

trading-house.net AG

Stärken und Chancen

- *Stimmiges Geschäftsmodell im Brokerage-Geschäft:* Durch ein modulares und vielseitiges Angebot für das Onlinebrokerage hat sich die Gesellschaft im Segment der aktiven Trader fest etabliert. Für die Fortbildung der Anleger wird dabei sogar eine eigene Börsenakademie unterhalten.
- *Lukrative Expansion:* Auf Basis dieses etablierten Standbeins wird nun die Expansion in den Bereichen webbasierte Finanzportale und im Platzierungsgeschäft bspw. von Aktienemissionen forciert.
- *Starkes Wachstum:* Im April des laufenden Geschäftsjahres konnte das Unternehmen den Umsatz mit 162.340 Euro vervielfachen und einen Gewinn von 50.410 Euro erwirtschaften. Die erfolgreiche Neukundengewinnung im Brokerage wird dabei von der rasanten Steigerung der Nutzerzahlen bei www.ad-hoc-news.de noch übertroffen. Bereits nach dem nächsten Geschäftsjahr könnte der Umsatz aus dem Portalgeschäft den Brokeragebereich überflügeln.
- *Hohes Kurspotenzial:* Der Kapitalmarkt hat die neue Dynamik noch nicht berücksichtigt. Im Rahmen unserer Bewertungsmodelle erhalten wir einen fairen Unternehmenswert je Aktie von 27,54 Euro (Peer-Group) und 29,32 Euro (Ertragswert je Aktie) bzw. ein Kurspotenzial von 124 bis 138 Prozent.

Schwächen und Risiken

- *Zyklisch:* Die Erlöse im Brokerage werden durch die schwankenden Handelsaktivitäten der Anleger erheblich beeinflusst. Durch den starken Ausbau des Onlinegeschäfts dürfte sich die Abhängigkeit von Börsentransaktionen allerdings reduzieren.

Kaufen (Ersteinschätzung)

Aktueller Kurs 12,32 Euro

Stammdaten

ISIN	DE0006632201
Branche	Finanzdienstleistungen
Sitz der Gesellschaft	Berlin
Internet	www.trading-house.net
Ausstehende Aktien	0,427 Mio. Stück
Marktsegment	Entry Standard
Marktkapitalisierung	5,3 Mio. Euro
Free Float	> 75 %

Kursentwicklung



Quelle: Market Maker

Hoch / Tief (12 Monate)	12,32 Euro / 6,49 Euro
Performance (12 Monate)	68,5 %
Ø-Umsatz (30 Tage)	ca. 11 Tsd. Euro

Kennzahlen

Geschäftsjahr (bis 30.06.)	05/06	06/07(e)	07/08(e)	08/09(e)
Erträge (Mio. EUR)	0,35	1,23	2,90	4,64
EpS (EUR)	-0,20	-0,23	0,92	1,63
Dividende / Aktie (EUR)	-	-	-	-
KUV	14,99	4,28	1,81	1,13
KGV	-	-	13,4	7,6
Dividendenrendite	-	-	-	-

Unternehmensprofil

Innovativer Finanzdienstleister

Der Berliner Direktbroker trading-house.net AG wurde im Jahr 1998 als Spezialanbieter für Kunden mit hohen Handelsaktivitäten (aktive Trader) gegründet. Dabei verbindet das Unternehmen die Kostenvorteile des Online-Brokerage mit einem umfassenden Beratungs- und Betreuungsangebot, für das u.a. auch eine eigene Börsenakademie unterhalten wird. Als synergetische Ergänzung dieses Leistungsspektrums wurde die Geschäftstätigkeit im letzten Jahr auf den Betrieb und die Vermarktung von Finanzportalen erweitert. Durch die Gründung der Tochter ipo finance AG erfolgt aktuell darüber hinaus der Einstieg in das Geschäftsfeld der Emissionsberatung und -betreuung. Zur Bewältigung der Expansion wurde die Zahl der Mitarbeiter seit dem letzten Geschäftsjahr deutlich aufgestockt. Nachdem noch in der Finanzperiode 2004/05 lediglich fünf Personen für die Berliner tätig waren, liegt die Zahl der Beschäftigten derzeit bereits bei 21. An der Unternehmensspitze steht nach wie vor der Firmengründer und Alleinvorstand Rafael Müller.

Kerngeschäft Full- Service-Brokerage

Die Brokerage-Sparte ist das bisher wichtigste Standbein der Gesellschaft und adressiert vor allem sehr aktive Trader. Dieser Kundengruppe werden in Kooperation mit ausgewählten renommierten Banken professionelle Handelsplattformen zur Verfügung gestellt, über die zahlreiche Asset-Klassen wie Aktien, Derivate und Devisen gehandelt werden können. Ein Kernelement des Geschäftsmodells ist dabei der persönliche und individuelle Kundenservice, der über qualifizierte Mitarbeiter erbracht wird. Durch den modularen Rückgriff auf verschiedene Einzellösungen kann dem Nutzer durch den Betreuer ein Paket zusammengestellt werden, das exakt seinen individuellen Anforderungen entspricht. Als ergänzendes Angebot führt das Unternehmen darüber hinaus mehrere vollautomatisierte Handelssysteme im Portfolio, die von erfolgreichen internationalen Tradingfirmen entwickelt wurden. Wählt ein Anleger eine solche Lösung aus, übernehmen die Programme im Anschluss selbständig die Ausführung einer bestimmten Handelsstrategie. Da sich die damit abgedeckten Strategien in der Vergangenheit als sehr lukrativ erwiesen haben, sieht das Unternehmen in der Bereitstellung dieser Tools ein wesentliches Abgrenzungsmerkmal gegenüber der Konkurrenz.

Akademie unterstützt den Brokerage-Bereich

Neben einem umfassenden Service und einer individuellen Konfigurierung der angebotenen Handelslösungen stellt die Bereitstellung von Spezialwissen einen weiteren zentralen Baustein des Geschäftsmodells dar. Bereits im Jahr 2000 hat die Gesellschaft zu diesem Zweck eine eigene Börsenakademie gegründet, die seitdem regelmäßig Seminare und Workshops zu verschiedenen kapitalmarktrelevanten Fragestellungen durchführt. Mittlerweile haben mehr als 9.000 Anleger an Veranstaltungen des Ablegers teilgenommen. Die Schulungen sollen dabei nicht nur den Anlageerfolg und damit auch die Zufriedenheit der eigenen Kun-

den erhöhen, sondern sie dienen auch als wichtiges Instrument für die Ansprache neuer Kunden. Nach Angaben des Unternehmens wechseln nahezu 100 Prozent der Teilnehmer kostenpflichtiger Seminare im Anschluss zu trading-house.net, während von den Besuchern der kostenlosen Road-Shows immer noch beachtliche 15 bis 20 Prozent als Kunden gewonnen werden.

Finanzportale erweitern Erlösbasis

Um den Informationsbedarf der Kunden mit eigenen Lösungen zu bedienen und zudem die Erlöspotenziale aus verwandten Geschäftsfeldern zu nutzen, erfolgte im letzten Jahr der Einstieg in den Markt für Webportale. Als erstes Angebot wurde die Seite www.ad-hoc-news.de initiiert, über die auf eine breite Palette börsenrelevanter Nachrichten und Einschätzungen zurückgegriffen werden kann. Innerhalb von nur einem halben Jahr konnten hier die monatliche Besucherzahl (visits) von 20.000 auf 350.000 und die Seitenaufrufe (page impressions) auf rund 1,8 Mio. gesteigert werden (Stand: Ende April). Die Gesellschaft arbeitet derzeit an dem Ausbau des Angebots zu einem umfangreichen Börsenportal mit allen wichtigen Funktionalitäten. Durch das starke Wachstum der Nutzerzahl konnte im Februar die Vermarktung der Internetseite mit verschiedenen Werbeformaten erfolgreich aufgenommen werden. Während damit im Februar Erlöse von 18.000 Euro erzielt wurden, summierten sich die Umsätze im Folgemonat bereits auf 33.000 Euro.

IPO-Geschäft als jüngstes Standbein

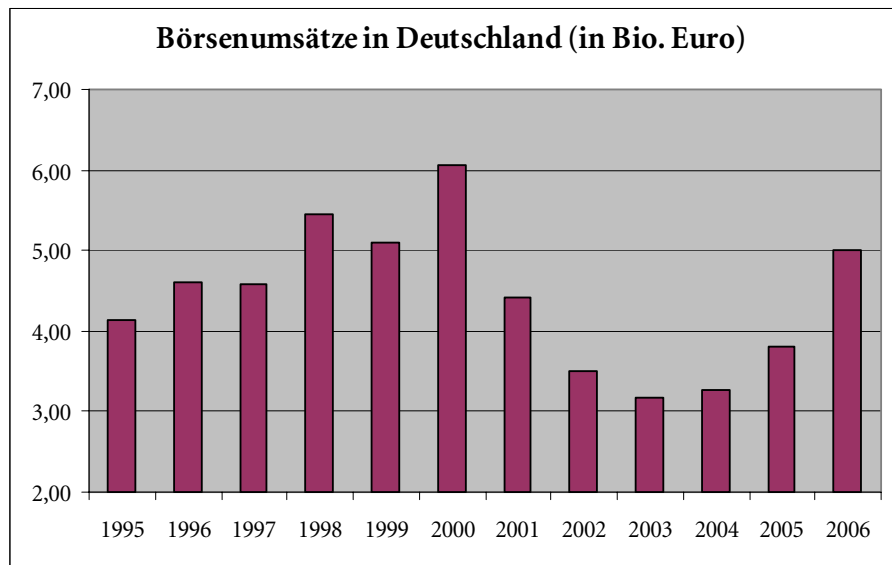
Mit der Gründung der ipo finance AG i.G. wird derzeit der vorerst letzte Schritt zur Komplettierung des Leistungsspektrums vollzogen. Die neue Tochter wird als unabhängiges Investmenthaus für Börsengänge von kleinen und mittleren Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von 5 bis 50 Mio. Euro positioniert. Auf Basis der bestehenden Erlaubnis zur Anlage- und Abschlussvermittlung durch die Bafin soll den Mandanten in diesem Rahmen ein „One-Stop-Shop“-Angebot unterbreitet werden, das von der notwendigen Betreuung und Beratung bis hin zur Abwicklung der Platzierung von Aktienemissionen z.B. aus durchgeführten Kapitalmaßnahmen reicht. Damit besetzt die Gesellschaft eine aussichtsreiche Nische zwischen nicht regulierten IPO-Consultern, die keine Aktien platzieren dürfen, und den Banken, die sich in der Regel auf größere Emissionen konzentrieren.

Markt und Strategie

Handelsaktivität im Aufschwung

Der Großteil der Erlöse von trading-house.net wird bislang durch Provisionserlöse aus dem Brokerage generiert. Die Handelsaktivitäten der Anleger üben somit einen großen Einfluss auf den Geschäftserfolg der Berliner aus. Parallel zur hohen Volatilität der großen Aktienindizes in den letzten Jahren durchlief dabei auch das Ordervolumen an den Börsen eine regelrechte Berg- und Talfahrt (siehe folgende Grafik). Nach dem Ende der Hausse zur Jahrtausendwende sind die

Umsätze am deutschen Kapitalmarkt in den Folgejahren zunächst stark eingebrochen. Der im Jahr 2003 einsetzende Aufwärtstrend konnte mit einer gewissen zeitlichen Verzögerung die Handelsaktivitäten dann allerdings nachhaltig beleben. Im letzten Jahr wurde bereits wieder ein Wertpapiervolumen von 5 Bio. Euro abgewickelt – zwar immer noch deutlich weniger, als im letzten Boomjahr 2000, aber schon 58 Prozent mehr als im Tiefpunkt des Zyklus (Quelle: Deutsche Börse). In der laufenden Periode setzt sich der Aufschwung mit einer erhöhten Dynamik fort: Zwischen Januar und März lag der Börsenumsatz bei 1,78 Bio. Euro und damit 37,6 Prozent über dem Wert aus dem ersten Quartal 2006.



Quelle: Deutsche Börse

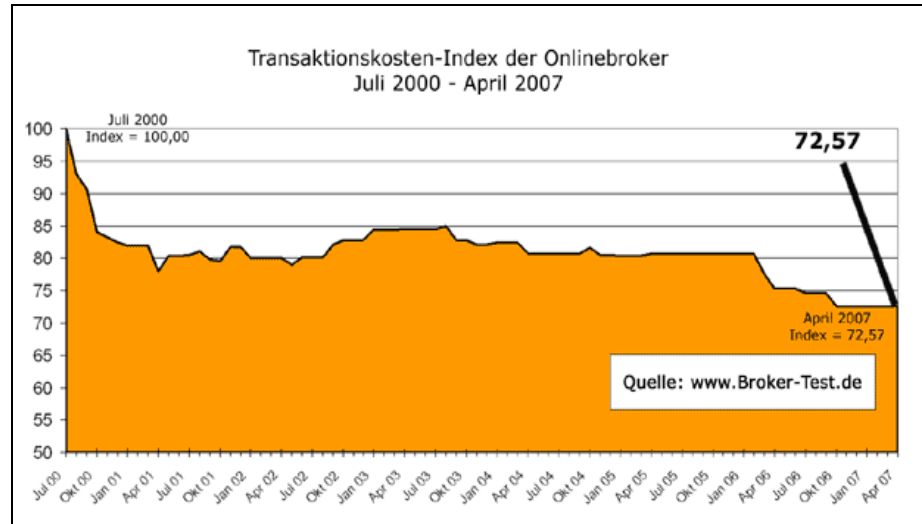
Privatanleger noch zurückhaltend

Die großen Adressen der Branche konnten von dieser Entwicklung in den ersten drei Monaten nur unterproportional profitieren. Bei der börsennotierten DAB Bank hat die Zahl der ausgeführten Transaktionen im ersten Quartal nur um 4,7 Prozent zugelegt, beim Marktführer Comdirect lag der Zuwachs der Orderzahl sogar bei lediglich 1,7 Prozent. In diesen Zahlen dürfte sich widerspiegeln, dass der Aufschwung der Handelsvolumina an den Börsen zum Großteil auf das Engagement professioneller Marktteilnehmer zurückzuführen ist, was in der Tendenz einem auf aktive Trader spezialisierten Anbieter wie trading-house.net zugute kommt. Die Privatanleger haben dagegen ihre Geschäfte bislang nur moderat ausgeweitet.

Konkurrenzintensives Geschäft

Darüber hinaus zeigen die Resultate aber auch den hohen Konkurrenzdruck, unter dem die Anbieter im Online-Brokerage-Markt nach wie vor stehen. Der intensive Kampf um Marktanteile bei Privatanlegern hat in den letzten Jahren zu einem stetigen Absinken der durchschnittlichen Gebühren für den Wertpapierhandel geführt. In dem von Broker-Test erhobenen Transaktionskosten-Index

wurde in den letzten beiden Monaten der niedrigste Stand seit dem Beginn der Messung verzeichnet (siehe folgende Grafik).



Quelle: www.Broker-Test.de

Erhebliche Investitionen in den Geschäftsausbau

In diesem Umfeld setzt trading-house.net konsequent auf eine Positionierung als Nischenanbieter, der sich durch das umfassende Betreuungs- und Serviceangebot vom breiten Markt differenziert und vom reinen Preiswettbewerb abkoppelt. Nach einer erfolgreich platzierten Kapitalerhöhung Ende 2005 wurde daher in der Folgezeit insbesondere im personellen Bereich in die Erweiterung des eigenen Sales-Teams investiert.

Ausweitung der Produktpalette

Zur Stärkung der Position bei der Kernkundschaft – den aktiven Tradern – wurde darüber hinaus in den letzten Jahren das Produktangebot erheblich ausgeweitet. Bereits im Jahr 2001 ist die Gesellschaft in den mittlerweile boomenden CFD-Brokerhandel eingestiegen und konnte sich mit dem neuen Standbein in kurzer Zeit ein hohes Ansehen erarbeiten: bei der diesjährigen Brokerwahl wurde in der Kategorie „Futures Broker“ der dritten Platz belegt – noch vor so namhaften Konkurrenten wie ABN Amro oder E*Trade. Aufbauend auf dem Erfolg in diesem Segment gehört seit 2005 auch der Devisenhandel zu den angebotenen Finanzprodukten. Die Gesellschaft ermöglicht den Kunden dabei sowohl den Börsenhandel (sog. „DMA-Handel“), als auch Geschäfte mit einzelnen Banken (sog. „Market-Maker-Handel“) und sieht in den dafür bereitgestellten professionellen Trading-Plattformen ein Alleinstellungsmerkmal im Markt. Ein dritter wichtiger Baustein zum Ausbau der Produktpalette erfolgte schließlich im letzten Jahr mit der Integration von automatischen Handelssystemen und Handelssignalen. Die Nutzung der vorgefertigten Tradingmuster ist für den Anwender in der Regel mit hohen Lerneffekten verbunden und wird dementsprechend von den Kunden stark frequentiert. Mittlerweile setzt etwa jeder dritte Trader die

Systeme zumindest zeitweise ein. trading-house.net generiert daraus etwa 15 bis 20 Prozent der Brokerage-Umsätze.

Hebung von Synergien

Neben dem Ausbau der Position im Kerngeschäft forciert das Management die Erschließung verwandter Geschäftsbereiche mit hohen Synergien als Erlösquellen. Als besonders vielversprechend wurde dabei die Etablierung von eigenständigen Portalen im Internet eingestuft – bevorzugt im Finanzbereich. Gerade hier kann das Unternehmen die in den vergangenen Jahren aufgebaute Vernetzung in der Branche zur Generierung von Content gewinnbringend einsetzen. Ein erfolgreiches Börsen-Informationsportal stellt zudem ein eigenständiges Medium für die Werbung und die Kundeninformation dar und bietet somit eine ideale Ergänzung zum Brokerage-Geschäft. Der erste erfolgreiche Schritt in diesem Terrain erfolgte nach der Einstellung von IT-Fachkräften mit der Lancierung der Seite www.ad-hoc-news.de. Da das Portal von den Anlegern sehr gut aufgenommen wurde, stehen nun zunächst der Ausbau der Inhalte und die Intensivierung der Werbeakquise auf der Agenda, die im Februar des Jahres mit dem Aufbau einer eigenen Vermarktungsabteilung begonnen wurde. Frühestens Ende des Jahres dürfte das Unternehmen dann damit beginnen, die angewandte Technologie auch auf andere Themenbereiche zu übertragen.

Gute Startposition für das Platzierungsgeschäft

Ein stark frequentiertes Börsenportal ist auch ein wesentliches Asset für den erfolgreichen Aufbau des Platzierungsgeschäfts. Die notwendige Ansprache der Privatanleger kann so kostenlos über den eigenen Ableger erfolgen. Damit ist das Unternehmen in der Lage, den gesamten Prozess eines Börsengangs in Eigenregie umzusetzen. Die neu gegründete Tochter ipo finance AG i.G., die von CFO Andy Klose geleitet wird, übernimmt dabei die Beratung der Kunden sowie die Strukturierung der Finanzierungsmaßnahmen, während trading-house.net die Platzierung der Aktien abwickelt. Optional ist darüber hinaus auch eine Beteiligung im Pre-IPO-Stadium denkbar, wenn dies von beiden Seiten gewünscht wird.

Geschäftsentwicklung

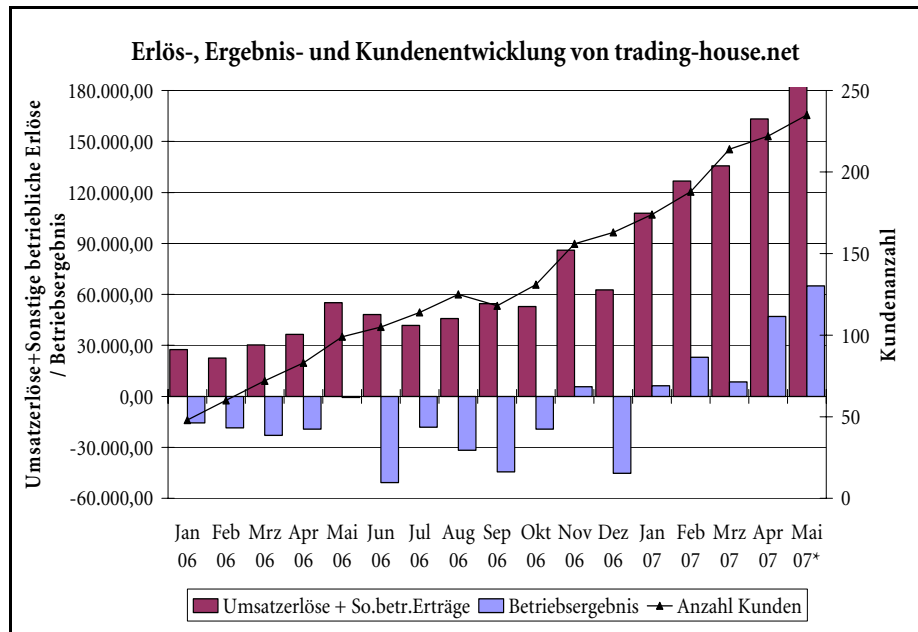
Einbußen nach der Jahrtausendwende

Die deutlich gesunkene Handelsaktivität der Anleger nach der Jahrtausendwende hat auch im Zahlenwerk von trading-house.net deutliche Spuren hinterlassen. Zwischen den Geschäftsjahren 99/00 und 04/05 haben sich die Einnahmen des Unternehmens von rund 1,05 Mio. Euro auf 403.000 Euro mehr als halbiert. Das Management reagierte auf diese Entwicklung mit einer umfassenden Restrukturierung. Im Rahmen dessen hat die Gesellschaft im Jahr 2005 ein nicht rentables Handelszentrum in Frankfurt geschlossen, während gleichzeitig mit der Ausweitung der Produktpalette auf Futures und Devisen die Voraussetzungen für eine Trendwende geschaffen wurden. Um auch den finanziellen Spielraum für die

Umsetzung der Wachstumsstrategie zu bekommen, erfolgte im Dezember 2005 eine Kapitalerhöhung, mit deren Hilfe die Gesellschaft die Abhängigkeit von Fremdkapital deutlich reduzieren und planmäßige Investitionen in den weiteren Geschäftsaufbau tätigen konnte.

**Talsole
durchschritten**

Erste Erfolge aus der Restrukturierung haben sich im letzten Geschäftsjahr erstmalig auch in den operativen Resultaten gezeigt. Der Gesamtbetrag der Einnahmen lag mit 529.000 Euro 31,3 Prozent über dem Vorjahreswert – der erste Zuwachs seit der Jahrtausendwende. Da die Gesellschaft zur Umsetzung der Expansion allerdings zunächst weitere Mitarbeiter einstellen musste, führte der Anstieg der Personalkosten zu einem Verlust von rund 87.000 Euro, nach einem kleinen Gewinn von 10.000 Euro in der Vorperiode. Die frühzeitige Aufstockung des Personalbestands war dabei allerdings eine notwendige Vorleistung, um das geplante Wachstum realisieren zu können.



Quelle: Unternehmen; *Planzahlen

**Anziehende
Dynamik...**

Als Resultat der erbrachten Vorleistungen hat die Entwicklung im laufenden Geschäftsjahr deutlich an Fahrt aufgenommen (siehe Grafik). Im ersten Halbjahr (per 31.12.) konnte trading-house.net die Einnahmen um 51 Prozent auf 346.000 EUR gegenüber dem Vorjahreszeitraum ausweiten. Der stärkste Wachstumstreiber waren dabei die Provisionsumsätze aus dem Brokerage-Geschäft, die sogar um 88 Prozent auf 318.000 EUR zugelegt haben. Angesichts der deutlich gestiegenen Personalkosten – von 92.000 auf 285.000 Euro – reichten die stark erhöhten Erlöse allerdings noch nicht aus, um einen Gewinn zu erzielen. Unter dem Strich wurde ein Fehlbetrag von 168.000 Euro für das erste Halbjahr ausge-

wiesen, gegenüber einem Verlust von 43.000 Euro in den ersten sechs Monaten 2005/06.

...und Turnaround

Im dritten Quartal hat sich der starke Aufwärtstrend im Kerngeschäft fortgesetzt. Im Vergleich zum Vorjahreszeitraum legten die Umsätze um enorme 357 Prozent auf 370.000 Euro zu und ermöglichten den Ausweis eines Gewinns von 17.000 Euro (Vorjahr: 47.000 Euro Verlust). Das außerordentlich hohe Wachstum resultiert vor allem aus der erfolgreichen Kundenakquise in den letzten Monaten. Dank des ausgebauten Produktportfolios konnte die Gesellschaft schon im Januar mit 174 Kunden (+228 Prozent zum Vorjahr) das Allzeithoch aus dem Jahr 2000 übertreffen. Auf Basis eines aktuell sehr dynamischen Nettowachses von 15 bis 20 Kunden pro Monat liegt die Kundenzahl derzeit sogar schon bei 231. Da zudem auch die Handelstätigkeit der einzelnen Trader deutlich zugenommen hat, konnte die Gesellschaft die Provisionserlöse im Brokerage kontinuierlich ausweiten. Während noch im ersten Halbjahr an jedem Handelstag rein rechnerisch etwa 2.500 Euro eingenommen wurden, lag der durchschnittliche Erlös aus Handelsprovisionen im dritten Quartal bei rund 4.420 Euro.

Rekordmonat April

Im Monat April hat sich diese Kennzahl weiter sprunghaft auf 6.170 Euro verbessert. An Spitzentagen werden mittlerweile sogar bis zu 9.000 Euro umgesetzt. Dank dieses rasanten Zuwachses konnten die Erlöse im Brokerage auf 123.320 Euro ausgeweitet werden, ein Plus von 306 Prozent zum Vorjahresmonat. Auch die Einnahmen aus dem Onlinemarketing (32.600 Euro) und der Börsenakademie (6.430 Euro) entwickelten sich erfreulich, so dass die Gesellschaft insgesamt einen Umsatz von 162.340 Euro (+349 Prozent) erzielt hat. Ein Nettoergebnis von 50.410 Euro (Vorjahr -25.490 Euro), gleichbedeutend mit einer außerordentlich hohen Nettomarge von 30,9 Prozent, dokumentiert dabei die hervorragende Skalierbarkeit des Geschäftsmodells: Da die Kapazitäten für eine deutliche Ausweitung des Geschäftsvolumens bereits in der Vergangenheit geschaffen wurden, schlägt sich nun zusätzlicher Umsatz fast vollständig im Gewinn nieder.

Finanzportalgeschäft mit starkem Wachstum

Trotz der sehr dynamischen Entwicklung der Provisionserlöse dürfte die Dynamik im Finanzportalgeschäft das Wachstum im Brokerage noch deutlich überflügeln. In den letzten neun Monaten konnte das Internetangebot www.ad-hoc-news.de bei den Besucherzahlen und den Page Impressions dramatisch zulegen. Obwohl das Portal erst im Frühjahr 2006 gestartet wurde, erreicht es nach den Daten des Webinformationsdienstes [Alexa.com](http://www.Alexa.com) aktuell mehr als die Hälfte der Nutzer von wallstreet-online und hat den etablierten Anbieter Ariva.de zuletzt sogar überholt. Gemäß [Alexa.com](http://www.Alexa.com) gehört www.ad-hoc-news.de nach aktuellen Zahlen sogar zu den 1.200 am meisten frequentierten Seiten in Deutschland.

Bewertung

Einfaches Ertragswertmodell und Peer-Group-Analyse

Das faire Bewertungsniveau von trading-house.net ermitteln wir anhand eines einfachen Modells der Ertragsdiskontierung, das auf der Schätzung der wesentlichen Werttreiber Umsatz, Nettorendite und Eigenkapitalkosten beruht. Die damit erzielten Ergebnisse stellen wir anschließend der Wertindikation aus einem Peer-Vergleich gegenüber.

Diskontierungszins nach CAPM 12,4 %

Den Diskontierungszins als Maß für die Eigenkapitalkosten bestimmen wir nach dem Capital Asset Pricing Model, wobei wir einen risikolosen Zinssatz von 4,4 Prozent (Umlaufrendite festverzinslicher deutscher Wertpapiere) und eine langfristige Risikoprämie für Aktieninvestitionen von 5,3 Prozent ansetzen. Für die Risikoeinschätzung ist der aus Marktdaten statistisch ermittelbare Wert für den Betafaktor wegen fehlender Korrelation nicht geeignet, weswegen wir uns an fundamentalen Faktoren orientieren. Die Ertragsentwicklung von Trading-house.net wird durch die Handelsaktivität der Anleger erheblich beeinflusst und unterliegt somit zyklischen Schwankungen. Aufgrund einer weitgehend bestehenden Infrastruktur schlagen die Transaktionszahlen dabei überproportional auf das Ergebnis durch. Im Vergleich mit dem Marktportfolio sehen wir deshalb eine höhere Volatilität und taxieren den Betafaktor auf 1,5. Auf Basis dieser Annahmen ergibt sich ein Eigenkapitalkostensatz von 12,4 Prozent.

Beschleunigte Expansion

Nachdem trading-house.net eine längere Konsolidierungsphase benötigt hat, um den Markteinbruch nach der Jahrtausendwende zu verarbeiten, stehen die Zeichen spätestens seit dem Geschäftsjahr 2005/06 wieder auf Expansion. Das Unternehmen ist dabei stark in Vorleistung gegangen und hat das Personal massiv aufgestockt. In der laufenden Periode – und hier insbesondere im dritten Quartal – zeigen sich die positiven Auswirkungen dieser Bemühungen. Sowohl im Kernbereich Brokerage als auch bei dem Internetportalgeschäft konnte die Gesellschaft deutlich zulegen. Angesichts des vielversprechenden Starts des neuen Geschäftsbereichs und der hohen Dynamik bei der Neukundenakquise sind auch für das vierte Quartal gute Zahlen zu erwarten. Als Zielmarke für die Quartaleinnahmen hat das Management den Korridor zwischen 600.000 und 750.000 Euro kommuniziert, nach 133.000 Euro im Durchschnitt des letzten Geschäftsjahres.

Internetportalgeschäft wird größter Geschäftsbereich

Dank der zuletzt dokumentierten Dynamik sollte dieser Wert bei stabilen Rahmenbedingungen ohne größere Schwierigkeiten erreicht werden. Nach einem geschätzten Ertrag von rund 450.000 Euro im vierten Quartal 2006/07 – korrespondierend mit Gesamterträgen von 1,23 Mio. Euro im Geschäftsjahr – rechnen wir für die Folgeperiode mit Einnahmen von 2,9 Mio. Euro oder durchschnittlich 240.000 Euro pro Monat. Die Gesellschaft dürfte dabei von dem starken Ausbau der Vertriebsmannschaft für das Brokerage profitieren. Derzeit befindet

sich noch die Hälfte des zehnköpfigen Sales-Teams in der Einarbeitungsphase, so dass das volle Potenzial erst im Herbst sichtbar wird. Aufgrund einer sehr geschickten Vermarktung sollte das Portalgeschäft trotzdem stärker zulegen als der Brokeragebereich und letzteren in der zweiten Jahreshälfte 2007/08 als stärksten Umsatzträger ablösen. Insbesondere durch eine Übertragung der Technologie auch auf andere Themenbereiche prognostizieren wir für die Folgezeit hohe Zuwachsraten, die wir aufgrund von Basiseffekten und Vorsichtsüberlegungen allerdings bis zum Ende des Detailbetrachtungszeitraums bis auf 15 Prozent abschmelzen lassen. Da wir die Erlöse aus dem Platzierungsgeschäft zum jetzigen Zeitpunkt nicht für seriös prognostizierbar halten, sind Einnahmen aus dem neuen Bereich in diesen Zahlen noch nicht enthalten.

Nettomarge sollte deutlich ansteigen

Auf der Ergebnisseite erwarten wir nach dem Turnaround auf Zwölf-Monats-Basis im Geschäftsjahr 2007/08 einen zügigen Anstieg der Nettomarge auf einen Maximalwert von 15 Prozent. Obwohl dieser Wert nach der Entwicklung der letzten Jahre zunächst ambitioniert anmutet, halten wir ihn nach dem jüngsten Monatsergebnis mit einer Umsatzrendite von 30,9 Prozent für angemessen vorsichtig. Gegen Ende des Detailprognosezeitraums nehmen wir auch in diesem Fall eine sukzessive Reduktion bis auf 12 Prozent vor. Die folgende Tabelle zeigt den prognostizierten Geschäftsverlauf von trading-house.net für die nächsten acht Jahre, wie er sich auf der Grundlage der zuvor getroffenen Annahmen einstellt:

Geschäftsjahr (30.06.)	06/07	07/08	08/09	09/10	10/11	11/12	12/13	13/14
Erträge (Mio. Euro)	1,23	2,90	4,64	6,50	8,45	10,57	12,68	14,58
Wachstum		136%	60,0%	40,0%	30,0%	25,0%	20,0%	15,0%
Nettorendite	-8,0%	13,5%	15,0%	15,0%	15,0%	14,0%	13,0%	12,0%
Gewinn (Mio. Euro)	-0,10	0,39	0,70	0,98	1,27	1,48	1,65	1,75
Gewinnwachstum		-	77,8%	40,0%	30,0%	16,7%	11,4%	6,2%

Fairer Wert 29,32 Euro je Aktie

Das „ewige“ Ertragswachstum am Ende des Detailprognosezeitraums taxieren wir aufgrund der relativ kleinen Basis auf 2,5 Prozent. Aus dieser Kalkulation resultiert ein fairer Unternehmenswert von 12,5 Mio. Euro respektive 29,32 Euro je Aktie. Gegenüber dem aktuellen Kurs von 12,32 Euro konstatieren wir somit anhand unseres Ertragswertmodells ein enormes Aufwärtspotenzial von 138 Prozent. Dabei ist erwähnenswert, dass das Platzierungsgeschäft in dieser Projektion noch nicht berücksichtigt wurde.

Peer-Group-Vergleich

Als Ergänzung zu dem so ermittelten Ertragswert nehmen wir zusätzlich einen Peer-Group-Vergleich vor. Da die Gesellschaft neben dem klassischen Brokerage-Geschäft im letzten Jahr das zweite Standbein Onlineportale erfolgreich etabliert hat, wählen wir die Referenzunternehmen aus beiden Bereichen. Ähnlich wie trading-house.net haben sich die börsennotierten Gesellschaften Sino und

Varengold als Nischenanbieter im Brokerage-Markt positioniert und sind insofern mit der entsprechenden Sparte gut vergleichbar. Darüber hinaus ziehen wir auch die im Massenmarkt führenden Konzernableger Comdirect und DAB Bank in die Analyse mit ein. Für den Portalbereich wählen wir dagegen die in Deutschland stark frequentierten Finanzportale Wallstreet-online und Onvista. Die folgende Übersicht zeigt die aktuellen Daten der Unternehmen aus dieser Peer.

Name	Kurs (Euro)	Market Cap (Mio. Euro)	Gewinn 2008e	KGV 2008e
Sino	19,03	44,49	3,60*	12,4
Varengold	8,26	10,99	0,32	34,3
Comdirect	11,21	1.580,61	59,22	26,7
DAB Bank	8,65	648,75	39,00	16,6
Onvista	11,70	78,39	2,75	28,5
Wallstreet-Online	4,65	41,39	3,74	11,1
Durchschnitt				21,6
trading-house.net	12,32	5,26	0,54*	9,7

Peer-Group, Stand 29.05.2007; Quelle: Konsensusschätzungen, eigene Schätzungen
 *gebrochenes Geschäftsjahr, Werte wurden annualisiert

Fairer Wert nach Peer-Group 27,54 Euro je Aktie

Die sechs Vergleichsunternehmen der ausgewählten Peer-Group sind im Durchschnitt mit einem KGV für 2008 von 21,6 bewertet. trading-house.net kommt dagegen lediglich auf ein Multiple von 9,7. Eine Kapitalisierung mit der Gewinnrelation der Referenzunternehmen würde einen fairen Wert von 27,54 je Aktie erlauben, gleichbedeutend mit einem Kurspotenzial von 124 Prozent. Allerdings stellt sich hier noch die Frage, ob aufgrund der geringeren Unternehmensgröße ein Abschlag auf diesen Wert vorzunehmen ist. Aus unserer Sicht ist dies zu verneinen, da die Gesellschaft mittelfristig über die höchste Gewinndynamik aller Peerunternehmen verfügen dürfte.

Unser Anlageurteil: „Kaufen“

trading-house.net hat in den letzten Monaten bewiesen, dass der Ausbau der Marktpositionierung im etablierten Geschäftsfeld Online-Brokerage ebenso wie in neuen Bereichen erfolgreich umgesetzt werden kann. Wir gehen davon aus, dass die Gesellschaft auf dieser Basis bei einem weiterhin freundlichen Umfeld vor einer langen Phase dynamischen Wachstums steht, in der die Gewinne deutlich überproportional zulegen sollten. Trotzdem sind wir bei unserer Bewertung betont konservativ vorgegangen und haben etwaige Zusatzerträge aus dem Einstieg in das Platzierungsgeschäft nicht einkalkuliert. Auch ohne Berücksichtigung dieses neuen Standbeins sehen wir den fairen Wert je Aktie zwischen 27,54 Euro (Peer-Group) und 29,32 Euro (Ertragswert). Auf Basis eines Kurspotenzials von 124 bis 138 Prozent ist die Aktie trotz des zyklischen Kerngeschäfts somit ein klarer 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

Tel.: + 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

Haftungsausschluss

Diese Finanzanalyse ist ausschließlich für Kapitalmarktteilnehmer in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt. Sie 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.**

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 dienen 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, Erststudie)		

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 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), 2), 4), 5)

Urheberrecht

Dieses Werk ist einschließlich aller seiner Teile urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung von Performaxx unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung sowie Verarbeitung in elektronischen Systemen.