

Berliner Effektengesellschaft AG

Zusammenfassung

- **Portfolio überzeugt:** Dank einer positiven Geschäftsentwicklung ihrer Beteiligungen konnte die Berliner Effektengesellschaft im ersten Halbjahr 2010 einen Vorsteuergewinn von 2,15 Mio. Euro erwirtschaften, nachdem in den ersten sechs Monaten der Vorperiode noch ein Verlust in Höhe von -1,37 Mio. Euro angefallen war. Ertragsgarant war einmal mehr die Wertpapierhandelsbank Tradegate, die ihren Halbjahresüberschuss um 184,9 Prozent auf 1,6 Mio. Euro ausweitete.
- **Aussichtsreiche Perspektiven:** Auch die mittelfristigen Wachstumsaussichten der wichtigsten Portfoliogesellschaften überzeugen. Während Tradegate in Zusammenarbeit mit dem Aktionär Deutsche Börse vor einer Expansion in Europa steht, dürfte die Kundenakquise der Quirin Bank nach dem Start einer neuen Marketingkampagne nochmals an Dynamik gewinnen.
- **Hoher Abschlag zum NAV:** An der Börse wird diese Entwicklung nicht angemessen gewürdigt. In Relation zum Net Asset Value notiert die Aktie derzeit mit einem enormen Discount von 44,1 Prozent.
- **Kaufempfehlung bekräftigt:** Wir sehen den langfristigen Potenzialwert sogar bei 25,04 Euro je Aktie und bleiben bei unserer Einstufung „Kaufen“.

Kaufen (unverändert)

Potenzialwert 25,04 Euro
Aktueller Kurs 6,16 Euro (Frankfurt)



Kurshistorie (FFM)	1 M	3 M	12 M
Hoch (Euro)	6,30	7,149	7,28
Tief (Euro)	5,851	5,801	5,477
Performance	+1,84%	-2,07%	+3,53%
Ø-Umsatz (Euro/Tag)	5.520,98	9.806,04	14.579,76

Stammdaten

ISIN / WKN	DE0005221303 / 522130
Branche	Finanzdienstleistungen
Sitz der Gesellschaft	Berlin
Internet	www.effektengesellschaft.de
Ausstehende Aktien	13,87 Mio. Stück
Datum der Erstnotiz	Juni 1997
Marktsegment	Entry Standard
Marktkapitalisierung	85,5 Mio. Euro
Free Float	19,1 %
Rechnungslegung	IFRS

Geschäftsjahr (bis 31.12.)	2007	2008	2009	Wesentliche Beteiligungen	Anteil
Erträge (Mio. Euro)	7,0	11,2	12,2	Tradegate AG Wertpapierhandelsbank	70,92%
Ertragswachstum	68,2%	61,0%	8,2%	Quirin Bank	25,51%
EBT (Mio. Euro)	5,1	9,3	9,2	Ventegis Capital	98,51%
EBT-Marge	72,5%	82,8%	75,9%	Ex-tra Sportwetten	100,00%
EpS	0,36	0,67	0,67		
Dividende je Aktie	0,30	0,00	0,12	Net Asset Value (Mio. Euro)	152,8
KUV	12,25	7,61	7,03	Potenzialwert (Mio. Euro)	347,3
KGV	17,1	9,2	9,3	Kurs-Buchwert-Verhältnis	1,35
Dividendenrendite	4,9%	0,0%	1,9%	Liquidität (Mio. Euro)	2,4

Jüngste Geschäftsentwicklung

Tradegate Exchange gewinnt weitere Marktanteile

Tradegate AG Wertpapierhandelsbank

Die wichtigste Tochter der Berliner Effektengesellschaft (BEG), die Tradegate AG Wertpapierhandelsbank (Anteil: 70,92 Prozent), hat in den ersten sechs Monaten 2010 hervorragende Resultate erwirtschaftet. Dank der wieder lebhafteren Handelsaktivitäten auf Seiten der Anleger und aufgrund weiterer Marktanteils-gewinne konnte die Zahl der Transaktionen auf der Plattform Tradegate Exchange, die seit Januar zu den regulierten Börsen in Deutschland zählt, um 33,2 Prozent auf 1,46 Mio. ausgeweitet werden (siehe dazu auch unser Update vom 6. September). Auch im wesentlich kleineren Geschäftsbereich, der Skontroführung an den Handelsplätzen in Berlin und Frankfurt, war eine deutliche Belebung zu verzeichnen. Die Zahl der Schlussnoten erhöhte sich binnen Jahresfrist um 65,4 Prozent auf 242 Tsd. und ermöglichte eine Steigerung der Nettocourta-ge von 398 auf 967 Tsd. Euro.

Tochter steigert Gewinn deutlich

Infolgedessen wurde der Tradegate-Rohertrag, in erster Linie gespeist aus den Aktivitäten als Market Specialist (An- und Verkauf von Wertpapieren), um beeindruckende 58,6 Prozent auf 9,9 Mio. Euro ausgeweitet. Noch stärker ausgefallen ist der Zuwachs beim Nettogewinn, der um 184,9 Prozent auf 1,6 Mio. Euro expandierte. Damit steuerte die vollkonsolidierte Tochter den mit Abstand größten Teil zum Gewinn des BEG-Konzerns bei.

Wenig Bewegung im VC-Geschäft

Ventegis Capital AG

Deutlich unspektakulärer sind die Zahlen des Venture Capital (VC)-Spezialisten Ventegis ausgefallen, der sich zu 98,51 Prozent im Besitz der BEG befindet. Im ersten Halbjahr gab es planmäßig nur einen Mini-Exit, den Verkauf von 1,1 Prozent an dem Biotechnologieunternehmen Vita 34, der sich nur geringfügig auf die Geschäftsergebnisse ausgewirkt hat. Infolgedessen hat die Konzernmutter für die Sparte Venture Capital lediglich ein Handels- und Provisionsergebnis von 44 Tsd. Euro sowie ein Ergebnis aus dem Beteiligungs- und Wertpapierbestand in Höhe von 21 Tsd. Euro ausgewiesen. Damit konnte erwartungsgemäß der Verwaltungsaufwand der Tochter (430 Tsd. Euro) nicht gedeckt werden, so dass in dem Segment insgesamt ein Vorsteuerverlust von 287 Tsd. Euro angefallen ist.

Ex-tra Sportwetten profitiert von Fußball-WM

Ex-tra Sportwetten AG

Im Gegensatz dazu sind die Geschäfte der hundertprozentigen Wiener Tochter Ex-tra Sportwetten, die Zertifikate auf unterschiedliche sportliche Großereignisse (internationale Fußball-Wettbewerbe, Bundesliga, Formel-1) emittiert, zur Fußballweltmeisterschaft im Juni deutlich angezogen. Im Verlauf des Turniers wurden in insgesamt rund 4.200 Transaktionen 777.242 Zertifikate umgesetzt, wobei von den angebotenen 32 Wertpapieren auf sämtliche WM-Teilnehmer vor allem Deutschland und Außenseiter rege gehandelt wurden.

Überschuss im ersten Halbjahr

Dieser erfreuliche Erfolg zeigt sich auch in den Zahlen zum ersten Halbjahr, die Erträge aus der Rücknahme von Zertifikaten in Höhe von 227,3 Tsd. Euro ausweisen, während sich die damit verbundenen Aufwendungen nur auf 97,9 Tsd. Euro beliefen. Im vergleichbaren Vorjahreszeitraum lag die Relation noch bei 81,6 Tsd. Euro (Erträge) zu 120,8 Tsd. Euro (Aufwendungen). Durch die spürbare Verbesserung, die neben dem deutlich gestiegenen Engagement der Anleger auch darauf zurückzuführen ist, dass nur wenige Investoren auf den späteren Weltmeister Spanien gesetzt haben, konnte ein Halbjahresgewinn von 81,1 Tsd. Euro erwirtschaftet werden, nach einem Verlust von -96,3 Tsd. Euro in den ersten sechs Monaten 2009. Damit steht die Tochter erstmals seit der Gründung vor der Erwirtschaftung eines Überschusses im Gesamtjahr.

Quirin forciert die Kundenakquise

Quirin Bank AG

Etwas länger dürfte es dagegen noch dauern, bis der Beteiligung Quirin Bank (Anteil 25,51 Prozent) der Turnaround gelingt. Denn das Unternehmen investiert derzeit noch intensiv in das Marketing, um die Kundenbasis für das innovative Geschäftsmodell, die Honorarberatung unter Verzicht auf Provisionen der Produktemittenten, auszubauen. Bisher war die Gesellschaft dabei sehr erfolgreich, allein 2009 konnte die Kundenzahl in diesem Bereich um 50 Prozent auf 6.000 gesteigert werden. Seit Ende August läuft nun eine groß angelegte Marketingkampagne, die einen weiteren Schub bringen soll. Plangemäß wird daher aber auch für das Gesamtjahr ein Verlust erwartet, der allerdings unter dem Wert der Vorperiode (-7,4 Mio. Euro) liegen dürfte. Im Konzernabschluss der BEG war die at-equity bewertete Gesellschaft im ersten Halbjahr für einen Verlustbeitrag in Höhe von -0,91 Mio. Euro verantwortlich.

BEG-Konzernergebnis spürbar verbessert

BEG-Konzern

Vor allem dank der starken Entwicklung von Tradegate konnte die BEG auf der Konzernebene die Verluste von Ventegis und Quirin kompensieren und im ersten Halbjahr einen Vorsteuergewinn von 2,15 Mio. Euro erwirtschaften, nachdem in der entsprechenden Vorjahresperiode noch ein Verlust von -1,37 Mio. Euro angefallen war. Nach Steuern und dem Abzug von Minderheitsanteilen steht unter dem Strich immer noch ein komfortabler Überschuss in Höhe von 1,03 Mio. Euro (Vorjahr: -1,72 Mio. Euro). Einen Überblick zu den wichtigsten Zahlen aus der Konzern-GUV zeigt die nachfolgende Tabelle.

Geschäftszahlen	1. HJ 2009	1. HJ 2010	Änderung
Rohertrag	6,80	9,61	+41,3%
Ergebnis vor Steuern	-1,37	2,15	-
Konzerngewinn*	-1,72	1,03	-

* Nach Abzug von Minderheitsanteilen; Quelle: Unternehmen

Ausblick

Konzern sehr gut aufgestellt

Auch hinsichtlich der weiteren Geschäftsentwicklung zeigt sich das Management optimistisch. Vor allem Quirin – dank der neuen Kampagne – und Tradegate werden voraussichtlich weiter mit einer hohen Dynamik wachsen. Im Herbst steht bei Tradegate Exchange der Anschluss der dwp Bank an, die sich mit rund 400 Kunden überwiegend aus dem Lager der Sparkassen und Genossenschaftsbanken als führenden Abwickler für Wertpapiergeschäfte in Deutschland sieht. Gerade in diesem Bereich ist die Marktdurchdringung der Plattform noch gering, weswegen die Transaktionszahlen gegen Jahresende oder spätestens im ersten Quartal 2011 deutlich zulegen und den Tradegate-Gewinn weiter stimulieren sollten. Darüber hinaus dürfte auch – wie bereits ausgeführt – Ex-tra Sportwetten erstmals einen kleinen Überschuss erwirtschaften. Gewinne bei Ventegis werden hingegen nur anfallen, wenn die Kapitalmarktbedingungen und der Reifungsprozess der Beteiligungen einen Exit erlauben; kommt es nicht zu einer Veräußerung, wird der Verlust der Tochter aus unserer Sicht aber in einem überschaubaren Rahmen bleiben.

Weiterhin hoher Abschlag auf den NAV

In der Marktbewertung des Konzerns haben sich die überzeugenden Zahlen und Perspektiven noch nicht niedergeschlagen. Nach wie vor notiert BEG mit einem hohen Abschlag auf den Substanzwert, aktuell beläuft sich der Discount auf 44,1 Prozent (siehe folgende Tabelle).

Net Asset Value	Anteil	Marktwert	Anteilswert
Tradegate	70,92%	150,4	106,66
Quirin	25,51%	101,3	25,84
Ventegis	98,51%	17,9	17,58
Ex-tra Sportwetten	100,00%	0,3	0,34
Summe			150,43
Liquidität			2,40
NAV			152,83
Je Aktie (in Euro)			11,02

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

Geringfügige Änderungen beim Potenzialwert

Auf längere Sicht sind sogar noch deutlich höhere Kurse als der NAV gerechtfertigt, wie der von uns ermittelte Potenzialwert signalisiert. Gegenüber unserer letzten Berechnung (zur grundsätzlichen Vorgehensweise vergleiche die Basisstudie vom 27.05.2010) haben wir an mehreren Stellen Anpassungen vorgenommen. So wurde die Wertindikation von Tradegate an unsere jüngste Schätzung angepasst (siehe Update), außerdem haben wir bei Ex-tra Sportwetten nun den Buchwert des jüngsten Halbjahrestichtags angesetzt. Bei Quirin und Ventegis (sowie den Beteiligungen) erfolgte hingegen lediglich eine Aktualisierung von Diskontierungszeitraum und -zins, die fundamentalen Schätzwerte blieben un-

verändert. Zu guter Letzt wurde auch eine Neuberechnung der aktuellen AG-Liquidität vorgenommen. Den aus diesen Anpassungen resultierenden aktuellen Potenzialwert zeigt die folgende Tabelle:

Potenzialwert	Anteil	Schätzwert	Anteilswert
Tradegate	70,92%	407,70	289,14
Quirin	25,51%	118,77	30,30
Ventegis	98,51%	25,49	25,11
Ex-tra Sportwetten	100,00%	0,338	0,338
Summe			344,89
Liquidität			2,40
Potenzialwert			347,29
Je Aktie (in Euro)			25,04

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

Kurspotenzial von 306 Prozent bei Ausschöpfung des Potenzialwertes

Insgesamt errechnet sich ein langfristiger Potenzialwert von 347,3 Mio. Euro oder 25,04 Euro je Aktie für die BEG bei einer planmäßigen Weiterentwicklung von Tradegate, Quirin und der Beteiligungen von Ventegis sowie Einnahmen in Höhe des Buchwerts aus dem Engagement bei Ex-tra Sportwetten. Gegenüber dem aktuellen Kurs bedeutet dies weiterhin ein sehr hohes Aufwärtspotenzial von 306 Prozent.

Fazit

Unverändertes Anlageurteil: „Kaufen“

Die Weiterentwicklung der Beteiligungen der Berliner Effektengesellschaft ist im ersten Halbjahr sehr erfreulich verlaufen. Während die Quirin Bank eine Marketingoffensive zur Steigerung des Expansionstempos vorbereitet hat, konnte das wichtigste Asset der Holding, die Tradegate AG Wertpapierhandelsbank, sowohl den Marktanteil im Börsenhandel als auch die Erträge deutlich steigern. Auch der kleinste Ableger, Ex-tra Sportwetten, überzeugte dank des Rückenwindes der Fußball-WM mit ansehnlichen Zuwächsen und einem kleinen Überschuss. Ebenso positiv sind nach unserer Einschätzung die weiteren Perspektiven, vor allem Tradegate Exchange dürfte nach dem Einstieg der Deutschen Börse noch über ein beträchtliches Wachstumspotenzial in Europa verfügen. Am Markt ist dies noch nicht eingepreist, was beispielsweise der 44-prozentige Abschlag zum NAV verdeutlicht. Unsere Potenzialwertberechnung signalisiert sogar ein langfristiges Kurspotenzial von 306 Prozent, weswegen wir unsere Kaufempfehlung bekräftigen.

Über Performaxx

Die Performaxx Research GmbH betreibt unabhängige Wertpapier- und Finanzmarktanalyse. Unsere Leistungen umfassen das gesamte Spektrum unternehmens- und kapitalmarktbezogener Analyseprodukte, von maßgeschneiderten Research-Projekten für institutionelle Kunden bis zur regelmäßigen Coverage börsennotierter Unternehmen.

Wir betreuen ausschließlich professionelle Marktteilnehmer. Durch die projektbezogene Arbeit gehen wir konkret auf die individuelle Themenstellung des Kunden ein und garantieren eine schnelle, flexible und kostenbewusste Abwicklung.

Unser Leistungskatalog umfasst:

- Pre-IPO-Research
- IPO-Research
- Follow-up-Research
- Markt-Research

Weiterführende Informationen geben wir Ihnen gerne in einem persönlichen Gespräch.

Sie erreichen uns unter:

Performaxx Research GmbH
Innere Wiener Strasse 5b
81667 München

Telefon: + 49 (0)89 / 44 77 16-0

Fax: + 49 (0)89 / 44 77 16-20

Internet: <http://www.performaxx.de>

E-Mail: kontakt@performaxx.de

Disclaimer

Diese Finanzanalyse wurde unter Beachtung der deutschen Kapitalmarktvorschriften erstellt und ist daher ausschließlich für Kapitalmarktteilnehmer in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt; ausländische Kapitalmarktregelungen wurden nicht berücksichtigt und finden in keiner Weise Anwendung. Diese Finanzanalyse stellt weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Anlageinstrumenten oder zum Tätigen sonstiger Transaktionen dar. Ferner bilden weder diese Veröffentlichung noch die in ihr enthaltenen Informationen die Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendeiner Art. Jedes Investment in Aktien, Anleihen oder Optionen ist mit Risiken behaftet. Lassen Sie sich bei Ihren Anlageentscheidungen von einer qualifizierten Fachperson beraten.

Die Informationen und Daten in der vorliegenden Finanzanalyse stammen aus Quellen, die die Performaxx Research GmbH für zuverlässig hält. Bezüglich der Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten übernimmt die Performaxx Research GmbH jedoch keine Gewähr. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle Einschätzung der Ersteller wider. Diese Einschätzung kann sich ohne vorherige Ankündigung ändern. **Weder die Ersteller noch die Performaxx Research GmbH haften für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art, die im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Finanzanalyse oder deren Befolgung stehen. Mit der Entgegennahme dieses Dokuments erklären Sie sich einverstanden, dass die vorhergehenden Regelungen für Sie bindend sind.**

Angaben gemäß §34b WpHG i.V.m. FinAnV

Bei den in der vorliegenden Finanzanalyse verwendeten Kursen handelt es sich, sofern nicht anders angegeben, um Schlusskurse des vorletzten Börsentages vor dem Veröffentlichungsdatum. Als wesentliche Informationsquellen für die Finanzanalyse dienten die übergebenen Unterlagen und erteilten Auskünfte des Unternehmens sowie für glaubhaft und zuverlässig erachtete Informationen von Drittanbietern (z. B. Newsagenturen, Research-Häuser, Fachpublikationen), die ggf. im Studientext benannt werden.

Ersteller der Studie ist Dipl.-Kfm. Holger Steffen (Finanzanalyst). Das für die Erstellung verantwortliche Unternehmen ist die Performaxx Research GmbH. Die Performaxx Research GmbH erstellt und veröffentlicht zu dem hier analysierten Unternehmen in den nächsten zwölf Monaten 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>
27.05.2010	6,10 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 Wertsteigerung des Börsenwertes von über 25 Prozent, „Übergewichten“ eine erwartete Wertsteigerung zwischen 10 und 25 Prozent, „Halten“ eine erwartete Wertsteigerung bis zu 10 Prozent, „Untergewichten“ eine erwartete Wertminderung um bis zu 10 Prozent und „Verkaufen“ eine erwartete Wertminderung von über 10 Prozent. „Spekulativ kaufen“ bedeutet eine mögliche Wertsteigerung von über 25 Prozent bei überdurchschnittlichem Anlagerisiko, „Spekulatives Investment“ eine mögliche Wertsteigerung von über 25 Prozent bei sehr hohem Anlagerisiko bis zum Totalverlust.

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

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

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

Urheberrecht

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