

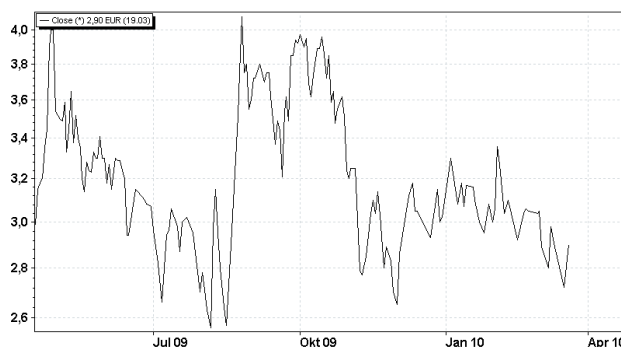
trading-house.net AG

Zusammenfassung

- **Rückläufige Erträge:** Sowohl im Geschäftsjahr 2008/09 als auch im ersten Halbjahr der laufenden Finanzperiode musste trading-house.net einen moderaten Rückgang der Erträge hinnehmen. Ursächlich dafür waren die zurückhaltenden Tradingaktivitäten der Kunden und schwache Werbeeinnahmen in der Sparte Finance Media.
- **Ausbau des Kundenbestands:** Die Zahl der Kunden im Kerngeschäft Brokerage, die wichtigste Kennzahl für das künftige Ertragspotenzial, konnte hingegen per Ende 2009 um 20 Prozent auf 373 ausgebaut werden.
- **Umfeld hellt sich auf:** Damit hat die Gesellschaft die Basis gelegt, um von einem wieder freundlicheren Umfeld zu profitieren. Angesichts der starken Börsenentwicklung gehen wir davon aus, dass die Handelsaktivitäten der Kunden mittelfristig wieder zunehmen. Außerdem dürfte auch bei den Investor-Relations-Aktivitäten die Talsohle nun durchschritten sein.
- **Hohes Potenzial:** An der Börse ist eine mögliche Trendwende in der Geschäftsentwicklung noch nicht eingepreist. Wir sehen den fairen Wert bei 9,27 Euro und damit ein Kurspotenzial von 226 Prozent.

Kaufen (unverändert)

Kursziel **9,27 Euro**
Aktueller Kurs 2,84 Euro (Xetra)



Kurshistorie (Xetra)	1 M	3 M	12 M
Hoch (Euro)	3,00	3,36	4,08
Tief (Euro)	2,72	2,72	2,56
Performance	-1,73%	-10,41%	-6,89%
Ø-Umsatz (Euro/Tag)	4.486	4.966	7.888

Stammdaten

ISIN / WKN	DE0006632201 / 663220
Branche	Finanzdienstleistungen
Sitz der Gesellschaft	Berlin
Internet	www.trading-house.net
Ausstehende Aktien	0,427 Mio. Stück
Datum der Erstnotiz	September 2002
Marktsegment	Entry Standard
Marktkapitalisierung	1,2 Mio. Euro
Free Float	> 75 %
Rechnungslegung	HGB

Geschäftsjahr (bis 30.06.)	07/08	08/09	09/10e	10/11e		
Gesamterträge (Mio. Euro)	1,7	1,6	1,6	1,9	CAGR Erträge 07-10 (e)	3,7%
Ertragswachstum	31,5%	-6,6%	-0,6%	20,0%	CAGR EBT 07-10 (e)	-
EBT (Mio. Euro)	-0,47	0,11	-0,19	0,18	CAGR EpS 07-10 (e)	-
EBT-Marge	-27,9%	7,2%	-12,0%	9,7%		
EpS	-1,09	0,26	-0,44	0,26	Enterprise Value (Mio. Euro)	1,0
Dividende je Aktie	-	-	-	-	Buchwert (Mio. Euro)	0,6
KUV	0,73	0,78	0,78	0,65	EV / Umsatz 09 (e)	0,6
KGV	-	10,8	-	10,9	EV / EBT 09 (e)	-
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	Kurs / Buchwert	2,1

Jüngste Geschäftsentwicklung

Kundenwachstum im Geschäftsjahr 2008/09...

In einem schwierigen wirtschaftlichen Umfeld hat sich trading-house.net im Geschäftsjahr 2008/09 (per 30.06.) achtbar aus der Affäre gezogen. Besonders erfreulich entwickelte sich die firmeneigene Börsenakademie, die dank einer hohen Frequentierung den Umsatz um 27 Prozent auf 113 Tsd. Euro ausweiten konnte. Da das Seminargeschäft eine wesentliche Stütze der Neukundenakquise im Kerngeschäft Brokerage darstellt, machte sich dies auch in der Zahl der betreuten Depots positiv bemerkbar. Binnen Jahresfrist konnte hier ein deutlicher Zuwachs von 41 Prozent auf 332 erzielt werden. Obschon die Tradingaktivitäten insgesamt eher moderat blieben, wuchsen die Provisionserträge infolgedessen leicht um 6 Prozent auf 1,25 Mio. Euro.

...aber leichter Ertragsrückgang

Dass die Gesamterträge trotzdem leicht rückläufig waren (-6 Prozent auf 1,56 Mio. Euro) lag vor allem an den geringeren Werbeeinnahmen aus der Portalvermarktung. Hier machte sich die Finanzkrise in deutlich schrumpfenden Investor-Relation-Budgets sowie einem Einbruch bei der Zahl der Börsengänge und damit verbundenen Werbeschaltungen bemerkbar. Daraus resultierte ein Erlösrückgang um rund zwei Drittel auf nur noch 146 Tsd. Euro. Trotz dieses Einbruchs in dem sehr margenstarken Geschäft konnte unter dem Strich wieder ein Gewinn von 111,8 Tsd. Euro erwirtschaftet werden, nachdem im Vorjahr Sondereffekte – vor allem Wertberichtigungen auf Aktien im Bestand und Kosten im Zusammenhang mit einer anvisierten Ausgliederung von Geschäftsteilen – noch zu einem Verlust von 466,7 Tsd. Euro geführt hatten. Einen Überblick zu den wichtigsten Geschäftszahlen zeigt die folgende Tabelle.

Geschäftszahlen	Geschäftsjahr 07/08	Geschäftsjahr 08/09	Änderung
Gesamterträge	1.667	1.561	-6,4%
<i>davon Brokerage</i>	<i>1.174</i>	<i>1.249</i>	<i>+6,4%</i>
<i>davon Börsenakademie</i>	<i>89</i>	<i>113</i>	<i>+27,0%</i>
<i>davon Finance Media</i>	<i>432</i>	<i>146</i>	<i>-66,2%</i>
Periodenergebnis	-467	112	-
Nettomarge	-	7,2%	

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

Trend setzt sich im ersten Halbjahr 2009/10 fort

In den ersten sechs Monaten der laufenden Finanzperiode zeigt sich bislang ein ähnliches Bild. Die Zahl der Brokerage-Kunden konnte erneut auf 373 ausgebaut werden, trotzdem waren die Gesamterträge mit 734 Tsd. Euro (-11 Prozent) rückläufig. Neben den weiter geschrumpften Werbeeinnahmen waren dafür nun aber auch um 8 Prozent niedrigere Provisionseinnahmen in Höhe von 622 Tsd. Euro verantwortlich. Hier machen sich die insgesamt noch wenig dynamischen Tradingaktivitäten bemerkbar, die auch aus den Statistiken der Deutschen Börse ersichtlich werden. So lag das Volumen an allen inländischen Handelsplätzen

zwischen Juli und Dezember 2009 mit 1,68 Bio. Euro um satte 40,9 Prozent unter dem Vorjahr. In diesem Umfeld musste trading-house.net unter dem Strich einen kleinen Halbjahresverlust von -21 Tsd. Euro hinnehmen (siehe nachfolgende Übersicht).

Geschäftszahlen	1. Halbjahr 08/09	1. Halbjahr 09/10	Änderung
Gesamterträge	826	734	-11,1%
<i>davon Brokerage</i>	676	622	-8,0%
<i>davon Börsenakademie</i>	66	15	-77,3%
<i>davon Finance Media</i>	84	60	-28,6%
Periodenergebnis	138	-21	-
Nettomarge	16,7%	-	

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

Ausgliederung durch Anfechtung verhindert

Ebenfalls nicht wie erwartet verlief die von langer Hand vorbereitete Ausgliederung der Geschäftsbereiche Brokerage und Finance Media in eigenständige Tochtergesellschaften, die das künftige Wachstumspotenzial erhöhen sollte. Zwar wurden diese Maßnahmen von der Hauptversammlung abgesegnet, aber ein Kleinaktionär reichte eine Anfechtungsklage gegen die entsprechenden Beschlüsse ein. Um einem langwierigen Gerichtsverfahren aus dem Weg zu gehen, wurde schließlich auf die Umstrukturierung verzichtet. Die Weiterentwicklung der Sparten erfolgt nun in Form selbständiger Profitcenter unter einem gemeinsamen Dach.

Ausblick

Umfeld hellt sich auf

Damit sind die letzten Monate für das Unternehmen in Summe eher durchwachsen ausgefallen. Allerdings wurde mit dem deutlichen Ausbau der Kundenbasis der Grundstein für das künftige Wachstum in einem freundlicheren Umfeld gelegt. Wir gehen davon aus, dass die Trading-Aktivitäten im zweiten Halbjahr langsam aber sicher wieder an Dynamik gewinnen. Einen Hinweis darauf liefert schon die Kassamarktstatistik der Deutschen Börse, die für Januar und Februar 2010 ein Wachstum des kumulierten Handelsvolumens von 11 Prozent auf 600 Mrd. Euro ausweist. Darüber hinaus dürften nach den erfolgreichen Börsengängen der jüngsten Zeit sowohl die Zahl der IPOs als auch die Investor-Relations-Aktivitäten wieder zunehmen, was sich in einer Trendwende im Bereich Finance Media niederschlagen sollte. In Summe dürfte sich im Laufe des zweiten Halbjahres eine Geschäftsbelebung abzeichnen, die sich in den Folgeperiode nach aktuellem Stand verstärken wird.

Delle länger als erwartet

Nichtsdestotrotz müssen wir aufgrund der deutlich längeren Delle in der Geschäftsentwicklung, als von uns zuvor erwartet, die Ertragsschätzung für 2009/10

von 2,12 auf 1,55 Mio. Euro zurücknehmen und gehen auch von einem kleinen Jahresverlust aus. Die Wachstumsraten für die Folgeperioden lassen wir hingegen unverändert, was zum Ausdruck bringt, dass wir ausgehend von dem niedrigeren Niveau nun eine dynamische Erholung erwarten. Diese sollte auch wieder die Erwirtschaftung von Nettomargen erlauben, wie sie schon im letzten Zyklus möglich waren, wobei wir auch hier mit einer kleinen Reduktion auf einen Zielwert von 12 Prozent auf die zuletzt demonstrierte Rentabilitätsschwäche reagieren. Aus diesen Anpassungen resultiert die in der folgenden Tabelle abgebildete Projektion der Geschäftsentwicklung in den nächsten acht Jahren.

	09/10	10/11	11/12	12/13	13/14	14/15	15/16	16/17
Erträge (Mio. Euro)	1,55	1,86	2,23	2,57	2,95	3,39	3,73	4,11
Ertragswachstum		20,0%	20,0%	15,0%	15,0%	15,0%	10,0%	10,0%
Nettorendite	-12%	6,0%	8,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%
Gewinn (Mio. Euro)	-0,19	0,11	0,18	0,31	0,35	0,41	0,45	0,49
Gewinnwachstum		-	60,0%	72,5%	15,0%	15,0%	10,0%	10,0%

Fairer Wert 9,27 Euro je Aktie

Aus unserem aktualisierten Bewertungsmodell ergibt sich bei einem Eigenkapitalkostensatz von 10,8 Prozent (risikoloser Zins 2,8 Prozent, Risikoprämie 5,3 Prozent, Beta 1,5) und einem ewigen Wachstum von 2,0 Prozent nun ein Ertragswert von 4,0 Mio. Euro oder 9,27 Euro je Aktie. Gegenüber unserer letzten Einschätzung (13,32 Euro) bedeutet dies zwar eine spürbare Reduktion, die dem zuletzt rückläufigen Geschäft geschuldet ist, nichtsdestotrotz besteht nach wie vor ein enormes Kurspotenzial von 226 Prozent.

Fazit

Unverändertes Anlageurteil: „Kaufen“

Sowohl das Geschäftsjahr 2008/09 als auch das erste Halbjahr der aktuellen Periode sind für trading-house.net unter dem Strich enttäuschend verlaufen. Das dynamische Kundenwachstum in dieser Zeit verdeutlicht allerdings, dass nicht etwa eine Schwäche im Kerngeschäft, sondern vor allem ein widriges Marktumfeld für rückläufige Erträge verantwortlich war. Hier erwarten wir angesichts der zuletzt sehr freundlichen Börsen eine kontinuierliche Verbesserung, die sich spätestens in den Zahlen der nächsten Finanzperiode positiv bemerkbar machen dürfte. An der Börse ist eine Trendwende im Kerngeschäft noch überhaupt nicht eingepreist, das Unternehmen ist auf dem aktuellen Niveau massiv unterbewertet. Wir sehen den fairen Wert aktuell bei 9,27 Euro je Aktie und empfehlen trading-house.net angesichts eines Kurspotenzials von 226 Prozent 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.-Volkswirt Dr. A. Jakubowski (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:

Datum der Veröffentlichung	Kurs bei Veröffentlichung	Anlageurteil
(Keine)		

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 Börsenwerts 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)

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.