



FIRST BERLIN

Equity Research

BUY

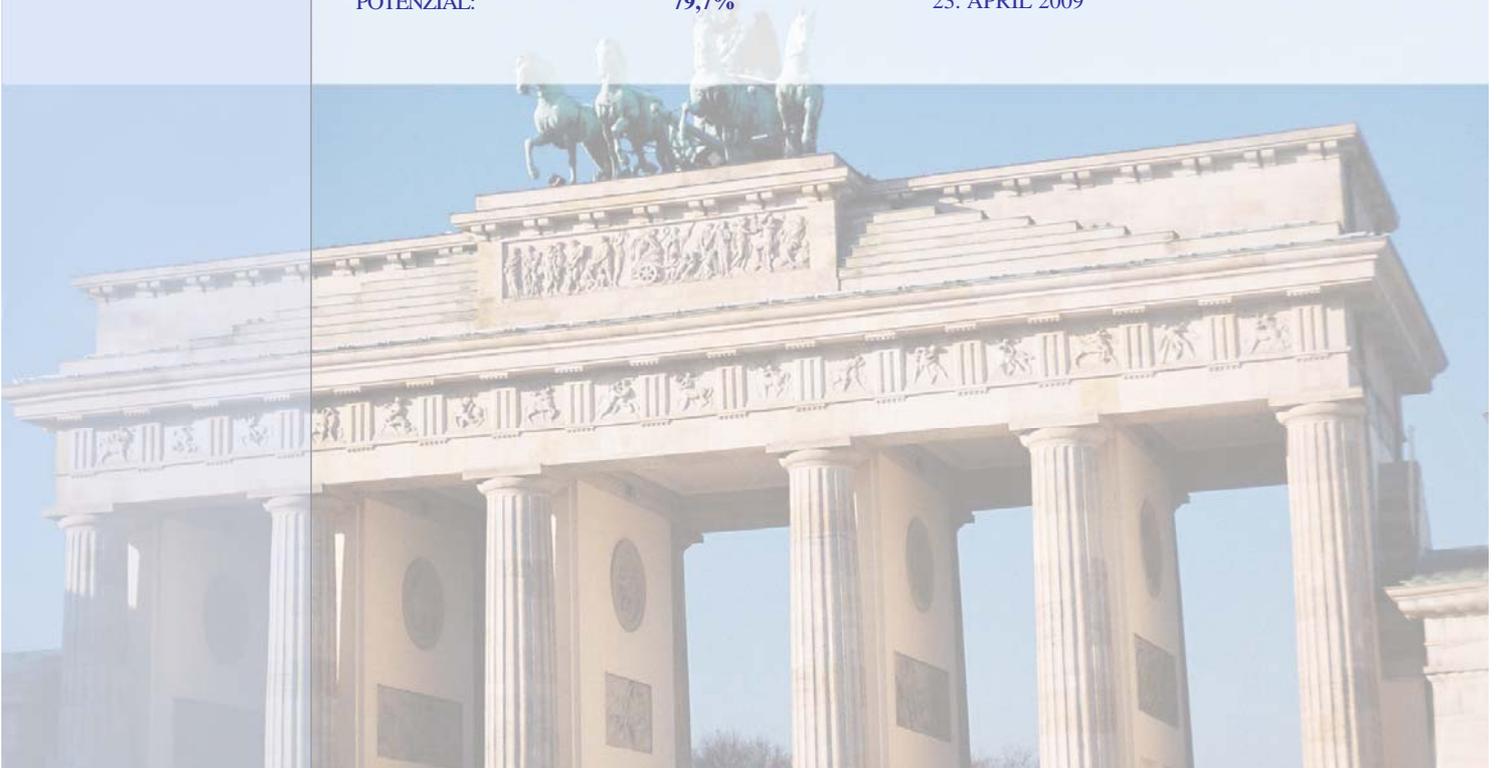
TRADING-HOUSE.NET AG

DEUTSCHLAND /
FINANCIAL SERVICES

ERSTER BERICHT

KURSZIEL: €5.75
SCHLUSSKURS VORTAG: €3.20
POTENZIAL: 79,7%

23. APRIL 2009



INHALT

SEITE

TDU Übersicht	1
Trading-House.net AG	2
Brokerage.....	3
Finanzmedien.....	5
Beabsichtigte Abspaltung der Brokerage und Finanzmedien Geschäftssegmente	6
Jahresergebnis 2007/08	7
Ergebnis der ersten Jahreshälfte 2008/09.....	7
Finanzlage	8
Aussichten.....	9
Firmenbewertung	12
Management Biographien.....	14
Ergebnisrechnungsanalyse.....	15
Bilanzanalyse	16
Cashflow Analyse	17
First Berlin Haftungsausschluss.....	18

TRADING-HOUSE.NET AG

DEUTSCHLAND / FINANZDIENSTLEISTUNGEN

Frankfurt: Open Market
Bloomberg Symbol: TDU GR
ISIN: DE000663220

BEWERTUNG:	Buy
KURSZIEL:	€ 5,75
AUFWÄRTSPOTENTIAL:	79,7%
RISIKOBEWERTUNG:	Hoch

INITIATING COVERAGE

Wir sind der Meinung, dass der Markt den Einschlag der Rezession auf Trading-House.Net überbewertet. Wir nehmen die Coverage mit einer Buy Bewertung und einem Kursziel von €5,75 auf.

Neue Rekordzahl an Brokerage Kunden Ende Dezember Das Ergebnis der ersten Hälfte (HI) 2008/09 zeigt, dass sich Trading-House.Net (TDU) von dem Verlust wichtiger Kunden nach dem Abgang eines Führungsmitglieds erholt hat. Kundenzahlen erreichten Ende Dezember 2008 ein Rekordniveau von 310 (von 239 Ende Juni 2008) und das Provisionseinkommen fiel nur 5% niedriger aus als in HI 2007/08. Die Nettogewinnmarge erreichte 16,3%. Wir erwarten, dass das Brokeragesegment (93% der prognostizierten Umsätze für 2008/09) neue Kunden gewinnt, was ein Plus in 2008/09 (+20%) und 2009/10 (+27,8%) zur Folge hätte.

Stabilität des Verkaufsteams wichtigster Erfolgsfaktor TDUs Brokeragesegment korreliert zwar mit der Börsenstimmung, aber diese Korrelation wird sowohl durch den Fokus auf Derivate, als auch durch den großen Bestand potentieller Kunden geschwächt. Dies bedeutet, dass die Firma sowohl in Bullen- als auch Bärenmärkten wachsen kann. Aus unserer Sicht ist der wichtigste der zukünftigen Erfolgsfaktoren die fortwährende Effektivität des Brokerage Teams. Um dies zu gewährleisten bedarf es einer Beibehaltung oder Stärkung der Kapitalbasis. Demnach muss ein großer Verlust, wie der in H2 2007/08, in Zukunft verhindert werden.

Finanzmediensegment benötigt weitere Entwicklung TDUs Finanzmediengeschäft hat soweit schlechter abgeschnitten während der Rezession, als die wichtigste Konkurrenz. Besuche der Hauptwebseite fielen in den ersten drei Monaten 2009 um 25,9%, verglichen mit einem Durchschnittsrückgang von 2,7% bei der Konkurrenz OnVista und Wall Street Online. Die Ausgliederung des Marketings der Webseite (was geringere Umsätze aber höhere Margen zu Folge hatte) und andere Entwicklungen, sollten die notwendigen Verbesserungen über die nächste Zeit bringen.

FINANZKENNZAHLEN & ÜBERBLICK

	2005/06	2006/07	2007/08	2008/09E	2009/10E	2010/11E
Umsätze (€ Mio.)	0,44	1,27	1,64	1,66	2,10	2,63
Jährliches Wachstum	na	187,2%	29,4%	0,8%	26,7%	25,3%
EBITDA (€ Mio.)	-0,02	0,06	-0,43	0,26	0,34	0,49
EBITDA-Marge	-3,9%	4,8%	-26,2%	15,6%	16,1%	18,6%
EBIT (€ Mio.)	-0,04	0,03	-0,48	0,21	0,29	0,44
EBIT-Marge	-9,4%	2,1%	-29,2%	12,6%	13,7%	16,7%
Jahresübers. (€ Mio.)	-0,09	0,03	-0,47	0,23	0,33	0,51
GpA (verwässert) (€)	-0,23	0,05	-1,09	0,54	0,78	1,20
KGv (x)	na	64,0	na	5,9	4,1	2,7
DpA (€)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
FCF (€ Mio.)	-0,39	-0,20	-0,18	0,23	0,28	0,45
Nettoverschuldungsgrad	-62,3%	-46,2%	-34,3%	-55,2%	-64,5%	-72,2%
Liquide Mittel (€ Mio.)	0,58	0,44	0,17	0,66	1,05	2,63

RISIKEN

Sowohl das Brokerage, als auch das Werbegeschäft im Finanzbereich, sind an den Börsenzyklus gebunden. Dennoch bedeutet TDUs Schwerpunkt der Derivate, dass Kunden sowohl bei steigenden, als auch fallenden Kursen Renditen erzielen können. Wir sehen das größte Risiko für zukünftiges Wachstum im Unvermögen, ein adäquates Verkaufsteam zu halten.

UNTERNEHMENSPROFIL

Trading-house.net AG ist ein Berliner Onlinebroker, der auf Derivate fokussiert ist wie CFDs, Futures und Devisen. Zudem unterhält die Firma Internet Finanzportale, welche Einnahmen aus Online-Werbung generieren und für das Brokeragesegment werben. In der ersten Hälfte des Geschäftsjahres (beginnt am 1. Juli und endet am 30. Juni) hatte die Firma durchschnittlich 17 Mitarbeiter (die zwei Vorstandsmitglieder nicht inbegriffen).

HANDELSDATEN

Schlusskurs (22.04.09)	€ 3,20
Aktien im Umlauf	0,43 Mio.
Marktkapitalisierung	€ 1,37 Mio.
52-Wochen-Höchst/Tiefstkurse	€ 10,30 / 1,42
Durchschnittliches Tagesvolumen (Jahr)	1.627

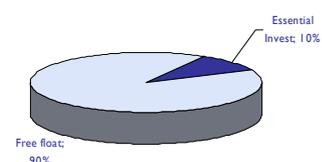
KURSÜBERSICHT



AKTIENPROFIL (Stand 31. Dezember 2008)

Liquide Mittel	€ 0,17 Mio.
Kurzfristige Vermögenswerte	€ 0,44 Mio.
Immaterielle Vermögenswerte (einschließlich Firmenwert)	€ 0,00 Mio.
Bilanzsumme	€ 0,81 Mio.
Kurzfristige Verbindlichkeiten	€ 0,18 Mio.
Eigenkapital	€ 0,63 Mio.

AKTIENINHABER





TRADING-HOUSE.NET AG

Trading House (TDU) wurde 1998 als unabhängiger Online Broker gegründet. In seinen frühen Jahren handelten Kunden direkt von TDUs Büros aus, ansässig in Deutschlands größten Städten. Die zunehmende Verbreitung von Leistungsfähigen PCs bedeutet jedoch, dass Kunden heute nur noch von Zuhause aus handeln. Sie besuchen die Büros von TDU nur, um an Seminaren für Handelsstrategien teilzunehmen, welche durch TDUs Börsenakademie angeboten werden. TDU hat in den ersten zwei Jahren seiner Existenz, welche dem dot-com Boom entsprachen, ein sehr starkes Wachstum verzeichnet. Die Umsätze (fast ausschließlich Provisionseinkommen) verfünffachten sich zwischen 1998/99 (Geschäftsjahr, welches am 30. Juni endete) und 1999/00, mit einem Anstieg von €190.000 auf €1,05 Mio. Durch eine Kombination aus einem Bärenmarkt und fehlenden Ressourcen um notwendiges Brokerpersonal einzustellen, fiel TDUs Einkommen stetig bis 2005 (siehe Tabelle I).

EINKOMMENS- UND PROFITENTWICKLUNG VON 1999/00 BIS 2010/11

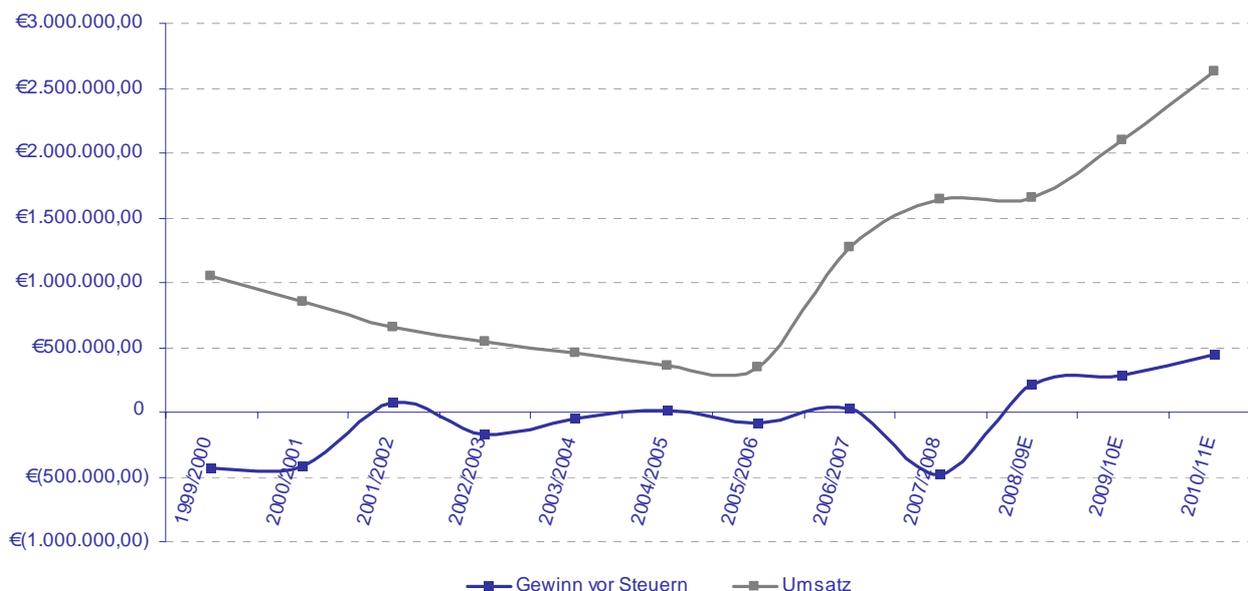


Tabelle I

Quelle: Trading House AG, First Berlin Equity Research

In 2005 verbesserten sich die Marktkonditionen und erlaubten zwei Aktienemissionen, welche zusammen €1,13 Mio. einbrachten. Die Einnahmen wurden verwendet um Personal einzustellen. Wo 2006 noch fünf Mitarbeiter angestellt waren, stieg die Zahl in 2007 auf 17 Beschäftigte (beide Zahlen beinhalten nicht Managements- und Vorstandsmitglieder). In 2005 kündigte sich der Umschwung des Geschäftsmodells an, vom Handel in TDUs Büros in den Deutschen Grossstädten, zu einer Zentralen Organisation wo Kunden typischerweise von ihrem Zuhause aus handelten. Diese Veränderung des Geschäftsmodells, die Aktienemissionen und die Aufstockung des Personals wirkten wiederbelebend für TDU's Umsätze im Brokerage Geschäft. Das Einkommen vom Brokering verdreifachte sich in den zwei Jahren bis 2007/08, wobei der Kundenkreis von 105 auf 236 steil anstieg.



Mit den Einnahmen der Emissionen baute TDU auch ein Internet Finanzportal auf, www.ad-hoc-news.de, welches im März 2006 online ging. Das Portal soll das Wachstum des Online Werbemarktes nutzen (ein Wachstum von über 20% p.a. laut dem Online-Vermarkterkreis, OVK), um weitere Kunden für das Brokerage zu gewinnen. In 2008 zählte die Webseite 8,7 Mio. Besucher, welche 20,8 mio. Seitenaufrufe generierten. Im ersten Geschäftshalbjahr (H1) 2008/09 erbrachte die Plattform etwa 10% von TDUs Gesamtumsatz.

Nach den Aktienemissionen erlebte TDU zwei bedeutsame Rückschläge. Ende 2005 entschied die Firma MAN Financial, welche zu diesem Zeitpunkt 90% von TDUs Kundendepots administrierten, aus dem Deutschen Privatkundengeschäft auszusteigen. Für mehrere Monate waren neue Geschäftsentwicklungen gelähmt, da TDU seine Tätigkeiten zur Software seiner neuen Partner, IG Markets und Rosenthal Collins Group, migrieren musste.

Im H2 2007/08 erlitt TDU einen weiteren herben Schlag, TDUs Verkaufsmanager samt ca. 50 der profitabelsten Kunden verabschiedeten sich. Dies war die Ursache für den Rückgang der Provisionseinnahmen in Höhe von 5% im H1 2008/09, trotz einem 10 prozentigen Anstieg der durchschnittlichen Kundenzahl.

BROKERAGE

BROKERAGE UMSÄTZE 2007/08 – 2010/11

	H1 2007/08	H2 2007/08		H1 2008/09	H2 2008/09E	2008/09E	2009/10E	2010/11E
Umsätze aus Brokerage (T€)	709	465	1.174	676	733	1.409	1.800	2.244
Jährl. Zuwachs (%)	122,0%	-36,0%	13,2%	-4,7%	57,6%	20,0%	27,8%	24,7%

Tabelle 2

Quelle: Trading House AG, First Berlin Equity Research

TDUs Brokerage Geschäft besetzt eine Nische zwischen den online Discount-Massenbrokern wie Comdirect, Cortal Consors, DAB Bank und E Trade Financial, welche nur die Ausführung des Handels anbieten, und Firmen wie die Sino AG, welche Online Brokering Dienstleistungen für professionelle Anwender zur Verfügung stellt.

Wie auch bei anderen Discount-Brokern, wird TDUs Kundenkreis aus den ca. 20 mio. privaten Aktionären und Händlern in Deutschland rekrutiert. Dennoch unterscheidet sich TDU indem sie sich auf komplexere Finanzinstrumente wie CFDs (Differenzkontrakte), Futures und Devisen spezialisieren. Der Anteil der Provisionen, welche durch jedes dieser Instrumente erwirtschaftet wird, variiert monatlich. Nach Aussage des Managements schwanken die Anteile an den Provisionseinnahmen wie folgt: CFDs: 20-60%; Devisenhandel: 5-25%; Futures 30-80%. Aktien und Index Zertifikate stellen beide nur einen sehr kleinen Anteil der Umsätze dar.

Typische TDU Kunden sind vermögende, finanziell unabhängige Menschen eines Alters von etwa 50 Jahren, mit einem ausgeprägten Interesse an Kapitalmärkten. Sie bekommen Einsicht in die Funktionsweise der Kapitalmärkte durch Besuche bei TDUs Börsenakademie (siehe unten). Hier wird Ihnen auch die durch TDU und seinen Partnern entwickelte Software näher gebracht. Wenn die Kunden ein Handelskonto bei TDU eröffnen, können sie mithilfe dieser Software von Zuhause Aktienhandel betreiben.



TDU's Preisstruktur besteht aus einem fixen Teil zur Benutzung der Software und Kontoadministration, sowie einem variablen Teil basierend auf dem Transaktionsaufkommen. Kunden haben die Wahl zwischen mehreren Bezahlungsmodellen mit höheren Fixkosten und niedrigeren Transaktionskosten oder umgekehrt.

TDU agiert als sogenannter Introducing Broker. Die Transaktionen werden also durch Partner Institutionen getätigt. Zu diesen Partnern gehören die Saxo Bank S/A, Rosenthal Collins Group und IG Markets Ltd. Mehrere Partner sollen bewirken, dass ähnliche Probleme wie mit MAN Financial in Zukunft nicht noch einmal vorkommen können. Da die Partner auch wissen wie Kosten- und Zeitintensiv es ist eine große Anzahl an Kundenkonten von einem Partner zum anderen zu verlagern, glaubt TDU, dass eine gleichmäßige Verteilung eine bessere Verhandlungsposition für TDU zur Folge hat.

Der wichtigste Nachteil des Geschäftsmodells liegt nach unserer Meinung darin, dass viele Kunden nach längerer Zeit keine Börsenunterstützung mehr benötigen von TDU Mitarbeitern. Dies erklärt den hohen jährlichen Kundendurchsatz von etwa 30%. Andererseits bedeuten günstige Einkaufskonditionen, dass TDU in der Lage ist, seinen wertvolleren Kunden Konditionen anzubieten, welche den Angeboten der Discount Broker ähneln. Die jährliche Einwirkung auf die Umsätze fällt daher geringer aus als der 30 prozentige Kundendurchsatz vermuten lässt.

BÖRSENAKADEMIE

TDU bietet eine breite Palette von Unterrichts- und Supportprodukten an. Zu diesen gehören eintägige Börsenseminare, Börsenabende, viertägige Workshops, eine „Handelsgruppe“ und „Webinars“ (online Seminare).

Die eintägigen Börsenseminare werden regelmäßig in allen großen, Deutschsprachigen Städten angeboten. Die Teilnahme ist kostenlos. Die Börsenabende sind auch kostenlos und finden jeden zweiten Mittwoch in Berlin statt. Die viertägigen Workshops finden zweimal im Monat statt in Berlin, sowie auch mehrmals im Jahr in Frankfurt am Main. Die Teilnahme an diesen Workshops kostet €980 inklusive Mehrwertsteuer. Die „Handelsgruppe“ ist ein eintägiger Handelskurs welcher am ersten Dienstag eines jeden Monats in Berlin angeboten wird. Der Kurs ist bei Erstteilnahme kostenlos, jede weitere Partizipation setzt ein Konto bei TDU voraus. Die „Webinars“ sind Internet-basierte Seminare welche wöchentlich angeboten werden. Sie sollen die Funktionalität der Software von TDU und seinen Partnern näher bringen.

Das Management beschreibt die Bildungsprodukte als 80% Wissenstransfer und 20% Werbung für TDU. Etwa 20% der Teilnehmer werden danach TDU Kunden. Die Einnahmen dieser Kurse werden in der Gewinn- & Verlustrechnung unter dem Titel Börsenakademie aufgeführt als Teil des Betriebsertrags. Die Umsätze der Börsenakademie erreichten im Geschäftsjahr 2007/08 €89.000 (2006/07: €65.000).

Zusätzlich zu formellen Seminaren sind TDU Broker in ständigem Kontakt mit den Kunden. Zudem kommunizieren sie den Kunden auch empfohlene Handelsstrategien per Telefon und E-



Mail. Durch diese zusätzlichen Leistungen ist TDU in der Lage höhere Provisionen zu verlangen als Discount-Broker. Da die Kunden weniger Preis-orientiert sind, ist der Preisverfall auf einem niedrigen Niveau.

FINANZMEDIEN

FINANZMEDIENUMSÄTZE 2007/08 – 2010/11

	H1 2007/08	H2 2007/08	2007/08	H1 2008/09	H2 2008/09E	2008/09E	2009/10E	2010/11E
Umsätze aus Finance Media	268	164	432	84	43	122	137	184
Jährl. Zuwachs (%)	na	na	232,3%	-68,7%	-73,7%	-71,8%	12,5%	34,2%

Tabelle 3

Quelle: Trading House AG, First Berlin Equity Research

Als Online Broker nutzt TDU bereits seit seiner Gründung in den späten 1990er Jahren das Internet, um Kunden zu gewinnen und hat dadurch umfangreiche, firmeneigene IT Erfahrung gesammelt. In 2007 investierte die Firma in die Erweiterung seiner Online Leistungen und startete sein Finanz- und Nachrichtenportal www.ad-hoc-news.de, welches nun den Hauptbestandteil des Geschäftsbereiches Finanzmedien ausmacht. Durch www.ad-hoc-news.de konnte TDU in den deutschen Online Werbemarkt vordringen, welcher in 2008 um 25% wuchs auf €3,65 Mrd. (2007: €2.91 Mrd.) und eine jährliche Gesamtwachstumsrate von 37% im Zeitraum von 2004 bis 2008 zeigte. Im gleichen Zeitraum wuchs der Online Werbung Anteil von 4,4% auf 14,8% des Gesamtwerbemarktes. Es wird erwartet, dass die Gesamtausgaben für Werbung in Deutschland zurückgehen werden in 2009, durch die rezessionäre Marktlage. Dennoch rechnet der OVK (Online-Vermarkterkreis) mit einem Ausgabenplus von 10% im Online Werbesektor.

Es ist schwierig Statistiken über das Wachstum von Internet Werbung im Finanzsektor zu beschaffen. Dennoch deutet der Sprung des DAX Index zwischen Anfang 2004 und Ende 2007 darauf hin, dass Online Finanzwerbung zumindest mit den Gesamtwerbeausgaben mitgehalten hat in diesem Zeitraum. Unternehmensaktivitäten in Form von Übernahmen der Hauptkonkurrenz von www.ad-hoc-news.de in diesem Sektor weisen darauf hin, dass dieser Sektor profitabel war. Axel Springer erwarb im März 2007 75,1% von Wall Street Online und im September des gleichen Jahres kaufte Boursorama 77,4% des Online Portals OnVista.

Obwohl OVK erwartet, dass Online Werbeeinnahmen um 10% steigen werden bis 2009, denken wir nicht, dass der Finanzsektor hier mithalten wird. Wie in Tabelle 4 ersichtlich, fielen die zusammengefassten Besuche von OnVista und Wall Street Online in den ersten drei Monaten dieses Jahres 2,7% niedriger aus als im Vorjahr. Besuche bei www.ad-hoc-news.de sind gar um 25,9% gefallen. Kombinierte Seitenaufrufe für OnVista und Wall Street Online sanken in diesem Zeitraum um 20,5%, und 34,3% bei www.ad-hoc-news.de.



WWW.AD-HOC-NEWS.DE LEISTUNG IM VERGLEICH ZUR KONKURRENZ

	Jan-März 08	Jan-März 09	Jährl. Zuwachs (%)
Besuche			
OnVista	38,85	36,53	-6,0%
Wallstreet-Online	13,50	14,43	6,9%
Summe OnVista/W. Street	52,35	50,96	-2,7%
ad-hoc-news	2,79	2,07	-25,9%
Summe	55,14	53,03	-3,8%
Seitenaufrufe (PI)			
OnVista	326,84	257,24	-21,3%
Wallstreet-Online	120,74	98,41	-18,5%
Summe OnVista/W. Street	447,58	355,65	-20,5%
ad-hoc-news	7,15	4,69	-34,3%
Summe	454,73	360,34	-20,8%

Tabelle 4

Quelle: Trading House AG, First Berlin

Tabelle 4 zeigt auch deutlich, dass www.ad-hoc-news.de, was Besucherzahlen angeht, deutlich kleiner ist als OnVista und Wall Street Online. Mit 2,27 war die durchschnittliche Anzahl an Seitenaufrufen pro Besucher in ersten Quartal 2009 (Januar bis März) auch deutlich niedriger bei [www-ad-hoc-news.de](http://www.ad-hoc-news.de) als bei OnVista und Wall Street Online, jeweils mit 7,04 und 6,82 Seitenaufrufen. Dies deutet möglicherweise darauf hin, dass die Inhalte auf www.ad-hoc-news.de noch nicht so entwickelt sind wie bei der genannten Konkurrenz.

TDUs Management hat bereits Schritte eingeleitet um die Attraktivität und Profitabilität von www.ad-hoc-news.de zu steigern. Das Marketing der Webseite wurde der Firma Business Advertising GmbH übertragen. Zudem wurde die Seite im Herbst 2008 neu aufgesetzt und beinhaltet nun eine Reihe weiterer Funktionen wie Weblogs (Blogs), eine Watchlist mit Echtzeit Börsenpreisen für registrierte Nutzer, eine erweiterte Palette an Charttools sowie auch Bildergalerien.

BEABSICHTIGTE ABSPALTUNG DER BROKERAGE UND FINANZMEDIEN GESCHÄFTSSEGMENTE

Die Hauptversammlung bewilligte am 31. März den Vorschlag des TDU Managements die Brokerage und Finanzmediensegmente als unabhängige Tochterfirmen abzuspalten. Die Abspaltung soll bis Ende Juni vollendet sein. Das Management gibt mehrere Gründe für diese Maßnahme an. Erstens, würde dies steuerliche Vorteile mit sich bringen, sollten eine oder beide der Tochterfirmen verkauft werden. Zweitens, ist das Management der Meinung, dass eine Abspaltung eventuell versteckte Werte in den Aktivposten zu Tage bringt. Dies würde den Aktienwert positiv beeinflussen. Zum dritten könnte eine gesetzliche Unabhängigkeit der Muttergesellschaft von den Tochterfirmen die Risiken einer eventuellen Kompensationsklage minimieren, im Fall des Phoenix Skandals. Phoenix Kapitaldienst GmbH fälschte mehrere Jahre lang Kontoabrechnungen. Als dies öffentlich wurde, entdeckten ca. 30.000 Investoren, dass die Verluste machten.



Laut den Regeln des Aktienhandelsverbandes zum dem TDU gehört, können angegliederte Gesellschaften gezwungen werden Verluste von Investoren zu kompensieren, welche bei anderen Mitgliedsfirmen entstanden sind. Eine Abspaltung der Brokerage und Finanzmediensegmente reduziert dieses Risiko, Verpflichtungen wahrzunehmen in Verbindung mit Phoenix oder ähnlichen Fällen, welche in Zukunft entstehen könnten.

JAHRESERGEBNIS 2007/08

	2006/07	H1 07/08	H2 07/08	2007/08	H1 08/09
Umsatz (€)	1.269.243	1.019.000	623.582	1.642.582	848.902
Netto Gewinn	27.234	210.000	-676.720	-466.720	138.365
Marge (%)	2,1%	20,6%	-108,5%	-28,4%	16,3%

Tabelle 5

Quelle: Trading House AG, First Berlin Equity Research

TDUs Jahresergebnis für 2007/08 zeigt einen Anstieg um 29,4% im Gesamteinkommen auf €1,643 Mio. (2006/07: €1,269 Mio.). Der Nettogewinn fiel auf -€467 Tsd. (€27 Tsd.). Die Profitabilität wurde 2007/08, durch das Ausscheiden des Leitenden Brokers am Ende der ersten Jahreshälfte mit 50 der lukrativsten Kunden, stark beeinträchtigt. Gesamteinnahmen in H1 2007/08 betragen €1,019 Mio., fielen jedoch in der zweiten Hälfte auf €624 Tsd. herab. Dieser schnelle Rückgang an Umsätzen in der zweiten Hälfte liess TDU mit zu hohen Kosten zurück, sodass das Nettoergebnis von €210 Tsd. in der ersten Hälfte auf -€677 Tsd. in der zweiten Hälfte fiel.

ERGEBNIS DER ERSTEN JAHRESHÄLFTE 2008/09

TDUs H1 2008/09 Ergebnis zeigte eine starke Erholung im Vergleich zu H2 2008/09. Das Provisionseinkommen erlebte einen Aufschwung von €465 Tsd. in H2 2007/08 auf €676 Tsd. in H1 2008/09. Handelsvolumina stiegen durch die starken Kursschwankungen im Herbst 2008. Die Umsätze des Finanzmediensegments fielen von €268 Tsd. auf €84 Tsd., durch die schwierige Marktsituation, sowie das Outsourcing des Online Marketings. Dies hatte einen doppelten Effekt auf die Einkünfte. Erstens, bezahlt TDU nun dem externen Anbieter eine Provision. Diese Kosten sind nicht länger in der Gewinn und Verlustrechnung aufgeführt. Zweitens, resultierte die Ausgliederungsmaßnahme in einem Rückgang der Einnahmen im Zuge der Übertragung an den Marketing Partner. Die Erträge der Börsenakademie wuchsen weiter von €42 Tsd. (H2 2007/08) auf €65 Tsd. Das Nettoergebnis betrug €138 Tsd., äquivalent zu einer Marge von 16,3% (H2 2007/08: 20,6%).



FINANZLAGE

BILANZ 2004/05 – H1 2008/09 (€)

	2004/05	2005/06	2006/07	2007/08	H1 2008/09
Kurzfristige Vermögenswerte	75.781	841.367	754.491	317.236	442.440
Liquide Mittel und Aktien	930	578.771	441.306	167.792	169.554
Forderungen an Kreditinstitute	49.573	219.472	91.665	47.549	45.528
Forderungen an Kunden	25.278	43.124	221.520	101.895	227.358
Langfristige Vermögenswerte	103.752	176.504	354.769	399.107	369.973
Schuldverschreibungen und andere festverzinsliche Wertpapiere	0	69.014	0	0	
Beteiligungen	0	0	30.000	130.000	147.750
Immaterielle Anlagenwerte	3.289	4.640	8.106	15.525	12.762
Sachanlagen	78.120	61.872	96.999	84.383	65.558
Sonstige Vermögensgegenstände	16.791	34.006	200.868	151.195	127.513
Rechnungsabgrenzungsposten	5.552	6.972	18.796	18.004	16.390
Aktiva	179.533	1.017.871	1.109.260	716.343	812.413
Verbindlichkeiten	163.920	89.291	153.446	227.249	184.954
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	58.628	0	0	0	0
Verbindlichkeiten gegenüber Kunden	18.959	18.185	0	0	0
Sonstige Verbindlichkeiten	71.179	30.156	113.339	143.749	94.257
Rechnungsabgrenzungsposten	954	0	5.607	0	0
Rückstellungen	14.200	40.950	34.500	83.500	90.697
Eigenkapital	15.613	928.580	955.814	489.094	627.459
Passiva	179.533	1.017.871	1.109.260	716.343	812.413
Eigenkapital als % der Bilanzsumme	8,7%	91,2%	86,2%	68,3%	77,2%
Netto Verschuldungsgrad (%)	369,6%	-62,3%	-46,2%	-34,3%	-27,0%

Tabelle 6

Quelle: Trading House AG, First Berlin Equity Research

Wie oben beschrieben gab es in 2005 zwei Aktienemissionen welche €1,125 Mio. an Eigenkapital brachten. TDU startete 2007/08 mit €955 Tsd. an Eigenkapital (86% der Bilanzsumme). Diese Menge wurde bis H2 2007/08 halbiert. Dennoch stabilisierte der Nettogewinn von H1 2008/09 die Finanzlage der Firma. Ende H1 2008/09 betrug die Eigenkapitalquote €627 Tsd., also 77% der Bilanz. Bis zum 31. Dezember 2008 hatte TDU Verluste von €1,44 Mio. akkumuliert. Es sind jedoch auf dieser Bilanz keine aktiven latenten Steuern aufgeführt. Die Steuerbehörden bestätigen, dass im Falle einer positiven Neubewertung der Aktivleistungen durch die Abspaltung des Finanzmediensegments, keine Nachteile bezüglich des steuerlichen Verlustvortrags entstehen würden. TDU wurde ähnlich bestärkt hinsichtlich des Brokerage Segments.



AUSSICHTEN

Tabellen 7 und 8 führen die Eingangswerte auf, welche die Grundlage für unsere Prognose bezüglich der Brokerage und Finanzmediensegmente darstellen.

EINGANGSWERTE FÜR DIE BROKERAGE PROGNOSE

	Umsatz (T€)	Kundenanzahl am Periodenende	Durchschnittliche Kundenanzahl	Durchschnittlicher Umsatz pro Kunde und Monat (€)
2007/08	1.174	236	240	408
H1 2008/09	676	310	279	404
H2 2008/09E	723	350	330	365
2008/09E	1.399	350	305	383
2009/10E	1.800	400	375	400
2010/11E	2.244	480	440	425

Tabelle 7

Quelle: Trading House AG, First Berlin Equity Research

TDUs Brokerage Segment hat sich gut erholt von dem Kundenschwund in H2 2007/08, nach der Ausscheidung des Verkaufsmanagers. Die Kundenzahl kletterte von 236 Ende Juni 2008 auf ein Rekordniveau von 310 Ende Dezember 2008. Wir vermuten, dass Kundenzahlen bis März 2009 weiter gewachsen sind. Das Provisionseinkommen von €676 Tsd. für H1 2008/09 fiel nur 5% niedriger aus als in H1 2007/08 (€709 Tsd. vor dem Verlust der 50 lukrativen Kunden), und war 45% höher als in H2 2007/08 (€466 Tsd.). Wir glauben die wichtigsten Einflussfaktoren des Brokerage Segments sind (in Reihenfolge ihrer Wichtigkeit): 1. Neue Kundengewinnung, 2. Marktschwankungen, 3. Insgesamt positive Marktaussichten. Wir sind der Meinung, dass der Rückgang von Provisionseinnahmen während 2000-2005 keine schlechten Marktaussichten als Ursache hatte, sondern auf mangelhafte Marketingressourcen zurückzuführen war. Das Geschäftsergebnis H1 2008/09 zeigt auch, dass Kundengewinnung nicht von einer positiven Marktentwicklung abhängt, da der DAX um 32% in diesem Zeitraum fiel. Kunden können sowohl bei steigenden als auch bei fallenden Kursen durch effektiven Handel mit TDU Renditen erzielen. Kursschwankungen hingegen sind wichtig für TDUs Geschäft. In H1 2008/09 wurden die Zahlen durch massive Kursschwankungen im Herbst positiv beeinflusst. Wir sind jedoch der Meinung, dass der wichtigste Wachstumsfaktor für TDUs Brokeragesegment die Stabilität des Brokerage Teams ist. Die Finanzmärkte sind in den Medien sehr präsent und wir haben bereits festgestellt, dass die Zahl der potentiellen Kunden für TDU sehr groß ist. Um weiter diesen Vorrat an Kunden anzapfen zu können, muss TDU eine stabile finanzielle Basis liefern. Mit anderen Worten sollten kostenintensive Pannen wie das MAN Financial Debakel in 2005 und die Abwanderung des wichtigsten Kundenkreises in 2008 in Zukunft unbedingt verhindert werden.



Wie bereits erwähnt stiegen die Kundenzahlen von 236, Ende Juni 2008 (direkt nach dem Kundenrückgang), auf 210, Ende Dezember 2008. Tabelle 7 stellt unsere Erwartung dar, dass sich die Kundenakquisition in H2 2008 durch schwierige Marktaussichten verlangsamen wird. Dennoch sind wir überzeugt, dass weiterhin ein Wachstum des Kundenstamms herrschen wird. Es ist Teil unserer Annahme, dass sich die Marktaussichten in 2009/10 und 2010/11 verbessern und sich die Kundenakquise beschleunigt. Ähnliche Annahmen beziehen sich auf den Durchschnittsumsatz pro Kunde und Monat.

EINGANGSWERTE FÜR DIE FINANZMEDIEN PROGNOSE

	Besuche	Jährl. Zuwachs (%)	Seitenaufrufe (PI)	PI pro Besucher	% TKP > €10	Umsatz (T€)
2007/08	7.709.358	n.a.	19.953.368	2,6	0,20	388
H1 2008/09	3.610.000		8.250.000	2,3	0,20	79
H2 2008/09E	4.320.000		10.315.800	2,4	0,14	43
2008/09E	7.930.000	2,9%	18.565.800	2,3	0,16	122
2009/10E	9.000.000	13,5%	22.950.000	2,6	0,18	137
2010/11E	10.500.000	16,7%	28.350.000	2,7	0,20	184

Tabelle 8

Quelle: Trading House AG, First Berlin Equity Research

Besuche der Finanzmedienhauptseite, www.ad-hoc-news.de, fielen um 25,9% im dritten Quartal 2008/09, teilweise durch einen, in dieser Hinsicht, extrem starken Januar 2008. Wir rechnen mit einer mäßigung der Verschlechterung und erwarten bis Ende H2 2008/09 ein Minus von 15% besuchen. Wir prognostizieren auch einen Abfall der Umsätze um 45,1% des H1 Wertes, da die Märkte schwächeln, aber auch wegen der ausgegliederten Marketingmaßnahmen an Business Advertising GmbH. Die Gewinn und Verlustrechnung des Finanzmediensegmentes wird im zweiten Halbjahr frei sein von Umsätzen, welche an die Marketingagentur ausgezahlt werden, aber auch frei von Marketingkosten. Maßnahmen wurden ergriffen um Umsätze in diesem Geschäftssegment zu steigern. Die www.ad-hoc-news.de Webseite wurde neu aufgesetzt und zwei neue Webseiten wurden gestartet: ein CFD Blog und eine Marketing Webseite für die Börsenakademie. In der nächsten Zukunft erwarten wir jedoch, dass www.ad-hoc-news.de die Hauptumsatzquelle in diesem Bereich bleiben wird.

Für 2009/10 und 2010/11 erwarten wir einen Anstieg an www.ad-hoc-news.de Besuchen auf 10,5 Mio. bei 2,70 Seitenaufrufen pro Besucher. Diese Steigerung begründen wir mit neuen Verbesserungen wie der Live-Watchlist und den erweiterten Grafikwerkzeugen. Eine der wichtigsten Kennzahlen der Industrie stellt der Tausend Kontakt Preis (TKP) dar, welcher den Preis angibt, der für 1,000 Betrachter einer Werbung zu entrichten ist. TDU Management teilte uns mit, dass in 2007/08 das Segment über €10 verlangen konnte für etwa 20% der TKPs. Wir rechnen damit, dass dieser Prozentsatz in 2008/09 sinken wird, sich aber wieder auf 20% erhöht bis 2010/11 (siehe Tabelle 8), im Zuge erhöhter Attraktivität der Online Angebote.



Tabelle 9 stellt die Gewinn und Verlustrechnung für die Gruppe dar. TDU generierte eine EBIT Marge von 15,9% in der ersten Hälfte des Geschäftsjahres 2008/09, unterstützt durch ungewöhnlich hohe Handelsvolumina in den Herbst Monaten. Wir erwarten in H2 2008/09 eine Abnahme der EBIT Marge auf 9,1%, da niedrigere Umsätze pro Kunde im Brokerage Segment zu erwarten sind, und durch die Schwäche des Online Werbemarktes. In 2009/10 und 2010/11 prognostizieren wir wieder einen Anstieg der Umsätze und Margen während die Börse und Online Werbesegmente sich erholen.

GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG DER GRUPPE – PROGNOSE (€)

	2007/08	H1 2008/09	H2 2008/09	2008/09E	2009/10E	2010/11E
Umsatz	1.642.559	848.902	807.503	1.656.405	2.097.847	2.628.394
EBIT	-480.252	135.115	73.551	208.666	288.028	439.470
Marge (%)	-29,2%	15,9%	9,1%	12,6%	13,7%	16,7%
Zinsergebnis	14.380	3.558	18.775	22.333	43.004	72.202
Vorsteuerergebnis	-465.849	138.673	92.326	230.999	331.032	511.673
Außerordentliche Posten, Netto	-100	0	0	0	0	0
Steuern	-771	-308	0	-308	0	0
Jahresüberschuß / Fehlbetrag	-466.720	138.365	92.326	230.691	331.032	511.673
GpA	-1,09	0,32	0,30	0,54	0,78	1,20

Tabelle 9

Quelle: Trading House AG, First Berlin Equity Research



FIRMENBEWERTUNG

Wir haben TDU sowohl mit einer DCF Cashflow Analyse, als auch mit einem Peer Group Vergleich bewertet.

DCF ANALYSE

Wir zeigen nachstehend einen Ausschnitt des DCF Modells (im vollständigen Modell geht der berücksichtigte Bereich bis 2017/18). Unser DCF Modell basiert auf einer Eigenkapitalquote von 16,0%. Da TDUs Geschäft zyklischer Natur ist, erwarten wir eine konservative, langfristig orientierte Kapitalstruktur. Der gewichtete Kapitalkostenansatz (WACC) wird daher auch 16,0% sein. Eine Diskontierung von 16% ergibt einen Unternehmenswert von €2,32 Mio. Wenn nun die HI 2008/09 Nettoliquidität von €170.000 hinzu addiert wird, erreichen wir einen Aktienwert von €5,84.

Alle Angaben in T€	2008/09E	2009/10E	2010/11E	2011/12E	2012/13E	2013/14E	2014/15E
Umsätze	1.656	2.098	2.628	3.373	3.940	4.395	4.762
EBIT	209	288	439	638	753	840	765
NOPLAT	208	288	439	414	494	552	490
+ Abschreibungen	51	65	81	105	122	136	148
= operativer Netto-Cashflow	260	353	521	519	616	688	638
- Investitionen (Capex und WC)	-52	-116	-143	-191	-188	-189	-190
Capex	-51	-92	-113	-149	-156	-164	-170
Working Capital	-1	-25	-30	-42	-32	-25	-21
= Free Cashflow (FCF)	208	237	378	328	428	499	448
Barwert der FCF's	202	199	274	205	231	232	180

Alle Angaben in T€	
Diskontierter Wert aller zukünftigen CF (bis 2017/28)	1.835
Ewige Umsatzwachstumsrate	2%
Wert des operativen Geschäftes	2.323
+ Netto Liquidität (H1 2007/08)	170
+ Investitionen / Minderheitsbeteiligungen (2007/2008)	0
Unternehmenswert	2.493

Wert je Aktie in €	5,84
---------------------------	-------------

WACC	16,0%
Die terminale Investitionsquote	16,0%
Barwert der FCF's in Phase III (Endwert)	30,0%
Wert des operativen Geschäftes	100,0%
+ Netto Liquidität (Gj. 2007/08)	30,0%
+ Investitionen / Minderheitsbeteiligungen (Gj. 2007/08)	12,0%
Anzahl Aktien (Mio.)	0,427

Tabelle 10

Sensitivitätsanalyse

Wert je Aktie in €

WACC	Ewige Umsatzwachstumsrate						
	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%
12,0%	7,32	7,40	7,48	7,57	7,67	7,78	7,90
13,0%	6,84	6,90	6,96	7,03	7,10	7,18	7,27
14,0%	6,43	6,47	6,52	6,57	6,63	6,69	6,76
15,0%	6,07	6,10	6,14	6,18	6,22	6,27	6,32
16,0%	5,75	5,78	5,81	5,84	5,87	5,91	5,95
17,0%	5,47	5,49	5,51	5,54	5,56	5,59	5,62
18,0%	5,22	5,23	5,25	5,27	5,29	5,31	5,34
19,0%	4,99	5,00	5,02	5,03	5,05	5,07	5,09

Quelle: Trading House, First Berlin Equity Research

PEER GROUP VERGLEICH

Für den Peer Group Vergleich haben wir die Brokerage und Finanzmediensegmente einzeln bewertet (siehe Tabellen 11 und 12). Der addierte Gesamtwert, ein Unternehmenswert von €2,58 Mio. für das Brokeragesegment und €0,13 Mio. für das Finanzmediensegment, ergibt €2,71 Mio. für das gesamte Unternehmen, oder €6,74 pro Aktie (unter Berücksichtigung der



HI 2008/09 Nettoliquidität von €170.000). Das Problem mit diesem Ergebnis ist, dass die Peer Gruppe aus Firmen besteht, welche alle deutlich größer sind als TDU. Daher sind wir der Meinung, dass es angebracht ist eine Diskontierung von 15% des berechneten Wertes vorzunehmen. So ergibt sich ein Aktienwert von €5.73.

Unternehmen	EV / Umsatz		EV / EBIT	
	2008/09E	2009/10E	2008/09E	2009/10E
BAADER BANK AG	0,9x	0,9x	n.a.	n.a.
BOURSORAMA	2,0x	1,8x	6,5x	5,6x
COMDIRECT BANK AG	2,2x	2,1x	8,7x	8,3x
DAB BANK AG	1,3x	1,2x	9,8x	5,9x
E*TRADE FINANCIAL CORP	2,3x	1,3x	n.a.	n.a.
SINO AG	1,6x	1,6x	6,0x	5,6x
Durchschnitt	1,71	1,49	7,78	6,35
Median	1,83	1,47	7,62	5,76
Trading House - Multiplikatoren (x)	0,5x	0,4x	3,9x	2,9x
Trading House - Bewertung auf durchschnittlichem EV/EBIT basiert				
Auf EV/EBIT 2008/09 basiert			€1,56	7,78x
Auf EV/EBIT 2009/10 basiert			€1,77	6,35x
Trading House - Bewertung auf durchschnittlichem EV/Umsatz basiert				
Auf EV/Umsatz 2009/10 basiert			€3,07	1,71x
Auf EV/Umsatz 2009/10 basiert			€3,92	1,49x
EV für Brokerage auf Peer Group basierend			€2,58	

Tabelle 11: Brokerage Peer Group Vergleich

Quelle: Trading House AG, First Berlin Equity Research

Unternehmen	EV / Umsatz		EV / EBIT	
	2008/09E	2009/10E	2008/09E	2009/10E
AD PEPPER MEDIA NV	0,0x	0,0x	0,3x	0,7x
ADLINK INTERNET MEDIA AG	0,5x	0,5x	11,2x	11,7x
BOURSORAMA	2,0x	1,8x	6,5x	5,6x
TOMORROW FOCUS AG	1,6x	1,5x	16,5x	11,0x
WALLSTREET:ONLINE AG	0,6x	0,5x	4,4x	4,0x
Durchschnitt	0,9x	0,9x	7,8x	6,6x
Median	0,6x	0,5x	6,5x	5,6x
TRADING HOUSE - Multiplikatoren (x)	8,4x	7,5x	132,2x	106,5x
TRADING HOUSE - Bewertung auf durchschnittlichem EV/EBIT basiert				
Auf EV/EBIT 2008/09 basiert			€0,07	7,79x
Auf EV/EBIT 2009/10 basiert			€0,16	6,61x
TRADING HOUSE - Bewertung auf durchschnittlichem EV/Umsatz basiert				
Auf EV/Umsatz 2009/10 basiert			€0,13	0,95x
Auf EV/Umsatz 2009/10 basiert			€0,16	0,86x
EV für Finance Media auf Peer Group basierend			€0,13	

Tabelle 12: Finanzmedien Peer Group Vergleich

Quelle: Trading House AG, First Berlin Equity Research



Als endgültigen Gesamtwert wählen wir €5,75, ein Wert der nahe am Durchschnitt der DCF und Peer Group Bewertung liegt.

MANAGEMENT BIOGRAPHIEN

Rafael S. Müller ist Gründer und Geschäftsführer von TDU. Herr Müller hat etwa 20 Jahre Kapitalmarkterfahrung und hat sowohl für die amerikanische Investment Bank Merrill Lynch gearbeitet, als auch für eigene Firmen. Er besitzt amerikanische Series 3 (Termin- und Rohstoffhandel) und Series 7 (Allgemeiner Aktienvertreter) Lizenzen, welche von der US Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) ausgestellt wurden.

Andy Klose ist 2006 bei TDU als Finanzvorstand (CFO) eingetreten. Herr Klose besitzt 18 Jahre Investment Erfahrung, dabei war er vier Jahre bei Merrill Lynch, wo er ein Kollege Herrn Müllers war. Herr Kloses professionelle Erfahrung schließt auch zwei Jahre bei der Hypo Capital Management (ein Tochterunternehmen der Hypo Vereinsbank), sowie zehn Jahre bei den Venture Capital Firmen NBG und Fidentia ein. Auch er besitzt Series 3 und Series 7 Lizenzen.

Es liegen uns keine Informationen zum Aktienbesitz vom TDU Vorstand vor.



ERGEBNISRECHNUNGSANALYSE

Angaben in T€	2005/06	2006/07	2007/08	2008/09E	2009/10E	2010/11E
Umsatzerlöse	442,0	1269,2	1642,6	1656,4	2097,8	2628,4
Provisionserträge	351,5	1036,6	1174,5	1233,2	1294,8	1359,6
Provisionsaufwendungen	-3,7	-3,2	-9,5	-10,0	-10,5	-11,0
Sonstige Erträge	94,1	235,9	477,6	501,5	526,6	552,9
Personalaufwand	0,0	-703,5	-1103,3	0,0	0,0	0,0
Löhne und Gehälter	0,0	-614,1	-983,8	0,0	0,0	0,0
Sozialabgaben und Pensionsrückstellungen	0,0	-89,4	-119,5	0,0	0,0	0,0
Andere Verwaltungsaufwendungen	0,0	-395,9	-666,8	-496,9	-629,4	-788,5
Abschreibungen und Wertberichtigungen auf immaterielle Anlagewerte und Sachanlagen	-24,2	-35,4	-49,4	-50,0	-50,0	-50,0
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-16,2	-38,8	-101,8	-50,0	-63,3	-79,3
Abschreibungen und Wertberichtigungen auf Forderungen und bestimmte Wertpapiere sowie Zurückführungen zu Rückstellungen im Kreditgeschäft	-1,1	-10,0	-111,8	0,0	0,0	0,0
Abschreibungen und Wertberichtigungen auf Beteiligungen, Anteile an verbundenen Unternehmen und wie Anlagevermögen behandelte Wertpapiere	0,0	-59,7	-89,7	0,0	0,0	0,0
Erträge aus Zuschreibungen zu Beteiligungen, Anteilen an verbundenen Unternehmen und wie Anlagevermögen behandelten Wertpapiere	79,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	-41,3	26,0	-480,2	208,7	288,0	439,5
Zinserträge	9,3	2,1	14,8	23,0	44,2	74,2
Zinsaufwendungen	-48,6	-0,8	-0,4	-0,6	-1,2	-2,0
Ergebnis der normalen Geschäftstätigkeit (EBT)	-80,7	27,3	-465,8	231,0	331,0	511,7
Ausserordentliche Erträge	20,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ausserordentliche Aufwendungen	-26,2	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
Einkommens- und Ertragssteuern	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Steuern	0,0	-0,1	-0,8	-0,3	0,0	0,0
Jahresüberschuß / Fehlbetrag	-87,0	27,2	-466,7	230,7	331,0	511,7
Bruttogewinnmarge						
Nettogewinn pro Aktie	na	na	-109,3%	54,0%	77,5%	119,8%
EBIT-Marge	-9,4%	2,1%	-29,2%	12,6%	13,7%	16,7%
EBT-Marge	-18,3%	2,2%	-28,4%	13,9%	15,8%	19,5%
Nettogewinnmarge	-19,7%	2,1%	-28,4%	13,9%	15,8%	19,5%
Steuerrate	0,2%	-0,4%	0,2%	-0,1%	0,0%	0,0%
Aufwand in % vom Umsatz						
Vertriebs- und Betriebsaufwendungen	-8,5%	97,9%	129,2%	36,0%	35,4%	34,9%
Personal	0,0%	55,4%	67,2%	0,0%	0,0%	0,0%
Abschreibung auf Geschäfts- und Firmenwerte	5,5%	2,8%	3,0%	3,0%	2,4%	1,9%
Materialkosten	0,0%	31,2%	40,6%	30,0%	30,0%	30,0%
Jährl. Wachstum						
Umsatzerlöse	na	187,2%	29,4%	0,8%	26,7%	25,3%
EBIT	na	163,0%	-1843,8%	143,5%	38,0%	52,6%
Jahresüberschuss/ Jahresfehlbetrag	na	131,3%	-1713,7%	149,4%	43,5%	54,6%



BILANZANALYSE

Angaben in T€	2005/06	2006/07	2007/08	2008/09E	2009/10E	2010/11E
Aktiva						
Kurzfristige Vermögenswerte						
Liquide Mittel und Aktien	578,8	441,3	167,8	662,6	1.048,9	2.628,4
Forderungen an Kreditinstitute	219,5	91,7	47,5	48,3	61,1	76,6
Forderungen an Kunden	43,1	221,5	101,9	103,4	131,0	164,1
Langfristige Vermögenswerte						
Schuldverschreibungen und andere festverzinsliche Wertpapiere	69,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Beteiligungen	0,0	30,0	130,0	130,0	130,0	130,0
Immaterielle Anlagenwerte	4,6	8,1	15,5	16,6	21,0	26,3
Sachanlagen	61,9	97,0	84,4	82,8	104,9	131,4
Sonstige Vermögensgegenstände	34,0	200,9	151,2	153,5	194,3	243,5
Rechnungsabgrenzungsposten	7,0	18,8	18,0	18,3	23,1	29,0
Aktiva total	1.017,9	1.109,3	716,3	1.215,3	1.714,4	3.429,3
Passiva						
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	0,0	0,0	0,0	264,9	371,5	1.500,8
Verbindlichkeiten gegenüber Kunden	18,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Verbindlichkeiten	30,2	113,3	143,7	145,9	184,8	231,5
Rechnungsabgrenzungsposten	0,0	5,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Rückstellungen	41,0	34,5	83,5	84,7	107,3	134,5
Eigenkapital	929	956	489	720	1.051	1.562
Gezeichnetes Kapital	437	437	437	437	437	437
Rücklage Anteile über Nennbetrag	1.497	1.497	1.497	0	0	0
Bilanzgewinn / Bilanzverlust	-1.005	-978	-1.444	0	0	0
Passiva total	1.017,9	1.109,3	716,3	1.215,3	1.714,4	3.429,3
Kennzahlen						
Verhältnis zwischen Umlaufvermögen und kurzfristigen Schulden (x)	17,4	6,3	2,2	2,0	2,2	1,7
Verhältnis des Umlaufvermögens zu den laufenden Verbindlichkeiten (x)	17,4	6,3	2,2	2,0	2,2	1,7
Eigenkapitalquote	91,2%	86,2%	68,3%	59,2%	61,3%	45,6%
Verschuldungsgrad (Debt-Equity-Ratio)	-62,3%	-46,2%	-34,3%	-55,2%	-64,5%	-72,2%
Eigenkapital je Aktie (€)	2,13	2,19	1,12	1,65	2,41	3,58
Nettoliquidität (T€)	578,8	441,3	167,8	397,6	677,5	1.127,6
Eingesetztes Kapital (CE)	280,8	484,5	191,3	192,1	243,4	304,9
Eigenkapitalrendite	-14,7%	6,8%	-142,1%	108,8%	132,3%	160,3%



CASHFLOW ANALYSE

Angaben in T€	2005/06	2006/07	2007/08	2008/09E	2009/10E	2010/11E
Nettoeinkommen	-87,0	27,2	-466,7	230,7	331,0	511,7
Abschreibungen	-53,9	45,3	161,2	51,3	65,0	81,5
Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit	-141,0	72,6	-305,5	282,0	396,1	593,2
Investitionen in Umlaufvermögen	-222,4	-165,1	288,0	-1,4	-24,7	-29,7
Netto Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit	-363,4	-92,5	-17,5	280,7	371,3	563,4
Investitionsaufwand (CAPEX)	-30,6	-104,0	-158,8	-50,8	-91,5	-113,3
Free Cashflow	-393,9	-196,5	-176,3	229,8	279,8	450,1
Gezahlte Dividende	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalerhöhung	1000,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Fremdfinanzierung	-127,6	69,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cashflow aus der Finanzierungstätigkeit	872,4	69,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	158,0	-10,0	-97,2	0,0	0,0	0,0
Veränderung der netto liquiden Mittel	636,5	-137,5	-273,5	229,8	279,8	450,1
Netto Liquidität am Anfang des Geschäftsjahres	-57,7	578,8	441,3	167,8	397,6	677,5
Netto Liquidität am Ende des Geschäftsjahres	578,8	441,3	167,8	397,6	677,5	1127,6
Free Cashflow pro Aktie €	-1,04	-0,46	-0,41	0,54	0,66	1,05
Jährl. Wachstum						
Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit	na	na	na	na	140,4%	149,8%
Free cashflow	na	na	na	na	21,7%	60,9%
Cashflow aus der Finanzierungstätigkeit	na	-92,1%	na	na	na	na
Free Cashflow pro Aktie	na	na	na	na	21,7%	60,9%



FIRST BERLIN HAFTUNGSAUSSCHLUSS

Simon Scholes

First Berlin
Equity Research GmbH

Lennéstrasse 9
10785 Berlin

Tel. +49 30 91 684 105
Fax +49 (0)30 - 80 93 96 87

info@firstberlin.com
www.firstberlin.com

FIRST BERLIN-GRUNDSÄTZE

Im Bestreben, die Unabhängigkeit der Berichte von First Berlin zu gewährleisten, verpflichten sich sowohl die Analysten als auch das Unternehmen selbst, die Wertpapiere besprochener Unternehmen weder zu besitzen noch mit ihnen zu handeln. Darüber hinaus ist die Vergütung der Analysten weder direkt an bestimmte finanzielle Transaktionen noch an Börsenumsätze oder Vermögensverwaltungsgebühren gekoppelt. Die Vergütung der Analysten erfolgt anhand einer breiten Palette von Richtgrößen. Zudem erhält First Berlin von den behandelten Unternehmen keinerlei Aufwandsentschädigungen für das Abfassen dieses Berichts.

ERKLÄRUNG DES/DER ANALYSTEN

Ich, Simon Scholes, erkläre hiermit, dass die in diesem Bericht zum Ausdruck gebrachten Meinungen meine persönlichen und beruflichen Ansichten über das untersuchte Unternehmen darstellen. Zudem erkläre ich, dass meine Vergütung weder direkt an spezifische finanzielle Transaktionen (inklusive Börsenumsätze und Vermögensverwaltungsgebühren) gekoppelt ist noch in direkter oder indirekter Weise an spezifische Empfehlungen bzw. Ansichten, die Teil dieser Untersuchung sind. Auch besitze ich keine Anteile an dem besprochenen Unternehmen.

ANLAGEBEWERTUNGSSYSTEM

First Berlins System zur Anlagebewertung gliedert sich in eine Anlageempfehlung und eine Risikoeinschätzung. Unsere Empfehlungen, die sich nach der von uns erwarteten Wertentwicklung (prognostizierte Kurssteigerung und Dividendenrendite) in dem jeweils angegebenen Jahr bestimmen, lauten wie folgt:

STRONG BUY: erwartete positive Wertentwicklung über 50 % verbunden mit einem großen Vertrauen in Qualität und Prognosesicherheit des Managements

BUY: erwartete positive Wertentwicklung über 25 %

ADD: erwartete positive Wertentwicklung zwischen 0 % und 25 %

REDUCE: erwartete negative Wertentwicklung zwischen 0 % und -15 %

SELL: erwartete negative Wertentwicklung größer als -15 %

Unsere Kategorien zur Risikobewertung sind Niedrig, Mittel, Hoch und Spekulativ. Sie werden durch acht Faktoren bestimmt: Unternehmensführung und -kontrolle, Gewinnqualität, Stärke der Geschäftsleitung, Bilanz- und Finanzierungsrisiko, Positionierung im Wettbewerbsumfeld, Standard der Offenlegung der finanziellen Verhältnisse, aufsichtsrechtliche und politische Ungewissheit sowie sonstige unternehmensspezifische Risiken. Diese Risikofaktoren haben Eingang in unsere Bewertungsmodelle gefunden und sind daher in unseren Kurszielen enthalten. Unsere Modelle können von First-Berlin-Kunden angefordert werden.

Bis 16. Mai 2008 gliederte sich First Berlins System zur Anlageempfehlung in drei Kategorien. Es diente dazu, die von uns erwartete Wertentwicklung (prognostizierte Kurssteigerung und Dividendenrendite) für das jeweilige Jahr wiederzugeben. Unsere Anlageempfehlungen lauteten wie folgt: **BUY:** erwartete positive Wertentwicklung über 15 %, **HOLD:** erwartete positive Wertentwicklung zwischen 0 % und 15 %, **SELL:** erwartete negative Wertentwicklung.

ZUSATZERKLÄRUNGEN

Dieser Bericht stellt weder ein Verkaufsangebot noch eine Aufforderung zum Kauf von Wertpapieren in einer Rechtsordnung dar, in der ein solches Angebot unrechtmäßig wäre. Er stellt auch keine Aufforderung zum Handeln auf Grundlage der gegebenen Informationen dar. Das enthaltene Material dient der allgemeinen Information der Kunden von First Berlin. Es berücksichtigt nicht die besonderen Anlageziele, finanziellen Verhältnisse und Bedürfnisse einzelner Kunden. Bevor ein Kunde aufgrund der in diesem Bericht enthaltenen Ratschläge oder Empfehlungen tätig wird, sollte er prüfen, ob sie auf seine persönliche Situation zugeschnitten sind und gegebenenfalls fachkundigen Rat einholen. Das Material beruht auf Informationen, die wir als zuverlässig erachten, deren Vollständigkeit und Genauigkeit wir aber nicht garantieren und die entsprechend aufzufassen sind. Die geäußerten Ansichten geben unsere zum Zeitpunkt des auf dem Bericht angegebenen Datums aktuellen Überzeugungen wieder und können ohne vorherige Ankündigung geändert werden.

Copyright© 2009 First Berlin Equity Research GmbH. Alle Rechte vorbehalten. Kein Teil dieses Berichts darf ohne vorherige schriftliche Genehmigung durch First Berlin kopiert, fotokopiert, vervielfältigt sowie weiterverbreitet werden, gleich in welcher Form und durch welches Medium. Dieser Bericht ist nicht zur Verbreitung in den USA und Kanada bestimmt. Bei Zitaten bitte First Berlin als Quelle angeben. Weitere Informationen sind auf Anfrage erhältlich.