

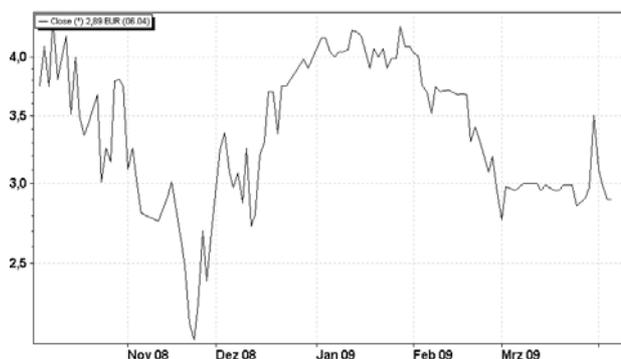
## trading-house.net AG

### Zusammenfassung

- **Dynamische Neukundengewinnung:** In einem turbulenten Börsenumfeld ist das Interesse an den Brokerage-Angeboten von trading-house.net nochmals spürbar angestiegen. Zwischen Juli und März konnte die Zahl der aktiven Kunden um 41,1 Prozent auf 333 ausgeweitet werden. Im Oktober 2008 hat die Sparte mit 16 Tsd. Euro den höchsten Tagesumsatz in der Unternehmensgeschichte erlöst.
- **Schwieriger Werbemarkt:** Wegen einer schwachen Entwicklung der Sparte Finance Media, die unter dem Einbruch der Werbeausgaben im Finanzbereich gelitten hat, ist der Umsatz im ersten Halbjahr 2008/09 in Summe trotzdem um 18,5 Prozent auf 826 Tsd. Euro zurückgegangen. Für das zweite Halbjahr erwarten wir allerdings eine Belebung der Einnahmentwicklung in diesem Segment.
- **Profitabilität überzeugt:** Dank der schlanken Unternehmensstrukturen wurde trotz der niedrigeren Einnahmehasis in den ersten sechs Monaten ein Gewinn von 138 Tsd. Euro und damit eine beeindruckende Nettomarge von 16,7 Prozent erwirtschaftet – ein Trend, der sich aktuell fortsetzen dürfte.
- **Unterbewertung:** Angesichts der überzeugenden Profitabilität sehen wir den fairen Wert des Unternehmens bei 13,32 Euro je Aktie, ein Kurspotenzial von 360 Prozent.

### Kaufen (unverändert)

**Kursziel** **13,32 Euro**  
Aktueller Kurs 2,89 Euro (Xetra)



Kurshistorie (Xetra)	1 M	3 M	12 M
Hoch (Euro)	3,50	4,29	10,29
Tief (Euro)	2,85	2,76	2,10
Performance	-2,03%	-28,64%	-67,42%
Ø-Umsatz (Euro/Tag)	6.427	7.795	9.745

### 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.)	06/07	07/08	08/09e	09/10e		
Umsatz (Mio. Euro)	1,3	1,7	1,8	2,1	CAGR Umsatz 07-10 (e)	18,7%
Umsatzwachstum	261,8%	31,5%	6,0%	20,0%	CAGR EBT 07-10 (e)	122,5%
EBT (Mio. Euro)	0,03	-0,47	0,26	0,30	CAGR EpS 07-10 (e)	122,5%
EBT-Marge	2,1%	-28,0%	14,5%	14,0%		
EpS	0,06	-1,09	0,60	0,70	Enterprise Value (Mio. Euro)	1,0
Dividende je Aktie	-	-	-	-	Buchwert (Mio. Euro)	0,6
KUV	0,97	0,74	0,70	0,58	EV / Umsatz 09 (e)	0,6
KGV	45,7	-	4,8	4,1	EV / EBT 09 (e)	4,0
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	Kurs / Buchwert	2,0

## Jüngste Geschäftsentwicklung

### *Brokeragegeschäft und Börsenakademie entwickeln sich erfreulich*

In den ersten neun Monaten des laufenden Geschäftsjahres 2008/09 konnte trading-house.net bei der Neukundenakquise im Kernbereich Brokerage spürbare Erfolge erzielen. Ende März lag die Zahl der aktiven Kunden bei 333, ein Zuwachs von 41,1 Prozent gegenüber dem Juni-Stand. Besonders erfreulich ist, dass während der äußerst turbulenten Herbstmonate gleichzeitig auch die Handelsaktivitäten der Anleger angezogen haben. Mit einem Tagesumsatz von 16 Tsd. Euro wurde im Oktober von der Brokeragesparte ein neuer Rekordwert markiert. Dank des starken Schlusssturzes konnten infolgedessen im ersten Halbjahr (per 31.12.) die schwächeren Sommermonate nahezu kompensiert werden, so dass die Segmenteinnahmen mit 676 Tsd. Euro den Vorjahreswert (709 Tsd. Euro) fast erreicht haben. Noch besser verlief das Seminargeschäft im Rahmen der Börsenakademie, dessen Erlöse im selben Zeitraum sogar um 78 Prozent auf 66 Tsd. Euro ausgeweitet wurden. Wir gehen davon aus, dass auch das dritte Quartal (Januar bis März 2009) zufrieden stellend verlaufen ist und der Vorjahresumsatz (Brokerage + Akademie: 325 Tsd. Euro) deutlich übertroffen wurde.

### *Starkes Ergebnis*

Demgegenüber hat das dritte Standbein, der Bereich Finance Media, im letzten Jahr unter den schwachen Werbeaktivitäten im Finanzsektor gelitten. Als Reaktion darauf wurde vom Vorstand die Einstellung der eigenständigen Vermarktung eingeleitet und stattdessen im November an einen professionellen Dienstleister, die Business Advertising GmbH, abgegeben. Im ersten Halbjahr 2008/09 bestand das Geschäft jedoch noch lediglich aus nachlaufenden Erlösen aus der Eigenvermarktung, so dass der Bereichsumsatz mit 84 Tsd. Euro deutlich unter dem Vorjahreswert (268 Tsd. Euro) lag. Dieser Effekt war damit hauptverantwortlich für den Rückgang der kumulierten Gesellschaftseinnahmen von 1,01 Mio. Euro auf 826 Tsd. Euro. Dank der schlanken Unternehmensstrukturen konnte die Gesellschaft allerdings trotzdem mit 138 Tsd. Euro (Vorjahr: 210 Tsd. Euro) wieder einen ansehnlichen Sechsmontatsüberschuss erwirtschaften und damit an die hohe Profitabilität aus 2007 anknüpfen, nachdem zwischen Januar und Juni 2008 aufgrund von Investitionen und Sonderfaktoren ein Verlust angefallen war. Einen Überblick zu den wichtigsten Kennzahlen im ersten Halbjahr zeigt die nachfolgende Tabelle.

<b>Geschäftszahlen</b>	<b>1. Halbjahr 07/08</b>	<b>1. Halbjahr 08/09</b>	<b>Änderung</b>
Umsatz	1,01	0,83	-18,5%
<i>davon Brokerage</i>	<i>0,71</i>	<i>0,68</i>	<i>-4,7%</i>
<i>davon Börsenakademie</i>	<i>0,04</i>	<i>0,07</i>	<i>+78,4%</i>
<i>davon Finance Media</i>	<i>0,27</i>	<i>0,08</i>	<i>-68,7%</i>
Periodenergebnis	0,21	0,14	-34,3%
Nettomarge	20,7%	16,7%	

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

### *Kontinuierliche Expansion*

Damit steht das Unternehmen auf einem gesunden Fundament, um die anvisierte Ausweitung der Geschäftsaktivitäten aus eigener Kraft voranzutreiben. Trotz der schwierigen Rahmenbedingungen zählt im Rahmen dessen aufgrund der mittelfristig hohen Ertragspotenziale die Erweiterung der Präsenz im Internet zu den strategischen Kernelementen. Zuletzt wurden mit [www.cfd-blog.adhoc-news.de](http://www.cfd-blog.adhoc-news.de) und [www.kostenlose-boersenseminare.de](http://www.kostenlose-boersenseminare.de) zwei neue Angebote eingeführt und das Flaggschiff [www.ad-hoc-news.de](http://www.ad-hoc-news.de) optisch neu gestaltet. Letzteres wird nach dem Vollzug der Umstrukturierung (siehe Studie vom 11.12.2008) als eigenständige Tochter firmieren. Durch die Etablierung von Portalen mit einer hohen Reichweite erschließt sich trading-house.net nicht nur neue Einnahmequellen, sondern auch die Möglichkeit, das Wachstum der anderen Geschäftsbereiche kostengünstig zu forcieren. Denn die Präsentation der entsprechenden Angebote auf den unternehmenseigenen Seiten sorgt für einen kontinuierlichen Kundenzustrom, was mitverantwortlich für das gute Abschneiden in den ersten neun Monaten 2008/09 sein dürfte.

### **Ausblick**

#### *Unverändert turbulentes Marktumfeld*

Damit hat die Gesellschaft aus unserer Sicht ihre Hausaufgaben gemacht, um künftig in Relation zum Branchenschnitt überproportional zuzulegen. Generell bleiben die Rahmenbedingungen für auf aktive Trader spezialisierte Broker gut, solange die hohe Schwankungsintensität an den Börsen fortbesteht. Und danach sieht es derzeit aus, schließlich haben angesichts des Extremcharakters der Konjunkturentwicklung Abwärts- und Aufwärtsbewegungen an den Kapitalmärkten immer noch einen vergleichsweise radikalen Charakter. Dementsprechend gehen wir davon aus, dass trading-house.net von der allgemein gesunkenen Handelsaktivität – das Volumen der ausgeführten Orders an allen deutschen Handelsplätzen lag zwischen Dezember und Februar mit 853 Mrd. Euro rund 50 Prozent unter dem Niveau der entsprechenden Periode vor einem Jahr – kaum betroffen ist. Auch die Werbeeinnahmen der Onlineangebote sollten dank der professionellen Vermarktung entgegen einer schwachen Branchenentwicklung zulegen können.

#### *Aktualisierung unserer Umsatz- und Ergebnisprognose*

Vor diesem Hintergrund kalkulieren wir nun trotz der gesunkenen Einnahmen im ersten Halbjahr für 2008/09 mit Erlösen knapp über dem Vorjahresniveau. Unsere bisherige Gewinnschätzung (210 Tsd. Euro) erscheint nach den jüngsten Zahlen zu niedrig, schließlich hat das Unternehmen bereits per Ende Dezember zwei Drittel des von uns unterstellten Jahresüberschusses erwirtschaftet. Infolgedessen heben wir die erwartete Marge auf 14,5 Prozent an, gleichbedeutend mit einem Überschuss von 260 Tsd. Euro. Angesichts der erneut unter Beweis gestellten hohen Profitabilität des Geschäftsmodells – trotz der marktbedingten Schwäche im Bereich Finance Media – haben wir die unterstellte Nettomarge

auch für die Folgeperioden leicht angehoben, während die Annahmen für die Erlössteigerungsraten ab 2009/10 unverändert geblieben sind. Aus diesen Anpassungen resultiert die in der folgenden Tabelle abgebildete Projektion der Geschäftsentwicklung in den nächsten acht Jahren.

	08/09	09/10	10/11	11/12	12/13	13/14	14/15	15/16
Erlöse (Mio. Euro)	1,77	2,12	2,55	2,93	3,37	3,88	4,26	4,69
Erlöswachstum		20,0%	20,0%	15,0%	15,0%	15,0%	10,0%	10,0%
Nettorendite	14,5%	14,0%	13,5%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%
Gewinn (Mio. Euro)	0,26	0,30	0,34	0,38	0,44	0,50	0,55	0,61
Gewinnwachstum		15,9%	15,7%	10,7%	15,0%	15,0%	10,0%	10,0%

### *Fairer Wert 13,32 Euro je Aktie*

Aus unserem aktualisierten Bewertungsmodell ergibt sich bei einem Eigenkapitalkostensatz von 11,0 Prozent (risikoloser Zins 3,0 Prozent, Risikoprämie 5,3 Prozent, Beta 1,5) und einem ewigen Wachstum von 2,5 Prozent nun ein fairer Ertragswert von 5,7 Mio. Euro oder 13,32 Euro je Aktie. In einer ähnlichen Größenordnung bewegt sich das Ergebnis der Wertgutachten der Wirtschaftsprüfungsgesellschaft BDO, die anlässlich der Ausgliederung von Unternehmensteilen die wichtigsten Assets unter die Lupe genommen hat. Hier wurde für das Brokeragegeschäft eine faire Kapitalisierung von 2,9 Mio. Euro errechnet und der Wert des Finanzportals ad-hoc-news.de auf 2,1 Mio. Euro beziffert. Sowohl unsere Kalkulation als auch die Ergebnisse von BDO weisen damit auf eine starke Unterbewertung der Aktie hin; gemessen an dem von uns ermittelten fairen Wert besteht aktuell ein Kurspotenzial von fast 360 Prozent.

### **Fazit**

### *Unser Anlageurteil: „Kaufen“*

Nachdem das zweite Halbjahr 2007/08 wegen einiger Sondereffekte mit einem Verlust abgeschlossen wurde, hat trading-house.net im laufenden Jahr zurück in die Erfolgsspur gefunden. Trotz eines Umsatzrückgangs von 18,5 Prozent in den ersten sechs Monaten dürften die Erlöse im Gesamtjahr leicht steigen und einen Überschuss von 260 Tsd. Euro ermöglichen, gleichbedeutend mit einer ansehnlichen Nettomarge von 14,5 Prozent. Angesichts der kontinuierlichen Expansion im Onlinegeschäft sind wir auch bezüglich der weiteren Wachstums- und Ertragsperspektiven der Gesellschaft optimistisch. Trotz relativ konservativer Margenannahmen sehen wir daher einen fairen Wert von 13,32 Euro je Aktie und damit ein Kurspotenzial von rund 360 Prozent. Die aktuelle Notierung spiegelt damit die Erwartung eines starken Gewinneinbruchs wider, den wir nicht für wahrscheinlich erachten. trading-house.net bleibt vor diesem Hintergrund 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

**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](mailto: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:

<u>Datum der Veröffentlichung</u>	<u>Kurs bei Veröffentlichung</u>	<u>Anlageurteil</u>
11.12.2008	3,07 Euro	Kaufen
20.06.2008	8,44 Euro	Kaufen

Sofern im Studientext nicht anders angegeben, bezieht sich das Anlageurteil in dieser Studie auf einen langfristigen Anlagezeitraum von mindestens zwölf Monaten. Innerhalb dieses Zeitraums bedeutet das Anlageurteil „Kaufen“ eine erwartete Steigerung des Börsenwertes von über 25 Prozent, „Übergewichten“ eine erwartete Wertsteigerung zwischen 10 und 25 Prozent, „Halten“ eine erwartete Wertsteigerung bis zu 10 Prozent, „Untergewichten“ eine erwartete Wertminderung um bis zu 10 Prozent und „Verkaufen“ eine erwartete Wertminderung von über 10 Prozent. „Spekulativ kaufen“ bedeutet eine mögliche Wertsteigerung von über 25 Prozent bei überdurchschnittlichem Anlagerisiko, „Spekulatives Investment“ eine mögliche Wertsteigerung von über 25 Prozent bei sehr hohem Anlagerisiko bis zum Totalverlust.

Die Performaxx Research GmbH hat durch eine interne Betriebsrichtlinie zur Erstellung von Finanzanalysen, die für alle an der Studienerstellung mitwirkenden Personen bindend ist, die notwendigen organisatorischen und regulativen Vorkehrungen zur Prävention und Behandlung von Interessenkonflikten getroffen. Folgende Interessenkonflikte können bei der Performaxx Research GmbH im Zusammenhang mit der Erstellung von Finanzanalysen grundsätzlich auftreten:

- 1) Die Finanzanalyse ist im Auftrag des analysierten Unternehmens entgeltlich erstellt worden.
- 2) Die Finanzanalyse wurde dem analysierten Unternehmen vor Veröffentlichung vorgelegt und hinsichtlich berechtigter Einwände geändert.
- 3) Die Performaxx Research GmbH und/oder ein verbundenes Unternehmen halten Long- oder Shortpositionen an dem analysierten Unternehmen.
- 4) Der Ersteller und/oder an der Erstellung mitwirkende Personen/Unternehmen halten Long- oder Shortpositionen an dem analysierten Unternehmen.
- 5) Die Performaxx-Anlegermedien GmbH, ein verbundenes Unternehmen der Performaxx Research GmbH, führt Aktien des hier analysierten Unternehmens in einem (virtuellen) Musterdepot ihres Börsenbriefs „Performaxx-Anlegerbrief“.

**In der vorliegenden Finanzanalyse sind folgende der o.g. möglichen Interessenkonflikte gegeben: 1)**

## Urheberrecht

Dieses Werk ist einschließlich aller seiner Teile urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung der Performaxx Research GmbH unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung sowie Verarbeitung in elektronischen Systemen. Alle Charts dieser Finanzanalyse wurden mittels Market-Maker ([www.market-maker.de](http://www.market-maker.de)) erstellt.