und eine sofortige automatische Transaktionsausführung auszeichnet. Innerhalb einer Dekade hat sich dieses System zur mit Abstand erfolgreichsten Abwicklungsplattform für außerbörsliche Trades von Privatanlegern entwickelt und schließlich Anfang dieses Jahres selbst den Sprung zu einer regulierten Wertpapierhandelsbörse vollzogen.



Quelle: Unternehmen

Renommierte strategische Partner

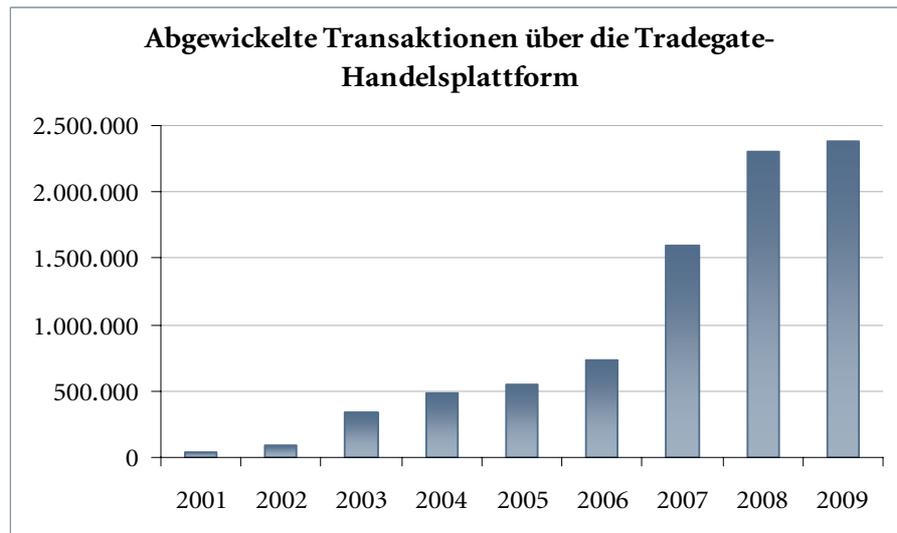
Nicht zuletzt aufgrund der hervorragenden Entwicklung konnten mit BNP Paribas und der Deutschen Börse namhafte Konzerne als strategische Partner gewonnen werden, so dass der Anteil an der Tradegate AG Wertpapierhandelsbank heute noch bei 70,9 Prozent liegt. Auch bei der Quirin Bank wurden zahlreiche weitere Anteilseigner eingebunden, u.a. hält das Management einen Anteil von 13 Prozent. Die BEG ist infolgedessen nur noch mit einer Minderheitsposition beteiligt, bleibt aber zweitgrößter Einzelaktionär. Dagegen sind die Aktien des Sportzertifikate-Anbieters Ex-tra Sportwetten vollständig und von der Beteiligungs- und Beratungsgesellschaft Ventegis größtenteils im Besitz der Finanzholding (siehe dazu Übersicht auf S. 2). Bei letzterer konnte die Quote zuletzt von 95 auf 98,5 Prozent durch ein Umtauschangebot in Aktien der BEG erhöht werden.

Portfolio

Tradegate AG Wertpapierhandelsbank

Tradegate Handelsplattform sehr erfolgreich

In den vergangenen Jahren hat sich die Tradegate AG Wertpapierhandelsbank im Portfolio der BEG immer weiter in den Vordergrund geschoben. Zwar waren die Erlöse aus dem traditionellen Stammgeschäft der Tochter, der Skontroführung an den Börsen Berlin und Frankfurt, wegen des Siegeszugs des elektronischen Handels tendenziell rückläufig, aber dies konnte durch den kontinuierlichen Anschluss weiterer Banken an die außerbörsliche Handelsplattform und den daraus resultierenden Gewinn von Marktanteilen mehr als kompensiert werden. Im Zuge dessen erhöhte sich die Zahl der hier abgewickelten Transaktionen explosiv von rund 500 Tsd. noch im Jahr 2005 auf 2,38 Mio. in 2009.



Quelle: Unternehmen

Aggressives Pricing zur Gewinnung von Marktanteilen

Da zur Beschleunigung der Expansion seit 2008 im Handelsgeschäft unter Inkaufnahme sinkender Margen ein aggressives Pricing verfolgt wurde, spiegeln sich die Marktanteilszugewinne (noch) nicht adäquat in den Tradgate-Ertragszahlen wider. So lag der Überschuss in den letzten beiden Jahren trotz des Wachstums konstant bei etwa 2,2 Mio. Euro.

BNP Paribas und Deutsche Börse als Investoren

Für eine weiterhin positive Entwicklung ist allerdings vorerst weniger der aktuelle Gewinn als vielmehr eine möglichst breite Positionierung als wichtigste Handelsplattform für Privatanleger in Europa entscheidend. Und auf dem Weg dahin wurden in den letzten anderthalb Jahren bedeutende Fortschritte erzielt. Zunächst konnte Anfang 2009 der langjährige Partner BNP Paribas als Aktionär gewonnen werden, was insbesondere die Expansion in dem wichtigen französischen Markt erheblich erleichtern dürfte. Im weiteren Jahresverlauf ist dann auch noch der hiesige Branchenprimus, die Deutsche Börse, hinzu gestoßen. Im Zuge des Einstiegs haben die Frankfurter einen 5-prozentigen Anteil an der Wertpapierhandelsbank sowie die Mehrheit an der Betriebsgesellschaft der Handelsplattform übernommen. Davon verspricht sich Tradegate unter anderem eine deutliche Beschleunigung des Expansionstempos im Ausland, sind doch an die Systeme der Frankfurter mehr als 400 Finanzinstitutionen angeschlossen, die prinzipiell auch für die Nutzung des firmeneigenen Privatanlegerangebots in Frage kommen.

Transformation zur Börse

Gleichzeitig wurde die Handelsplattform durch eine Transformation zu einer regulierten Börse, die unter dem Namen Tradegate Exchange zu Beginn dieses Jahres offiziell gestartet ist, deutlich aufgewertet. Mit dem neuen Status dürften jetzt auch viele Banken erreicht werden, die zuvor die Zusammenarbeit mit einem außerbörslichen Markt gescheut haben. Schon im Vorfeld hat sich zudem die Attraktivität von Tradegate durch eine Ausweitung der handelbaren Wertpapiergattungen erhöht. Bereits seit dem letzten Jahr können die Anleger über die Systeme neben Aktientrades auch Orders für zunächst 1.200 Rentenpapiere und 50 Publikumsfonds abwickeln, die Betreuung des Handels haben die Wertpapierhandelsbanken ICF (Renten) und mwb fairtrade (Fonds) übernommen, die in den jeweiligen Segmenten über das notwendige Spezialwissen verfügen.

Quirin Bank

Innovatives Modell für deutschen Markt

Unter der Führung des ehemaligen Consors-Chefs Karl Matthäus Schmidt ist die Quirin Bank angetreten, das deutsche Finanzgewerbe zu revolutionären. Im Gegensatz zum Gros der Branche, die Produkte gegen üppige Provisionen verkauft, hat das Institut die Honorarberatung mit einer Flatrategebühr eingeführt und verzichtet auf Zahlungen von den Wertpapieremittenten. Abgerundet wird dieser innovative Service durch eine Vermögensverwaltung, die ausschließlich erfolgsabhängig honoriert wird, sowie die Bereitstellung umfassender Research-Informationen.

*Zwei weitere Geschäftsbe-
reiche*

Darüber hinaus hat die Bank noch zwei weitere Standbeine: Zum einen das Investmentbanking für Mittelständler, in dessen Rahmen beispielsweise Kapitalmarkttransaktionen betreut werden, und zum anderen Outsourcingdienste für kleinere Privatbanken oder ausländische Institute, etwa zur Transaktionsabwicklung oder im Bereich Portfolio-Management.

*Trotz rasantem Wachstum
noch defizitär*

Mit dem innovativen Geschäftsmodell stößt Quirin durchaus auf regen Zuspruch. Mittlerweile konnte das Unternehmen im Bereich der Honorarberatung 6.000 Mandate gewinnen und hat 1,6 Mrd. Euro Assets under Management, so dass im letzten Jahr in diesem Segment ein Einnahmewachstum um 83 Prozent auf 7,7 Mio. Euro erzielt werden konnte. Ähnlich erfreulich sind die Erträge aus dem Investmentbanking (8,8 Mio. Euro, +144 Prozent) und der Provisionsüberschuss aus Outsourcingdiensten (4,5 Mio. Euro, +15 Prozent) ausgefallen. Dass unter dem Strich trotzdem ein Verlust in Höhe von 7,4 Mio. Euro ausgewiesen werden musste, liegt an den hohen Fixkosten im Bereich Personal und Verwaltung, die durch die Erträge plangemäß noch nicht gedeckt werden. Nichtsdestotrotz zeigte sich der Vorstand angesichts der erzielten Zuwächse optimistisch, mit dem Honorarmodell weitere Marktanteile gewinnen zu können. Dass diese positive Einschätzung durchaus auch von externen Experten geteilt wird, zeigt die Tatsache, dass im letzten Jahr mit RHJ International ein bekannter Finanzinvestor als neuer Großaktionär gewonnen werden konnte.

Ventegis Capital

Beratung und Beteiligung

Diese BEG-Tochter ist 2001 aus der Fusion der Berliner Effektenbeteiligungsgesellschaft mit dem Konkurrenten Cybermind hervorgegangen und ist auf zwei synergetischen Geschäftsfeldern aktiv. Einerseits berät sie Unternehmen hinsichtlich aller Fragestellungen rund um das Thema Aktienplatzierung und Börseneinführung. Im Rahmen dessen werden beispielsweise Private Placements oder Kapitalerhöhungen organisiert sowie in enger Zusammenarbeit mit Trade-gate auch Listings durchgeführt (allerdings üblicherweise keine IPOs). In vielen Fällen tritt die Firma andererseits selbst als Kapitalgeber auf, bevorzugt in der Frühphase der Unternehmensentwicklung und im Verbund mit weiteren Investoren. In der Regel werden dabei zwischen 0,5 und 1,5 Mio. Euro bereitgestellt und eine Beteiligungsdauer von drei bis fünf Jahren angestrebt.

*Aktuell sieben Beteiligun-
gen*

Ein anschauliches Beispiel dieser Strategie stellt die im April dieses Jahres durchgeführte Folgefinanzierung für die Nanda Technologies GmbH, einen Hersteller von Waferinspektionssystemen, dar. Ventegis hatte sich hier ursprünglich zusammen mit dem Investoren-Netzwerk brains-to-ventures sowie mit dem Technologie Beteiligungsfonds von Bayern engagiert, für die neue Kapitalaufnahme in Höhe von 4 Mio. US-Dollar wurden nun zusätzlich die Kreditanstalt für Wiederaufbau sowie der belgische Wagnisfinanzierer Capital-E ins Boot geholt. Dank dieser Unterstützung dürfte das Start-up inzwischen zu den aussichts-

reichsten Ventegis-Beteiligungen gehören. Daneben enthält das Portfolio derzeit u.a. Anteile an einem Solarzellenproduzenten, einem Factoring-Anbieter sowie einem Softwarehaus. Einen aktuellen Überblick zeigt die folgende Tabelle.

Beteiligungen	Branche	Sitz	Seit	Anteil
Aupeo!	eRadio	Berlin	2009	12,42%
1. Iuventa Capital	Seed-Finanzierung	Berlin	2000	11,80%
Die Skonto AG	Factoring	Iserlohn	2007	13,06%
Inubit AG	Software	Berlin	2005	15,26%
Nanda Technologies	Inspektionssysteme	Unterschleißheim	2006	10,77%
Sulfurcell GmbH	Solarzellen	Berlin	2002	2,79%
Thinfilm Solar Fonds	Investmentfonds	Berlin	2008	21,43%

Quelle: Unternehmen

Bereits ein Exit in 2010

Bis zum ersten Quartal 2010 zählte darüber hinaus das Biotechnologieunternehmen Vita 34 zum Portfolio, das sich auf die Aufbewahrung von Nabelschnurblut spezialisiert hat. Nachdem sich die Gesellschaft mittlerweile auf dem deutschen Markt etabliert hat und in Europa expandiert, war der richtige Zeitpunkt für den Exit gekommen, der mit einem Verkauf der Aktien über die Börse realisiert wurde. Die Auswirkungen auf die Ertragslage schätzen wir allerdings als relativ gering ein, da sich der Anteil an Vita 34 Ende 2009 auf lediglich 1,1 Prozent belief. Nichtsdestotrotz ist der gelungene Verkauf ein Zeichen für eine Aufhellung des Marktumfelds, das noch im Vorjahr keinen Exit zugelassen hat. Da das Beratungsgeschäft ebenso unter der Flaute zu leiden hatte, musste insgesamt 2009 noch ein Verlust in Höhe von 1,04 Mio. Euro ausgewiesen werden.

Ex-tra Sportwetten

Neues Geschäftsmodell für Wettbranche

Ähnlich wie die Quirin Bank in ihrem Segment schickt sich auch die Wiener Gesellschaft Ex-tra Sportwetten an, ihre Branche zu revolutionieren. Anders als die großen Konkurrenten bwin, sportingbet oder unibet basiert das Geschäftsmodell nicht auf dem individuellen Abschluss von Wetten mit Kunden zu der zuletzt kommunizierten Quote. Stattdessen beschränkt sich das Unternehmen auf den Bereich der Langzeitwetten – etwa den Ausgang der Bundesligasaison oder der Formel-1-Weltmeisterschaft – und emittiert dazu handelbare Zertifikate (etwa „Meister Bayern München“ oder „Weltmeister Michael Schumacher“ mit einem fest definierten Einlösebetrag, wenn das Ereignis eintritt). Mit diesem Instrument können sich die Kunden ohne großen Aufwand ständig neu positionieren, die Handelsaktivitäten schaffen darüber hinaus einen echten Markt für Quoten und Wahrscheinlichkeiten – eine bedeutende Innovation für die Branche in Europa.

Kleiner Player

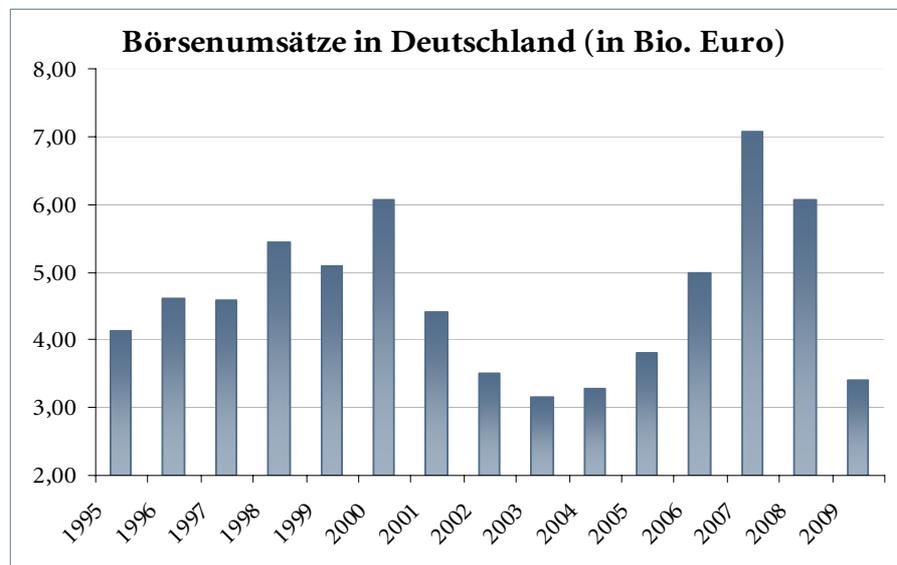
Den Jahresfinanzbericht zum Geschäftsjahr 2009 hat das Unternehmen bislang noch nicht veröffentlicht, deswegen stützen wir uns an dieser Stelle auf die

Sechsmonatszahlen. Diese dokumentieren, dass es der Gesellschaft trotz der ansprechenden Produkteigenschaften noch nicht gelungen ist, mit den Sportzertifikaten signifikante Marktanteile zu erobern. Zum 30. Juni standen lediglich Erträge aus der Rücknahme von Zertifikaten in Höhe von 81,6 Tsd. Euro in der Bilanz, dem standen Aufwendungen aus diesem Bereich in Höhe 120,8 Tsd. Euro gegenüber. Unter dem Strich musste daher ein Periodenfehlbetrag von 96,3 Tsd. Euro hingenommen werden, wodurch sich das Eigenkapital auf schmale 147,2 Tsd. Euro reduzierte.

Marktumfeld

Berg- und Talfahrt an den Börsen

Für drei der vier Kernbeteiligungen der BEG stellt das Kapitalmarktumfeld einen entscheidenden Einflussfaktor dar. So werden die Transaktionen auf Tradegate durch die Handelsaktivitäten der Anleger determiniert, die in einem engen Zusammenhang mit der Entwicklung der Börse stehen. Ebenso wie im Beteiligungs- und Kapitalmarktberatungsgeschäft (Ventegis) sowie im Investment Banking (Quirin) können die höchsten Erlöse in der Regel bei freundlichen Rahmenbedingungen erzielt werden, wenn man von den Effekten einer steigenden Marktdurchdringung abstrahiert. Dementsprechend schwierig waren die letzten beiden Jahre, wie die nachfolgende Grafik verdeutlicht.



Quelle: Deutsche Börse

IPO-Aktivität sinkt zwischenzeitlich auf Null

Dasselbe Bild zeigt auch ein anderer Indikator für die Verfassung des Kapitalmarktes – die IPO-Aktivitäten. Da die Unternehmen den Gang an die Börse über ein öffentliches Verkaufsangebot in der Regel nur dann wagen, wenn sich attraktive Preise realisieren können, geht das Interesse an Börsengängen und damit

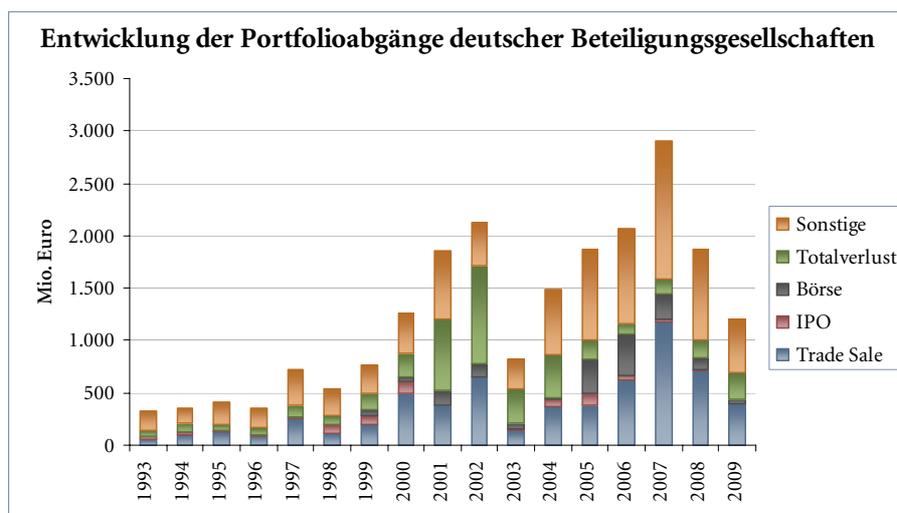
auch die Anzahl der Mandate für entsprechend positionierte Dienstleister in Baissephasen in der Regel dramatisch zurück. So auch in den letzten zwei Jahren, wie die folgende Grafik veranschaulicht. Demgegenüber zeigt das laufende Jahr erste spürbare Anzeichen einer Erholung.



Quelle: PWC

**Beteiligungsbranche auf
freundliche Börse angewiesen**

Diese Entwicklung stellt insbesondere Beteiligungsunternehmen vor Probleme. Denn das Going Public stellt für sie einen zentralen und meistens auch den lukrativsten Exitkanal dar. Darüber hinaus werden auch die anderen Veräußerungsmöglichkeiten durch den Börsenverlauf stark beeinflusst, da die erzielbare Bewertung von den Multiples an der Börse stark determiniert wird.



Quelle: BVK

*Beteiligungsmarkt mit
rasantem Einbruch*

Der jüngste Kapitalmarkteinbruch zeigt sich daher spiegelbildlich auch in der Entwicklung des deutschen Beteiligungsmarktes. Während im Zyklushoch 2007 noch Desinvestitionen in Höhe von 2,9 Mrd. Euro zu Buche standen, von denen nur ein sehr kleiner Teil (4,8 Prozent) auf Totalverluste entfiel, reduzierten sich die Abgänge bis zum letzten Jahr auf 1,2 Mrd. Euro. Gleichzeitig explodierte die Ausfallquote bis auf einen Spitzenwert von 47,3 Prozent im zweiten Quartal 2009. Erst danach sorgte das wieder freundlichere Börsenumfeld für eine graduelle Entspannung.

*Honorarberatung mit Po-
pularitätsgewinnen*

Damit hatte die Rezession tiefgreifende Auswirkungen in den meisten Zweigen des Finanzgewerbes – am stärksten betroffen waren aber zweifelsohne die Banken, die im Zentrum der Turbulenzen standen. Da hierbei aber insbesondere die großen Player im Rampenlicht standen und an Reputation eingebüßt haben, könnte sich die Krise für Nischenplayer wie die Quirin Bank sogar positiv auswirken. Dies umso mehr, als auch das provisionsbasierte Standard-Vertriebsmodell im Zuge der Krise in die Kritik geraten ist und stattdessen das Konzept der unabhängigen Honorarberatung deutlich an Popularität gewonnen hat.

Geschäftsentwicklung

*Tradegate-Ausschüttungen
prägen AG-Ergebnis*

Als Finanzholding generiert die BEG keine eigenen Umsätze, so dass die AG-Geschäftszahlen maßgeblich durch die Entwicklung der Beteiligungserträge geprägt werden. Da die Quirin Bank im Geschäftsaufbau noch nicht ausschüttungsfähig ist, Ex-tra Sportwetten defizitär arbeitet und Exiterlöse bei Ventegis diskontinuierlich und selten anfallen, wurden die Erträge in den letzten Finanzperioden von den Tradegate-Ausschüttungen dominiert. Im Jahr 2008 haben sich diese in Relation zur Vorperiode durch eine Sonderausschüttung der Gewinnrücklagen mehr als verdoppelt, was auch bei der BEG zu einem Gewinnprung von 86 Prozent auf 9,32 Mio. Euro führte. Dieses Niveau konnte 2009 nahezu verteidigt werden, obwohl der Dividendenzufluss auf 1,47 Mio. Euro deutlich zurückging. Aber der erwähnte Einstieg der neuen Tradegate-Partner und neue Planrechnungen bedingten eine Zuschreibung in Höhe von 7,6 Mio. Euro auf den Beteiligungswert, der sich in einem drastischen Anstieg der sonstigen betrieblichen Erträge niedergeschlagen hat. Einen Überblick zu den wichtigsten Kennzahlen zeigt die nachfolgende Tabelle.

AG-Geschäftszahlen	2007	2008	2009
Sonstige betriebliche Erträge	1,74	0,46	10,63
Erträge aus Beteiligungen	5,07	10,42	1,47
Ergebnis gewöhnliche Geschäftstätigkeit	5,06	9,30	9,22
Jahresüberschuss	5,01	9,32	9,23

Quelle: Unternehmen

**Krisenjahr 2008 hinterlässt
Spuren im Konzern**

Da die konsolidierten Konzernzahlen nicht von der Ausschüttungspolitik der Töchter (hier: Tradegate) beeinflusst werden, zeigen sie natürlich ein etwas anderes Bild. So wurde auf Konzernebene 2007 das bisher höchste Ergebnis der vergangenen drei Jahre erwirtschaftet, das vor allem auf den hohen Tradegate-Gewinn zurückzuführen war. Im Anschluss belasteten dann jedoch drei Sonderfaktoren die Ertragslage und führten zum Ausweis eines Konzernverlustes von 2,7 Mio. Euro in 2008. Zum einen machte sich das in einem schwachen Börsenumfeld stark rückläufige Maklergeschäft von Tradegate bemerkbar, weswegen das Provisionsergebnis von 0,29 auf -1,85 Mio. Euro drehte. Die rückläufigen Kurse führten darüber hinaus zu Abschreibungen im Beteiligungs- und Wertpapierbestand und infolgedessen zu einer Ergebnisbelastung von 3,0 Mio. Euro (Vorjahr +0,46 Mio. Euro). Zu guter Letzt weiteten sich auch die Anlaufkosten der at-equity berücksichtigten Quirin Bank aus, weswegen sich der entsprechende GUV-Posten von -1,7 auf -3,8 Mio. Euro mehr als verdoppelte.

Konzernzahlen	2007	2008	2009
Zinsüberschuss nach Risikovorsorge	1,86	1,97	0,38
Handelsergebnis	18,13	17,83	18,37
Rohertrag	20,28	17,95	14,79
Betriebsergebnis	3,59	-5,16	-2,86
Konzernjahresüberschuss	6,72	-2,70	1,92

Quelle: Unternehmen

**In 2009 wieder Gewinn
erzielt**

In 2009 haben sich diese Effekte zum Teil umgekehrt oder zumindest abgeschwächt. So folgten auf die hohen Abschreibungen im Vorjahr in einem wieder besseren Marktumfeld nun Zuschreibungen im Beteiligungs- und Wertpapierbestand in Höhe von 0,53 Mio. Euro. Zudem hat sich die Belastung durch die Quirin Bank auf -2,1 Mio. Euro verringert, was zum einen auf eine operative Ergebnisverbesserung, zum anderen auf einen gesunkenen BEG-Anteil nach der Durchführung von Kapitalerhöhungen zurückzuführen ist. Eine weitere Verschlechterung musste hingegen im Maklergeschäft von Tradegate hingenommen werden, dessen Provisionsergebnis nun bei -3,96 Mio. Euro lag, was aber durch ein gutes Handelsergebnis (18,37 nach 17,83 Mio. Euro) im Kerngeschäft teilweise kompensiert werden konnte. Entscheidend für die Entwicklung des Jahresüberschuss war aber schließlich der Verkauf von Anteilen an Tradegate, der das sonstige betriebliche Ergebnis auf 5,52 Mio. Euro katapultierte (Vorjahr 3,64 Mio. Euro) und damit auch einen Konzerngewinn von 1,92 Mio. Euro ermöglichte.

Bewertung

Entwicklung des NAV

Ohne eigenes operatives Geschäft stellt der Substanzwert der bestehenden Beteiligungen, ausgedrückt im Net Asset Value, eine maßgebliche Kennzahl für den aktuellen Wert der BEG dar. Da die drei wichtigsten Ableger der Holding börsennotiert sind, liefert eine Orientierung an deren Marktwert eine gute Indikation. Für Ex-tra Sportwetten scheint hingegen aufgrund einer geringen Erlösbasis und einer untergeordneten Bedeutung vereinfachend der Buchwert des Eigenkapitals angemessen. Hinzuaddiert werden muss darüber hinaus die Nettoliquidität der Dachgesellschaft. Die folgende Tabelle zeigt die daraus resultierende Indikation für den NAV:

Net Asset Value	Anteil	Marktwert	Anteilswert
Tradegate	70,92%	137,8	97,73
Quirin	25,51%	78,0	19,90
Ventegis	98,51%	17,3	17,04
Ex-tra Sportwetten	100,00%	0,1	0,15
Summe			134,81
Liquidität			5,80
NAV			140,61
Je Aktie (in Euro)			10,14

In Mio. Euro, bzw. Prozent; Quelle: Unternehmen, eigene Berechnungen

Discount von 40 Prozent

Auf diesem Weg errechnet sich ein NAV von 140,6 Mio. Euro oder 10,14 Euro je Aktie, während die BEG an der Börse derzeit lediglich bei 6,10 Euro notiert. Damit besteht ein sehr hoher Discount von 40 Prozent auf den Substanzwert.

Abschätzung des Potenzialwerts

Allerdings unterliegt dieser Bewertungsansatz dem Manko, dass der Free Float von Tradegate und Ventegis sehr gering ist, weshalb die Marktkapitalisierungen durch eine geringe Liquidität verzerrt sein können. Deswegen nehmen wir für die wichtigsten Beteiligungen eine separate Wertbestimmung vor und ermitteln im Anschluss den Potenzialwert der BEG im Rahmen eines Sum-of-parts-Ansatzes.

Tradegate

Bezüglich des Ertragswertes von Tradegate verweisen wir auf unsere Analyse vom 25.05.2010. Demgemäß sehen wir den fairen Wert des Unternehmens aufgrund glänzender Ertragsperspektiven bei 407,3 Mio. Euro, auf den Anteil der BEG entfällt dementsprechend ein Wert von 288,9 Mio. Euro.

Quirin Bank

Für die Quirin Bank haben wir einen überschlägigen Ertragswert mit einem Diskontierungszins von 9,9 Prozent (wegen der aktuell hohen Volatilität gemittelte Umlaufrendite von 2,5 Prozent, Marktrisikoprämie 5,3 Prozent, Beta 1,4) ermittelt. Dabei sind wir davon ausgegangen, dass das Unternehmen bis 2012 in

allen drei Kernbereichen stark wachsen kann, im Anschluss lassen wir die Steigerungsraten in zwei Schritten bis auf 10 Prozent p.a. zurückgehen. Auf der Ergebnisseite gelingt in zwei Jahren der Break-even, zum Ende des Detailbetrachtungszeitraums kann eine Marge von 10 Prozent auf die Bruttoeinnahmen erwirtschaftet werden. In Verbindung mit einem anschließenden ewigen Ertragswachstum von 2 Prozent resultiert daraus ein fairer Wert von 115,1 Mio. Euro, bzw. ein Anteilswert der entsprechenden Position im BEG-Portfolio von 29,4 Mio. Euro.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Beratung	12,0	16,8	23,5	29,4	36,8	40,4	44,5	48,9
Investmentbanking	15,0	22,5	33,8	42,2	52,7	58,0	63,8	70,2
Outsourcing	5,5	6,9	8,6	10,7	13,4	14,8	16,2	17,9
Einnahmen (Mio. Euro)	32,5	46,2	65,9	82,3	102,9	113,2	124,5	137,0
Steigerungsrate		42,1%	42,6%	25,0%	25,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Marge	-	0,0%	6,0%	8,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Gewinn (Mio. Euro)	-4,88	0,00	3,95	6,59	10,29	11,32	12,45	13,70
Gewinnwachstum		-	-	66,7%	56,3%	10,0%	10,0%	10,0%

Detailprognose der Geschäftszahlen von Quirin

Ventegis

Für die Berechnung des Potenzialwertes von Ventegis verfolgen wir wiederum einen Sum-of-parts-Ansatz unter Nutzung von Ertragswerten für die einzelnen Beteiligungen, wenn eine ausreichende Datenbasis vorliegt. Ansonsten setzen wir die Buchwerte vom 31.12.2009 an.

Portfolioübersicht

Die folgende Übersicht fasst die Ergebnisse unserer Potenzialwertabschätzung zusammen, wobei aus Diskretionsgründen auf konkrete Angaben zu den einzelnen Beteiligungsunternehmen verzichtet werden muss. Stattdessen ordnen wir die Gesellschaften nach drei Wertkategorien (> 5 Mio. Euro, 1-5 Mio. Euro, 0-1 Mio. Euro), die zumindest einen Anhaltspunkt bieten, wie groß die Bedeutung des jeweiligen Unternehmens für den von uns ermittelten Potenzialwert des Ventegis-Portfolios ist.

Beteiligungen	Anteil	Anteilswert in Mio. Euro
Aupeo!	12,42%	0-1
1. Iuventa Capital	11,80%	0-1
Die Skonto AG	13,06%	1-5
Inubit AG	15,26%	1-5
Nanda Technologies	10,77%	1-5
Sulfurcell GmbH	2,79%	>5
Thinfilm Solar Fonds	21,43%	>5

Potenzielle Marktwerte der Beteiligungen; Quelle: Unternehmen, eigene Schätzungen

Ventegis-Potenzialwert
24,79 Mio. Euro

Der von uns auf Basis konkreter Daten und Schätzungen zu den Beteiligungsunternehmen ermittelte potenzielle Marktwert des Portfolios inklusive der Nettoliquidität der Gesellschaft liegt derzeit bei 24,79 Mio. Euro. Das Aktienpaket im Besitz der BEG kann dementsprechend mit 24,4 Mio. Euro angesetzt werden.

Kurspotenzial von 312
Prozent bei Ausschöpfung
des Potenzialwertes

Bei Ex-tra Sportwetten nutzen wir aufgrund der untergeordneten Bedeutung erneut den Buchwert, auch die Angaben zur Liquidität bleiben unverändert. Daraus resultiert ein langfristiger Potenzialwert von 348,6 Mio. Euro oder 25,15 Euro je Aktie für die BEG bei einer planmäßigen Weiterentwicklung von Tradegate, Quirin und der Beteiligungen von Ventegis sowie Einnahmen in Höhe des Buchwerts aus dem Engagement bei Ex-tra Sportwetten. Gegenüber dem aktuellen Kurs bedeutet dies ein enormes Aufwärtspotenzial von 312 Prozent.

Potenzialwert	Anteil	Schätzwert	Anteilswert
Tradegate	70,92%	407,30	288,86
Quirin	25,51%	115,08	29,36
Ventegis	98,51%	24,79	24,42
Ex-tra Sportwetten	100,00%	0,147	0,147
Summe			342,78
Liquidität			5,80
Potenzialwert			348,58
Je Aktie (in Euro)			25,15

In Mio. Euro, bzw. Prozent; Quelle: Unternehmen, eigene Berechnungen

Fazit

Unser Anlageurteil:
„Kaufen“

Die BEG hat sich im letzten Jahrzehnt als höchst innovativer Wegbereiter für neue Geschäftsmodelle in der Finanzwirtschaft erwiesen. Sowohl die Quirin Bank als auch Tradegate konnten sich in ihren Segmenten erfolgreich etablieren und gewinnen kontinuierlich Marktanteile. Insbesondere die Handelsplattform von Tradegate, die seit dem Jahresbeginn zu den regulierten Börsen in Deutschland zählt, verfügt über ein enormes Wachstumspotenzial in Europa, das nach dem Einstieg der Deutschen Börse nun zügig erschlossen werden dürfte. Von den Investoren wurde dies aber noch nicht adäquat belohnt. Der Net Asset Value der BEG, der sich in erster Linie aus den anteiligen Börsenwerten der Beteiligungen und der Nettoliquidität berechnet, liegt 66 Prozent über dem derzeitigen Marktkapitalisierung, der von uns ermittelte langfristige Potenzialwert sogar um 312 Prozent. Diesen Holdingabschlag halten wir für deutlich übertrieben, wir sehen ein erstes Kursziel beim aktuellen NAV von 10,14 Euro und empfehlen den Wert 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 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>
(keine, Ersteinschätzung)		

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.