

Angemessener Wert:
EUR 8,80

21 | 11 | 08

Initial coverage

Eckdaten					
Kurs (€)		4,5			
12 Monate H/T (€)		12 / 2,75			
Börsenkürzel		VG8			
ISIN		DE0005479307			
Geschäftsjahr		31/12			
Rechnungslegungsstandard		IFRS			
Sektor		Finanzdienstleistungen			
Anzahl Aktien (Mio.)		1,33			
Free float (in %)		38,4			
Bewertung (x)		07	08e	09e	10e
Marktkap./Ertrag		0,58	0,56	0,50	0,46
KGV		388,97	11,06	9,63	9,42
Buchwert je Aktie		3,33	3,44	3,70	4,06
Kurs / Buchwert		1,22	1,31	1,22	1,11
Dividendenrend. (%)		0,00	0,00	0,00	0,00
Kennzahl/Aktie (€)		07	08e	09e	10e
EpA (Erg./Aktie)		0,85	0,41	0,47	0,48
Ber. EpA (Erg./Aktie)		0,01	0,41	0,47	0,48
Free Cash Flow / Aktie		-0,67	0,33	0,44	0,60
Dividende/Aktie		0,00	0,00	0,00	0,00
Finanzdaten (Mio. €)		07	08e	09e	10e
Gesamtertrag		9.387	10.761	11.965	13.053
Zinsertrag		723	800	933	1.066
% Gesamtertr.		7,7	7,4	7,8	8,2
Gebühren und Provisionen		8.235	9.412	10.426	11.325
% Gesamtertr.		87,7	87,5	87,1	86,8
Erträge aus Beteiligungen		0	12	11	11
% Gesamtertr.		0,0	0,1	0,1	0,1
Sonstige betriebliche Erträge		429	537	594	651
% Gesamtertr.		4,6	5,0	5,0	5,0
Wertentwicklung (in %)		1m	3m	6m	12m
Absolute Veränderung		-3,23	-26,23	-19,64	-22,41
Rel. Perf. Fin Serv Index		10,15	2,10	30,60	34,38
Rel. Perf. Banks Perf Index		38,19	39,83	52,62	52,65
Aktionärsstruktur (%)					
Management		61,6			
Freelloat		38,4			

Autor **Enid Omerovic, Research Analyst**
+49(0)69 50951-8213
enid.omerovic@concord-ag.de



— Varengold Wertpapierhandelsbank AG
— Prime Financial Service Perf Index
— Prime Banks Perf Index

Quelle: Bloomberg, Concord Equity Research

Klein aber fein – Experte für Alternative Investments auf Wachstumskurs

Die Varengold Wertpapierhandelsbank AG ist 1995 in den Markt für Wertpapierhandel eingetreten und konzentriert sich seither mit ihren leistungsfähigen und kostengünstigen Handelsplattformen auf kleine und mittlere institutionelle sowie private Investoren. Neben der Nische auf der Kundenseite operiert die Investmentbank auch auf der Produktseite als Nischenanbieter mit exklusivem Fokus auf Managed Futures. Durch diese kunden- sowie produktbezogene Fokussierung differenziert sich das Unternehmen allein aufgrund der Positionierung von den Wettbewerbern. Darüber hinaus ist das Unternehmen in der Lage, seinen Kunden durch den Einsatz alternativer Investments, innovative Finanzprodukte anzubieten, welche die Effizienz (optimierte Rendite-Risiko Struktur) klassischer Portfolios (bestehend aus Aktien, Anleihen und/oder Immobilien) erhöhen. Bestes Beispiel hierfür ist der gemeinsam mit der Société Générale und der Hansainvest 2006 ins Leben gerufene erste deutsche Managed Futures Dach-Hedgefonds „HI Varengold CTA Hedge“. Das Fondsvolumen dieses in 2007 und 2008 zum besten deutschen Dach-Hedgefonds prämierten Anlagevehikels verdreifachte sich im laufenden Geschäftsjahr auf rund EUR 40 Mio.

Varengold hat sich zum Ziel gesetzt, ihren Kunden Finanzprodukte anzubieten, die unabhängig von Marktphasen positive Renditen bei relativ moderatem Risiko generieren. Deshalb zählt das Asset Management zusammen mit dem Geschäftsbereich Capital Markets-Brokerage zu den Kernkompetenzen der Gesellschaft. Während im Asset Management potenziellen Investoren über das selbst aufgebaute und verwaltete, weltweite Netzwerk von annähernd 1.000 Managed Futures-Managern ein exklusiver Zugang zu internationalen Hedgefonds-Strategien eröffnet wird, wickelt der Geschäftsbereich Capital-Markets-Brokerage über die proprietäre elektronische Handelsplattform neben den über das Asset Management induzierten Handelsaktivitäten auch den Online-Handel von Futures/Otionen, Devisen (Forex) sowie Contracts for Difference (CFD's) ab.

Die Umsatz- und Ertragsquellen der Gesellschaft setzen sich aus Gewinnbeteiligungen und Management Fees (Asset Management) sowie Brokerage Fees und Zinserträgen (Capital-Markets-Brokerage) zusammen.

Inhaltsverzeichnis

Kurzprofil	2
Investment case	3
Unternehmensprofil	4
Historie	4
Geschäftsmodell	5
Produkte und Dienstleistungen	7
Strategie	9
Management	10
Unternehmensstruktur	10
Branchenumfeld	11
Der Markt für Online-Brokerage	11
Der Markt für Alternative Investments	12
Ertrags- und Vermögenslage	15
Entwicklung 2007	15
Ausblick 2008 bis 2010	17
Bewertung	19
DCF-Analyse	19
Kennzahlenbewertung	22
SWOT – Analyse	26
Tabellenanhang	27

Kurzprofil

Die inhabergeführte Varengold Wertpapierhandelsbank AG, die 1995 von Steffen Fix und Yasin Sebastian Qureshi gegründet wurde, ist die einzige auf Managed Futures spezialisierte Investmentbank in Deutschland. Das Kreditinstitut, das unter anderem in China und der Schweiz Repräsentanzen unterhält, notiert seit Anfang 2007 im Entry Standard der Frankfurter Wertpapierbörse. Die Kerngeschäftsfelder der Gesellschaft bilden das Asset Management und Capital Markets-Brokerage. Als Pionier schuf Varengold 2006 den ersten deutschen Dach-Hedgefonds mit Fokus auf Managed Futures, der im Jahr 2007 und 2008 durch I.B.C. Consulting zum besten deutschen Dach-Hedgefonds prämiert wurde. Ergänzend hierzu unterstreicht die Managed-Account-Plattform, die erstmals auch privaten Investoren die Tür zur Welt der Managed Futures öffnet, die Kompetenzen der Gesellschaft im Geschäftsbereich Capital-Markets-Brokerage. Varengold erwirtschaftete im Geschäftsjahr 2007 mit rund 25 Mitarbeitern, bei einem Gesamtertrag von EUR 9,39 Mio (Vj. EUR 6,67 Mio.), einen Jahresüberschuss in Höhe von EUR 1,13 Mio (Vj. EUR -0,28 Mio.).

Relative Stärke in Krisenzeiten

Dach-Hedgefonds verzeichnet Mittelzuflüsse trotz Finanzmarktkrise

Trotz konservativer Bewertungsparameter erhebliche Kurspotenziale

Investment case

Seit dem Börsengang im März 2007 notiert die Varengold-Aktie unter dem Emissionskurs in Höhe von EUR 12,50. Zur Zeit müssen EUR 4,50 je Aktie gezahlt werden, was gegenüber dem Emissionskurs einem Wertabschlag von rund 64% gleichkommt. Relativiert wir diese negative Performance zum einen durch einen Performancevergleich mit relevanten Sektorindizes, die in diesem Zeitraum ebenfalls deutliche Wertverluste aufweisen. Zum anderen belastet die Ende 2007 aufgekommene und gegenwärtig immer weiter um sich greifende weltweite Finanzkrise nicht nur Finanzinstitute, sondern auch Unternehmen des primären und sekundären Sektors. Interessanterweise hat sich die Varengold-Aktie seit Ausbruch der Finanzkrise im Vergleich zu den von uns herangezogenen Vergleichsindizes besser entwickelt. Während in den letzten 12 Monaten gegenüber dem Index für Finanzdienstleistungsunternehmen eine Outperformance von 34% erzielt wurde, betrug die relative Outperformance gegenüber einem die Entwicklung deutscher Großbanken abbildenden Index sogar 53%.

Untermauert wird die relative Aktienkursstärke durch positive fundamentale Entwicklungen der Varengold Wertpapierhandelsbank AG. Die Gesellschaft erwirtschaftete im ersten Halbjahr 2008 einen Überschuss nach Steuern in Höhe von EUR 0,33 Mio., was bezogen auf die Vergleichsperiode des Vorjahres einer Ergebnissteigerung um EUR 0,44 Mio. entspricht. Auch für das Gesamtjahr erwarten wir eine positive Fortsetzung der Geschäftsentwicklung, da das Unternehmen über innovative Finanzprodukte und die technologische Infrastruktur verfügt, um die Profitabilität und das Wachstum weiter voranzutreiben. Im Geschäftsbereich Asset Management intensiviert Varengold die internen und externen Vertriebsaktivitäten, um das Fondsvolumen des prämierten Dach-Hedgefonds HI Varengold CTA Hedge weiter zu steigern und hierdurch steigende Gebühren zu generieren. Die verstärkten Vertriebsaktivitäten haben im ersten Halbjahr 2008 zu einer Zunahme des Fondsvolumens um knapp 170% auf EUR 40 Mio. geführt. Diese im Vergleich zu anderen Fondskategorien ungewöhnliche Entwicklung des Fondsvolumens kann primär auf die unabhängig von aktuellen Marktphasen positiven Fondsrenditen und die im Vergleich zu anderen Fondsprodukten großer deutscher Asset Manager bessere Performance zurückgeführt werden. Im Geschäftsbereich Capital Markets-Brokerage besitzt die Gesellschaft mit der Devisenhandelsplattform Varengold Fox Trader und den Onlinehandelsportalen, die das Tor zu den CFD's und CTA's öffnen, die notwendigen Technologien und Produkte, um von unsicheren bzw. volatilen sowie positiven Marktphasen von steigenden Abwicklungsvolumina zu profitieren. Voraussetzung hierfür ist allerdings eine größere Bekanntheit alternativer Investments.

Unser konservativer Bewertungsansatz, der insbesondere durch die hohen unterstellten Kapitalkosten zum Ausdruck kommt, spiegelt das anorganische Wachstum als integraler Bestandteil der Unternehmensstrategie sowie den relativ unterentwickelten deutschen Hedgefonds-Markt als zusätzliche Wertkomponenten in der Bewertung nur unzureichend wider. Aus dem Peer Group Vergleich ergibt sich ein Kurspotenzial von 35%. Die DCF-Analyse, die unternehmensspezifische Parameter berücksichtigt, zeigt sogar eine Unterbewertung von rund 96% der Varengold-Aktie an.

Unternehmensprofil

Historie

Ursprünge im Derivatehandel

Die ursprünglichen Aktivitäten von Varengold konzentrierten sich zu einem auf das Online-Brokerage in Derivaten, wo Varengold als eines der ersten deutschen Kreditinstitute ein Live-Reporting im Internet zur Verfügung stellte. Durch das Live-Reporting konnte die Transparenz im Derivatehandel erhöht und ein ganz spezieller Kreis institutioneller Investoren angesprochen werden. Zum anderen stand die Eigenentwicklung von Managed Futures-Strategien mit börsengehandelten Terminkontrakten in Aktien-, Renten-, Rohstoff- und Devisenmärkten im Vordergrund.

Aufbau eines weltweiten Netzwerks...

Durch die eigenentwickelten Handelsstrategien, die sich auf den systematischen Handel mit Rohstoffen und Aktienindizes konzentrierten, erkannten die Firmengründer den Nutzen der Diversifikation über verschiedene Handelsstrategien hinweg. Dieser Erkenntnis folgte der Aufbau des Geschäftsbereichs Asset Management. Parallel hierzu wurde das weltweite Netzwerk von heute annähernd 1.000 Managed Futures-Managern immer weiter ausgebaut. Die seit acht Jahren erfolgreich durchgeführte Fokussierung als Dach-Hedgefonds Manager unterstreicht die erfolgreiche Umsetzung einer zur damaligen Zeiten sehr innovativen Geschäftsidee.

...induziert neue Geschäftsaktivitäten

Das weltweite Netzwerk aus Managed Futures-Managern, deren Handelsstrategien vom Management der Varengold Wertpapierhandelsbank AG beurteilt und selektiert werden, schuf neben dem Ausbau der Handelsaktivitäten (Erhöhung des Abwicklungsvolumens) die Voraussetzungen, um innovative Finanzprodukte sowohl im Asset Management als auch im Geschäftsbereich Capital Markets-Brokerage zu entwickeln. Während hierdurch im Asset Management den Kunden mit herkömmlichen Assetklassen (Aktien, Bonds etc.) nicht erreichbare Rendite-Risiko-Strukturen angeboten werden konnten, öffnete sich kleinen und mittleren institutionellen sowie Privatinvestoren das Tor zu bislang nicht verfügbaren innovativen Finanzprodukten und -dienstleistungen.

Rasanten Wachstum und Innovationen

So ist es der Investmentbank seit Unternehmensgründung gelungen, den Gesamtertrag auszuweiten, neue Geschäftsaktivitäten aufzubauen und strategische Beteiligungen einzugehen. Begleitet wurde der Wachstumsprozess durch Innovationen im Finanzdienstleistungsbereich. So wurde Varengold 2000 erster deutscher Broker für CFDs, 2005 ging die erste Managed-Futures-Plattform in Europa an den Start und 2006 legte die Wertpapierhandelsbank den ersten deutschen CTA-Dach-Hedgefonds auf. Mit heute bereits über 7.000 Kunden weltweit und einem Transaktionsvolumen von mehr als EUR 100 Mio. täglich befindet sich Varengold weiterhin auf Wachstumskurs.

Börsengang 2007 stärkt Eigenkapitalbasis und sichert weiteres Wachstum

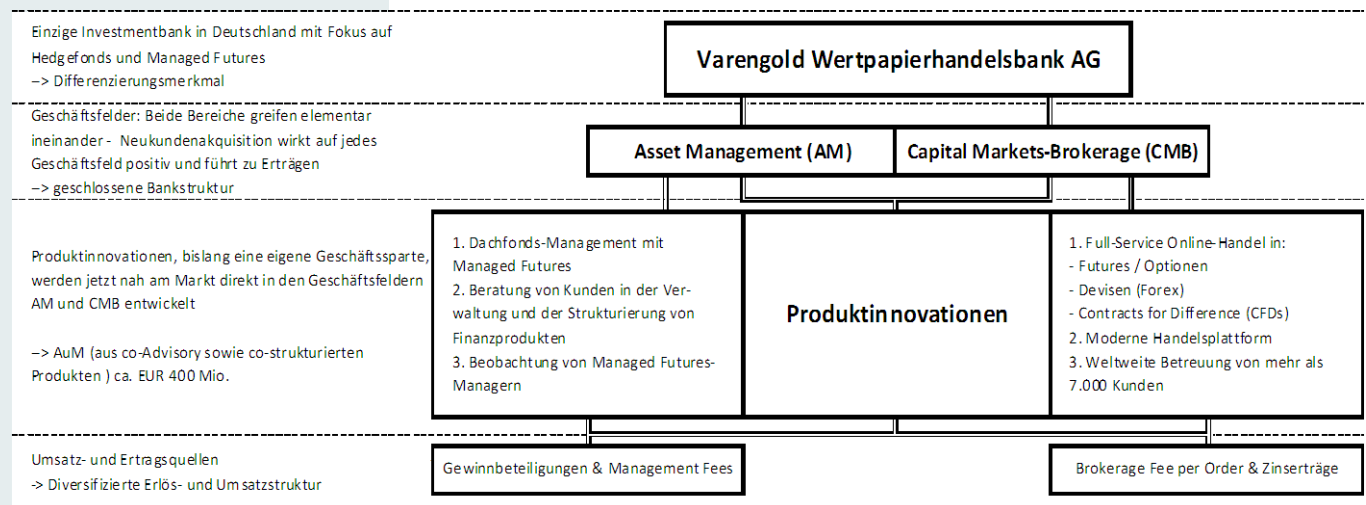
Seit März 2007 ist das Unternehmen im Entry Standard der Frankfurter Wertpapierbörse gelistet. Die Notierungsaufnahme ging mit einer Kapitalerhöhung einher, im Rahmen derer dem Unternehmen EUR 4,1 Mio. zugeflossen sind. Neben der Stärkung der Eigenkapitalbasis die unter anderem durch vergangene Investitionen in sichere und effiziente Handelssysteme belastet wurde, stehen dem Unternehmen seither die notwendigen Finanzmittel zur Verfügung, um das Wachstum sowohl organisch als auch anorganisch weiter voranzutreiben.

2 Säulen des Geschäftsmodells

Geschäftsmodell

Die Geschäftsaktivitäten der Varengold Wertpapierhandelsbank AG lassen sich zwei Geschäftsfeldern zuordnen, welche die Säulen des Geschäftsmodells bilden. Neben den zwei Geschäftsbereichen Asset Management (AM) und Capital Markets-Brokerage (CMB) gehört hierzu auch die Strukturierung von innovativen Finanzprodukten, die allerdings kein eigenes Geschäftsfeld bildet. Vielmehr werden Produktinnovationen nah am Markt direkt in den Geschäftsfeldern AM und CMB entwickelt, so dass den Kunden nur Leistungen angeboten werden, die aus den Kernkompetenzen der Gesellschaft erwachsen.

Varengold Geschäftsmodell



Quelle: Varengold Wertpapierhandelsbank AG, Concord Equity Research

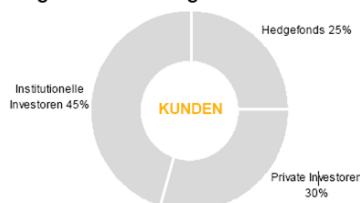
Fokussierter Nischenanbieter

Kunden

Seit ihrer Gründung im Jahr 1995 wurde die Gesellschaft in der Weise aufgebaut und entwickelt, dass sie heute als fokussierter Nischenanbieter in der Betreuung mittlerer und kleiner institutioneller sowie privater Kunden (weltweit über 7.000 Kunden) aktiv ist. Zu den institutionellen Kunden gehören neben vertriebsorientierten Finanzinstituten auch bankenunabhängige Finanzportfolioverwalter sowie Banken, Fondsgesellschaften und Produktinitiatoren. Die institutionellen Kunden werden bei der Optimierung der Produktauswahl und -konzeption, der Umsetzung der jeweiligen Handelsstrategie, der Abwicklung und dem Settlement betreut.

Kundenstruktur im AM und geografische Reichweite im CMB in 2008

Grobe Kundenaufteilung nach Bruttoerträgen im Varengold Asset Management



Internationalität im Geschäftsfeld Varengold Capital-Markets-Brokerage



Quelle: Varengold Wertpapierhandelsbank AG

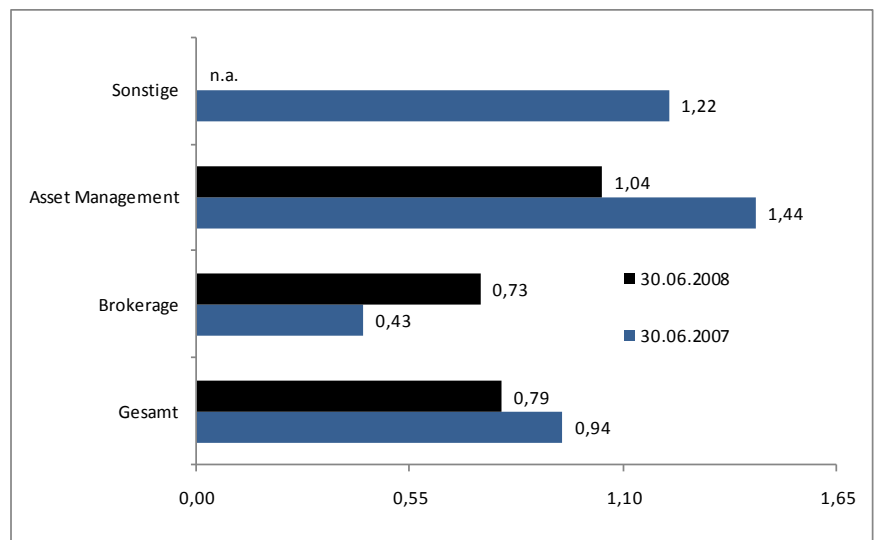
Positive externe Effekte relativieren negative Ergebnisbeiträge

Privaten Kunden bietet das Unternehmen neben verschiedenen Finanzprodukten (VK1 Index-Zertifikat, HI Varengold CTA Hedge) ein umfassendes Dienstleistungsangebot im Bereich des Derivatehandels. Im Privatkundengeschäft mit Derivaten (Handel mit Futures, Optionen, CFDs (Contract for Difference) und Währungen (Forex)) zählt die Varengold Wertpapierhandelsbank AG in Deutschland mit ihren mehreren tausend Kunden zu den großen Online-Brokern im Bereich des Derivatehandels. Durch die elektronische Handelsplattform und der innovativen Handelssoftware, wird einem breiten internationalen Publikum ein einfacher und kostengünstiger Zugang zu den wichtigsten internationalen Kapitalmärkten verschafft.

Erlösstruktur und Skaleneffekte

Die zwei Geschäftsfelder stehen in enger Beziehung zueinander, da die Gewinnung von Neukunden in einem Geschäftsbereich positive Effekte auf den anderen Geschäftsbereich ausübt. Gegenwärtig erwirtschaftet zwar lediglich der Geschäftsbereich CMB eine positive Wertschöpfung. Allerdings stimuliert und beschleunigt das Asset Management das Wachstum in der Wertpapierabwicklung. Zudem wird die Reputation als innovativer Asset Manager mit Expertise im Bereich der Managed Futures durch die Entwicklung innovativer Finanzprodukte weiter gestärkt und hierdurch wiederum Neugeschäft induziert. Aus unterer Grafik wird ersichtlich, dass im Geschäftsfeld AM ein positiver Ergebnistrend vorherrscht, der ein Break-even Szenario wahrscheinlich erscheinen lässt, wobei der Zeitpunkt dieses Ereignisses nur ungenau zu prognostizieren ist.

Segmentberichterstattung (Cost/Income-Ratio) 1. Halbjahr 2008



Quelle: Varengold Wertpapierhandelsbank AG, Concord Equity Research

Produktentwicklung sorgt für beschleunigtes Wachstum

Produktinnovationen tragen über den Reputationseffekt und das induzierte Abwicklungsvolumen für ein beschleunigtes und profitables Wachstum der Gesellschaft bei. Sie führen zeitversetzt, also nach der Realisierung von kurz- bis mittelfristigen Projekten in der Produktentwicklung, über die Steigerung des Handelsvolumens und dem indirekt wirkenden Reputationseffekt zwischen der Vermögensverwaltung und dem Brokerage zur Generierung von Erträgen. Durch die verzögerte Vermarktung der neuen Finanzprodukte spiegelt die aktuelle Ertragsentwicklung nicht die aktuelle Auftragslage wider.

Skaleneffekte und Effizienzsteigerungen...

...stimulieren Wertschöpfungsstufen

Aufgrund der geschlossenen Bankstruktur ist die Investmentbank in der Lage, Effizienzsteigerungen und Skaleneffekte in den einzelnen Geschäftsfeldern schneller zu realisieren. Während im AM aufgrund der Spezialisierung im Segment der Alternative Investments Effizienzsteigerungen realisiert werden, sorgen in der Wertpapierabwicklung positive Skaleneffekte für eine steigende Profitabilität. Deutlich wird dies an einem Vergleich der Relation von Erlösen zu Kosten zwischen 2006 und 2007. So wurde die Umsatzausweitung (+40,70%) von einem Anstieg der Erlös/Kosten-Relation begleitet, die um 0,58 auf 1,46 überproportional zunahm (weitere Erläuterungen hierzu im Ertrags- und Vermögensteil).

Die Aktivitäten der Varengold Wertpapierhandelsbank AG bilden somit die komplette Wertschöpfungskette ab, angefangen bei der Kundenaquise durch Produktinnovationen im Bereich der strukturierten Produkte, Hedgefonds oder Managed Futures über die Verwaltung und das Management institutioneller Anlagevermögen bis hin zum Brokerage in den Bereichen Forex, Futures/Optionen und CFD's. Eine erfolgreiche Produktinnovation, sowohl bei Finanzanlagen als auch bei der Bereitstellung transparenter Handelsplattformen, wirkt somit in allen anderen Geschäftsfeldern positiv. Deshalb werden Produktinnovationen nah am Markt direkt in den Geschäftsfeldern AM und CMB entwickelt.

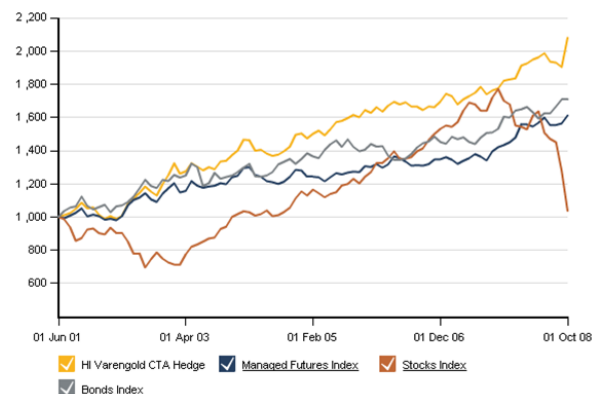
Produkte und Dienstleistungen

Als Asset Manager mit Expertise im Segment der Managed Futures hat das Unternehmen zwei strukturierte Produkte auf den Markt gebracht, die sich sowohl an institutionelle als auch private Investoren richten. Der HI Varengold CTA Hedge ist der erste deutsche Dach-Hedgefonds mit dem exklusiven Fokus auf den Bereich der Managed Futures. 2007 wurde das Produkt vor allen anderen Konkurrenzprodukten großer deutscher Asset Manager zum besten deutschen Dach-Hedgefonds prämiert, was zum einen die Innovationskraft und die Expertise des Unternehmens im Bereich der Alternativen Investments unter Beweis stellt. Zum anderen wird deutlich, dass die Art des Investments, nämlich die Strukturierung alternativer Finanzprodukten mit Hilfe von Managed Futures, andere Anlageklassen (Aktien, Renten, Immobilien etc.) bezüglich der Rendite-Risiko-Struktur dominiert.

Peer Group – Vergleich für 2008 und Performance des HI Varengold CTI Hedge

Rang	Fondsname	Annualisiertes	
		Rendite	Risiko
1	HI Varengold CTA Hedge A	16,54%	8,90%
2	HI Volksbank Global Trend	15,10%	15,79%
3	Deka HedgeSelect P	-0,34%	5,60%
4	Sauren Global Hedgefonds Opportunities A	-0,51%	6,06%
5	Sauren HedgefondsSelect-Sauren Global Hedge	-2,37%	5,62%
6	AIG Privat Bank MultiHedgeFund	-2,74%	7,79%
7	DWS Hedge Invest Dynamic	-3,67%	6,16%
8	OP Hedge Multi Strategies	-6,93%	5,89%
9	OP Hedge Multi Strategies Plus	-10,11%	6,19%
10	MSCI Hedge Invest LyxorTracker-HFund A	-15,20%	10,26%
11	Alpha-Invest 1 I	-18,37%	12,53%
12	Unico AI -> Multi Hedge Strategy R	-19,79%	12,62%

Quelle: Varengold Wertpapierhandelsbank, Lipper Datenbank, Bloomberg, Concord Equity Research



Quelle: Varengold Wertpapierhandelsbank AG, Homepage

Asset Management als Kernkompetenz

Auch das hauseigene Hedgefonds-Produkt VK1 Indexzertifikat, das eine Vielzahl unterschiedlicher Hedgefonds und Strategien in einem Index abbildet, zeigt eine über die Zeit relativ stabile und mittel- bis langfristig positive absolute Wertentwicklung.

Zum Dienstleistungsangebot der Gesellschaft zählt das Asset Management für institutionelle Kunden. Hierbei berät Varengold seine Kunden und konstruiert kundenspezifische Portfolios, die unterschiedliche Vorgaben der Kunden bzgl. Anlageklassen, Risikokennzahlen und Kapitalgarantie berücksichtigen. Die Assets under Management (AuM) sowie die von Varengold co-strukturierten Produkte von ca. EUR 400 Mio. sprechen für die Qualität dieser Dienstleistung. Neben der Erfahrung im Umgang mit eigenen Handelsprogrammen in Derivaten verfügt Varengold über ein tiefgehendes Verständnis der einzelnen Handelsstrategien im Bereich der Managed Futures, eine technologisch einwandfreie Abwicklungs- und Controllingarchitektur, langjährig bestehende Netzwerke und gesicherte Kapazitäten in den Handelsprogrammen der CTAs, so dass attraktive Rendite-Risiko-Strukturen für unterschiedlichste Kunden abgebildet werden können.

Online-Brokerage

Das Online-Brokerage rundet das Dienstleistungsangebot ab. Es ermöglicht institutionellen und privaten Investoren einen professionellen und direkt Zugang zu Derivaten auf der ganzen Welt. Die Investoren haben die Möglichkeit Futures/Optionen, Währungen (Forex) und CFDs (Contracts for Difference) an in- oder ausländischen Börsen über Parkett- oder elektronische Börsen unter Inanspruchnahme verschiedener Ordermöglichkeiten (elektronische oder telefonische Order) zu handeln.

Wachstum und starke Wettbewerbsposition als übergeordnete Unternehmensziele

Strategische Beteiligungen und Kooperationen

Ausbau des Derivate- und Hedgefonds-Händlernetzwerks

Investitionen in IT-Infrastruktur

Strategie

Die Unternehmensstrategie besteht aus mehreren Teilkomponenten, die in ihrer Gesamtwirkung den eingeschlagenen Wachstumsprozess weiter vorantreiben und die bestehenden Wettbewerbsvorteile der Investmentbank stärken sollen. Um diese übergeordneten Ziele zu erreichen, hat sich das Unternehmen von Beginn an als Nischenanbieter mit einer in Deutschland selten anzutreffenden Expertise im Segment der Managed Futures positioniert, der die gesamte Wertschöpfungskette im Bereich der Hedgefonds und Managed Futures abbildet. Dieser ganzheitliche Ansatz erhöht die Kundenbindung, da sämtliche Leistungen aus einer Hand angeboten werden.

Als Nischenanbieter benötigt das Unternehmen bei der Produktentwicklung eine hohe Innovationskraft, um sich von der breiten Masse zur Verfügung stehender Finanzprodukte von Großbanken zu differenzieren. Mit dem VK1 Indexzertifikat und dem HI Varengold CTA Hedge ist es dem Unternehmen bereits gelungen seine Innovationskraft und Expertise im Bereich der Alternativen Investments unter Beweis zu stellen. Um diese Innovationskraft zu erlangen, ist das Unternehmen strategische Beteiligungen und Kooperationen mit Hedgefonds-Managern eingegangen und plant auch zukünftig diese weiter auszubauen. Auch das Hedgefonds-Hotel, das der Identifizierung und Förderung zukünftiger Hedgefonds-Manager dient, flankiert diese Maßnahmen. Erfolgreiche Kooperationen und Beteiligungen bringen dem Unternehmen aber nicht nur Innovationskraft, sondern eröffnen zudem die Chance, das Wachstum zu beschleunigen und international auszurichten. Auch die intensivierten Vertriebsaktivitäten für den HI Varengold CTA Hedge dürften von Kooperationen in Form von breiter gestreuten Vertriebskanälen profitieren.

Strategische Beteiligungen und Kooperationen im Bereich der Produktentwicklung stellen allerdings nur eine Möglichkeit dar, um das Abwicklungsvolumen auszuweiten. Auch das bereits aufgebaute Netzwerk aus über 1.000 Derivatehändlern und Hedgefonds-Managern der Varengold Wertpapierhandelsbank AG generiert über den exklusiven Zugang zu Alternativen Investments Handelsaktivitäten, die über die proprietären Handelssysteme und das Brokerage abgewickelt werden. Strategisches Ziel ist es somit auch, das bestehende Netzwerk weiter auszubauen, um über neuartige alternative Investments wachsendes Handelsvolumen für die bestehenden Plattformen zu generieren.

Um den wachsenden Handelsaktivitäten sicher und effizient zu begegnen, benötigt das Unternehmen leistungsfähige und skalierbare IT-Abwicklungssysteme. Da die IT-Infrastruktur das Rückgrat der Wertpapierhandelsbank bildet und deren Leistungsfähigkeit kritisch für das Wachstum ist, investiert Varengold regelmäßig in die IT-Systeme. Neben Kapazitätserweiterungen dienen die regelmäßigen Investitionen in die IT auch der Risikosteuerung und Risikoüberwachung, so dass die für die Kunden durchgeführten Transaktionen transparent und zu wettbewerbsfähigen Konditionen abgewickelt werden können.

Management

Der Vorstand der Varengold Wertpapierhandelsbank AG besteht aus den beiden Gründern, Herrn Steffen Fix und Herrn Yasin Sebastian Qureshi. Beide Vorstände sind wesentlich an der inhabergeführten Varengold Wertpapierhandelsbank AG beteiligt.

Herr Steffen Fix

Steffen Fix hat nach einer Ausbildung als Elektroinstallateur die Fachoberschule für Technik in Lüneburg besucht. Anschließend folgte ein Studium des Bio-Ingenieurwesens an der FH Bergedorf. Während seines Studiums durchlief Steffen Fix mehrere verschiedene Praktika bei Brokerhäusern, wodurch er praktische Erfahrungen im Bereich der Managed Futures sammelte. Seinen heutigen Vorstandskollegen Yasin Sebastian Qureshi lernte Steffen Fix auf einem Seminar zum Thema Technische Analyse kennen. Seit August 1995 leitet Steffen Fix als Vorstand die Varengold Wertpapierhandelsbank AG. In dieser leitenden Funktion verantwortet Steffen Fix die von ihm aufgebauten Bereiche Personalwesen und Organisation, die strategische Ausrichtung des Unternehmens sowie das Management von Marketing und Vertrieb.

Herr Yasin Sebastian Qureshi

Yasin Sebastian Qureshi studierte an der Privatakademie für Wirtschaftseminare in Hamburg. Während des Studiums spezialisierte sich Yasin Sebastian Qureshi ebenfalls in verschiedenen Praktika bei Brokerhäusern auf Managed Futures-Strategien in Aktien, Renten-, Rohstoff- und Devisenmärkten und absolvierte dort eine entsprechende praktische Ausbildung. Seit 1995 ist er Vorstand der Varengold Wertpapierhandelsbank AG und für das Asset Management, die den Handelsaktivitäten zugrunde liegende, innovative IT-Struktur sowie die strategische Ausrichtung des Unternehmens verantwortlich.

Unternehmensstruktur

Bei den Beteiligungen handelt es sich ausschließlich um nicht börsennotierte Unternehmen aus dem Finanzdienstleistungsbereich. Die Beteiligungen erhöhen zum einen die Marktanteile im Online-Brokerage (strategisches Abwicklungsvolumen). Zum anderen werden der Vertrieb von Finanzprodukten und die technische Erweiterung der elektronischen Handelsplattformen auf ein breiteres Fundament gestellt.

Zwei strategische Beteiligungen

Die Varengold Wertpapierhandelsbank AG ist zur Zeit an zwei Unternehmen beteiligt. Neben dem 16%-Anteil an der Hanseatic Brokerhouse Securities AG erwarb die Bank mit den freien Mitteln aus dem Börsengang einen strategischen 25,1%-Anteil an der Trading Concept Managed Futures GmbH (TCMF). Beide Broker konzentrieren sich auf den Bereich der Alternativen Investments und tragen zudem neben dem technologischen Know-how in der Weiterentwicklung elektronischer Handelsplattformen zur Ausweitung des Abwicklungsvolumens bei Alternative-Investment-Produkten bei.

Branchenumfeld

Internet als Schlüssel- technologie für Online- Brokerage

Der Markt für Online-Brokerage

Online-Broker profitieren von der wachsenden Internetaffinität der Bevölkerung. Zwei von drei Bundesbürgern nutzen heute das Internet. Für den Kauf von Investmentanteilen verwendet jeder zwölfte Bundesbürger einen Onlinezugang. Neuen Studien zufolge wird sich dieser Wert bis 2011 sogar verdoppeln. Aber auch die fortschreitende Penetration breitbandiger Internetanschlüsse sorgt aufgrund sicherer, effizienterer und transparenter gestalteter elektronischer Handelsplattformen für zusätzliche Wachstumsimpulse im Online-Brokerage.

8% Wachstum für das Online-Brokerage in Deutschland

Die Boston Consulting Group (BCG) prognostiziert für das Online-Brokerage in Deutschland bis 2010 eine jährliche Steigerung des Kundenpotenzials um 8%. Dieses Wachstum rührt zu einem aus der verbesserten IT-Infrastruktur und dem technologischen Fortschritt, mit dessen Hilfe verbesserte Finanzdienstleistungen angeboten werden können. Zum anderen induziert die Attraktivität innovativer Finanzprodukte und das gestiegene Bewusstsein für die Notwendigkeit der privaten Altersvorsorge einen zusätzlichen Nachfrageeffekt bei den Online-Brokern, der insbesondere im laufenden Geschäftsjahr aufgrund der ab 2009 geltenden Abgeltungsteuer zum Tragen kommen sollte.

Handelsaktivitäten unabhängig von Marktphasen

Die Handelsaktivitäten an den Börsen korrelieren mit den Volatilitäten der einzelnen Anlageklassen, die in unruhigen Marktphasen (bspw. Finanzkrisen) stärker schwanken als in einer Hausse. Übertragen auf die Geschäftsaktivitäten der Varengold Wertpapierhandelsbank AG bedeutet dies, dass unter der Annahme eines festen Kundenkreises, die Handelsaktivitäten in schlechten sowie in guten Marktphasen stimuliert werden. Während im Aufschwung sowohl über den Geschäftsbereich Asset Management neue Investoren gewonnen werden (Partizipation an der Hausse), sorgen in Abschwüngen die gleichen Investoren beim Abzug bzw. bei Portfolioumschichtungen ihrer Investitionen für entgegengesetzte Handelsaktivitäten (Schutz vor Wertverfall). Lediglich die in der Funktion als Asset Manager eingesammelten Investorengelder verbleiben im Kreditinstitut und generieren über Portfolioumschichtungen und Verwaltungsgebühren Handelsmargen.

Trade-off zwischen Transparenz und at- traktiven Renditen durch innovative Han- delssysteme abgebaut

Wettbewerb

Bei den angebotenen Finanzprodukten der Varengold Wertpapierhandelsbank AG handelt es sich um Alternative Investments, die aufgrund der komplizierten Handelsstrategien für viele Anleger intransparent sind. Varengold ist es gelungen, die Intransparenz verschiedener Hedgefonds-Produkte über weiterentwickelte Handelsplattformen derart abzubauen, dass selbst Privatinvestoren in der Lage sind Managed Futures zu handeln (Differenzierungsmerkmal). Da es sich bei den Märkten für Online-Brokerage Dienstleistungen um große Märkte mit einem intensiven Wettbewerb handelt, sehen wir das Unternehmen, aufgrund der vertriebenen Produkte und dem Mehrwert, den die Handelssysteme für die Kunden schaffen, in einer guten Position, um an dem weltweiten Trend zunehmender Handelsaktivitäten kleiner institutioneller und privater Investoren über elektronische Handelsplattformen zu partizipieren.

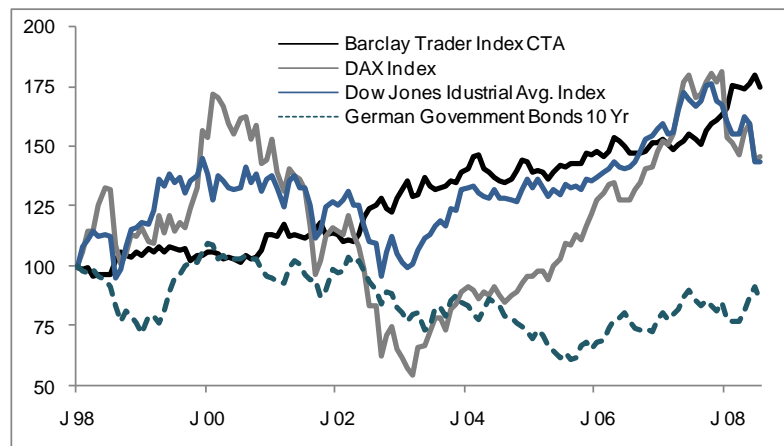
Alternative Investments bieten Unabhängigkeit vom Trend der Märkte

Der Markt für Alternative Investments

Das Sentiment an den internationalen Kapitalmärkten beeinflusst die Unternehmensentwicklung der Varengold Wertpapierhandels AG. Die Investitionsbereitschaft nimmt in Zeiten hoher Unsicherheit ab und Asset Management Gesellschaften verzeichnen in der Regel einen teilweisen Abfluss ihrer Investorengelder, die sie zuvor über die angebotenen Finanzprodukte eingesammelt haben. Die gegenwärtige Finanzmarktkrise sorgt vor allem aufgrund der gestiegenen Unsicherheit, die mit den Erwartungen an die Wertentwicklung einzelner Unternehmen (insb. Finanzsektor) und Finanzinstrumente verknüpft ist, für ein reduziertes Börseninteresse privater und institutioneller Anleger an klassischen Anlageformen (Aktien, Anleihen, Immobilien etc.).

Finanzkrisen zeichnen sich durch fallende oder im besten Fall seitwärts tendierende Kapitalmärkte aus. In diesen Marktphasen sind Investoren an Finanzprodukten interessiert, mit Hilfe derer entweder das bestehende Portfolio abgesichert (Hedging) oder effizienter gestaltet werden kann, so dass bei fallenden oder seitwärts tendierenden Märkten die Rendite-Risiko-Struktur der investierten Mittel verbessert wird. Alternative Investments, zu denen auch Managed Futures oder Derivate zählen, bieten dieses Hedging- bzw. Diversifikationspotenzial. Varengold hat sich mit seinem Produkt- und Dienstleistungsangebot genau auf diesen Bereich der Finanzprodukte spezialisiert, um ihren Kunden Unabhängigkeit vom Trend der Märkte zu verschaffen.

Performancevergleich verschiedener Assetklassen



Quelle: Bloomberg, Concord Equity Research

Alternative Investments wie Managed Futures oder Hedgefonds zeichnen sich im mittel- bis langfristigen Performancevergleich durch eine stetigere Wertentwicklung aus. Aus der obigen Grafik wird deutlich, dass sich Hedgefonds oder Managed Futures (Barclay Trader Index CTA) von den Entwicklungen an den weltweiten Kapitalmärkten abkoppeln können. Sie entwickeln sich meist stabiler als Aktien- oder Anleiheindizes und können das Kapital schützen, wenn es bspw. mit den Aktienkursen nach unten geht. Die geringe Korrelation zu Aktien und Anleihen bietet somit die Möglichkeit, bestehende Portfolios zu optimieren und zu stabilisieren. Deshalb sehen Marktbeobachter in den kommenden fünf bis zehn Jahren Alternative

Investments als die am stärksten wachsenden Marktsegmente im Sektor der Bank- und Finanzdienstleistungen an.

Das verwaltete Vermögen im Segment der Alternative Investments steigt seit Jahren kontinuierlich an. Betragen die weltweit verwalteten Investorengelder bei den CTAs (CTAs sind gemanagte Fonds, die ihren Investmentschwerpunkt in Finanz- oder Rohstoff-Terminmärkten haben) 1990 erst Mrd. 6,6 US-Dollar, konnten 2007 bereits Mrd. 124,7 US-Dollar verzeichnet werden. Dies entspricht einer durchschnittlichen jährlichen Wach-

Entwicklung des weltweit verwalteten Vermögens (in Mrd. US-Dollar)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Hedge Fonds	39	68	105	169	174	184	241	311	308	402	441	522	602	819	963	1.157	1.724	2.166
Funds of Funds	3	20	35	72	76	52	48	75	75	79	85	107	196	289	349	396	478	628
CTAs	7	10	14	15	14	14	19	18	29	33	29	29	36	58	89	89	115	125

Quelle: CASAM CISDM Database & Indices, Concord Equity Research

stumsrate (CAGR) von 19%. Bei den Hedgefonds wurde im gleichen Zeitraum sogar ein CAGR von knapp 27% beobachtet. Den rasantesten Zuwachs an Investorengeldern verbuchten allerdings die Dach-Hedgefonds, bei denen die verwalteten Assets seit 1990 jährlich um durchschnittlich knapp 37% gesteigert wurden. Diese Assetklasse diversifiziert über verschiedenen Hedgefonds-Strategien, die je nach Marktphase unterschiedlich gewichtet werden.

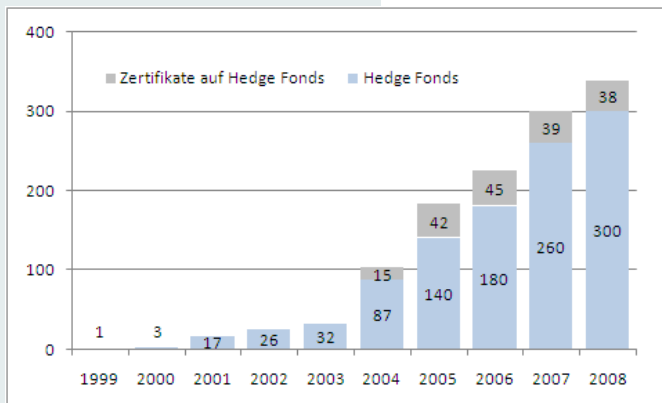
Hedgefonds Strategien in unterschiedlichen Marktphasen

Ranking	Asian currency crisis	LTCM Collapse	Tech Bubble Burst with Sep 11	Current Credit Crisis
1	Global Macro 43%	Equity Long Short 18%	Global Macro 34%	Dedicated Short 21%
2	Equity Long Short 28%	Equity Market Neutral 18%	Managed Futures 27%	Global Macro 18%
3	Multi Strategy 18%	Managed Futures 15%	Convertible Arbitrage 19%	Managed Futures 13%
4	Event Driven 16%	Multi Strategy 3%	Equity Market Neutral 15%	Equity Market Neutral 7%
5	Convertible Arbitrage 12%	Event Driven 3%	Fixed Income Arbitrage 15%	Emerging Markets 6%
6	Equity Market Neutral 11%	Convertible Arbitrage 0%	Emerging Markets 13%	Equity Long Short 3%
7	Managed Futures 3%	Fixed Income Arbitrage 1%	Multi Strategy 12%	Event Driven 1%
8	Fixed Income Arbitrage 3%	Dedicated Short 11%	Event Driven 11%	Multi Strategy 0%
9	Dedicated Short 1%	Emerging Markets 18%	Dedicated Short 3%	Fixed Income Arbitrage -4%
10	Emerging Markets 17%	Global Macro 24%	Equity Long Short 2%	Convertible Arbitrage -5%

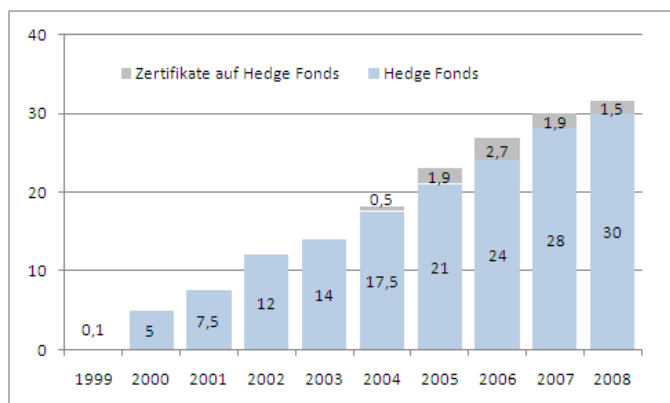
Quelle: CASAM CISDM Database & Indices, Concord Equity Research

Der weltweit zu beobachtende Zufluss an Investorengeldern in Alternative Investments findet auch in Deutschland statt, was aus den beiden unteren Grafiken deutlich hervorgeht. Besonders die in 2004 in Kraft getretene Gesetzesänderung, wodurch Privatinvestoren, Versicherungen und Pensionskassen der Zugang zu Alternative Investments erstmals ermöglicht wurde, hat in Deutschland zu einer rasanten Zunahme des Angebots an Hedgefonds-Produkten geführt.

Anzahl in Stück (Deutschland)



**Assets under Management (Deutschland)
(in Milliarden Euro)**



Quelle: Absolut Research GmbH (2008: Schätzung per Mai), Concord Equity Research

Steigende Provisionserträge durch Ausweitung von Investorenbasis trotz intensiven Wettbewerbs

Wettbewerb

Der deutsche Banken- und Finanzdienstleistungssektor im Bereich der Alternativen Investments ist durch einen intensiven Wettbewerb gekennzeichnet. Überdies konkurrieren deutsche Anbieter mit einer Reihe von ausländischen Anbietern, die in den vergangenen Jahren ihre Präsenz im deutschen Markt erheblich ausgebaut haben. Folge des intensiven Wettbewerbs ist ein Margenrückgang, so dass Transaktionen in einem Geschäftsfeld margenarme oder margenlose Transaktionen in anderen Geschäftsfeldern ausgleichen. In den Bereichen Asset-Management, Abwicklung/Abrechnung ist die Entwicklung des Unternehmensertrages an die Entwicklung des Anlagevermögens der Kunden gekoppelt. Da die Gesellschaft in Deutschland einer der wenigen Spezialisten für die Anlageklasse Managed Futures ist, diese Anlageklasse aufgrund der Unabhängigkeit vom Trend der Märkte eine interessante Anlage darstellt, ist davon auszugehen, dass Varengold die verwalteten Investorengelder in diesem Bereich ausweiten und hierdurch steigende Provisionserträge erwirtschaften wird. Das Unternehmen sieht den Wettbewerbsvorsprung im Bereich der Managed Futures bei zwei Jahren. Nichtsdestotrotz ist davon auszugehen, gerade aufgrund des im internationalen Vergleich relativ unterentwickelten Hedgefonds-Marktes in Deutschland, dass weitere Wettbewerber in den Markt eintreten werden. Neben geringeren Provisionserträgen hätte dies gleichzeitig einen negativen Effekt auf die Handelsaktivitäten der Gesellschaft zur Folge, was wiederum über verminderte Skaleneffekte die Wettbewerbsposition und Profitabilität im Geschäftsbereich CMB schwächen würde.

Ertrags- und Vermögenslage

Entwicklung 2007

**Ertrag steigt um 41%
auf EUR 9,39 Mio.**

Die Varengold Wertpapierhandelsbank AG konnte im abgelaufenen Geschäftsjahr die Erträge um 41% auf EUR 9,39 Mio. ausweiten, wobei der Anstieg der Provisionserträge 78% der Ertragsausweitung erklärt. In den restlichen 22% spiegelt sich die Ausweitung der Kredit- und Geldmarktgeschäfte (Zinserträge +143%) sowie die Zunahme von Dienstleistungen zur Fondskonzeption neu hinzugewonnener Geschäftspartner (Sonstige betriebliche Erträge +74,6%) wider.

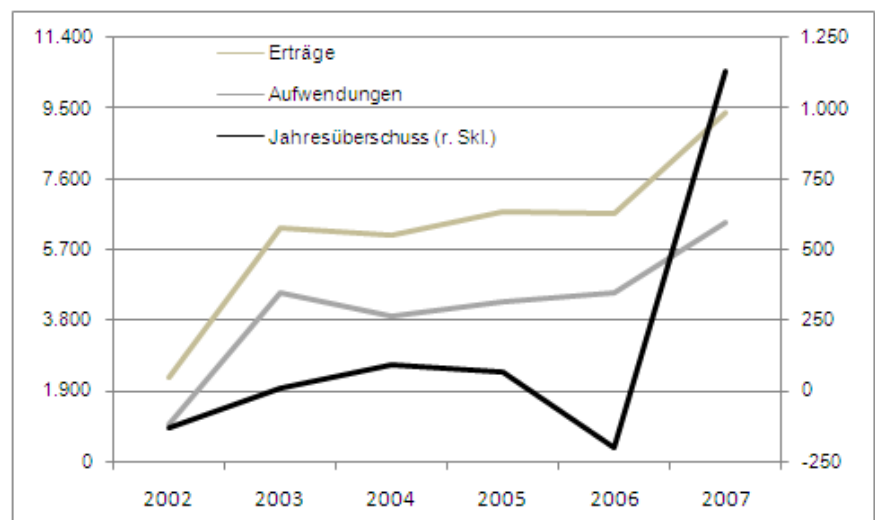
Erträge und Aufwendungen (in Tsd. EUR)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Zinserträge	90,4	88,1	178,9	140,3	298,0	723,4
Laufende Erträge aus Beteiligungen	0,0	0,0	59,8	31,2	0,0	0,0
Gebühren und Provisionserträge	2.003,4	6.044,2	5.609,9	5.825,3	6.130,2	8.234,7
Sonstige betriebliche Erträge	176,2	164,4	261,3	749,6	245,6	428,9
Erträge	2.269,9	6.296,6	6.109,9	6.746,4	6.673,8	9.387,1
Zinsaufwendungen	14,4	10,8	7,9	3,7	3,5	42,0
Gebühren und Provisionsaufwendungen	954,5	4.527,2	3.872,7	4.270,4	4.506,3	6.380,7
Sonstige betriebliche Aufwendungen	27,0	22,3	11,2	20,7	9,7	6,8
Aufwendungen	995,9	4.560,3	3.891,7	4.294,8	4.519,5	6.429,5
Rohertrag	1.274,0	1.736,3	2.218,2	2.451,6	2.154,3	2.957,6
Rohertragsmarge	56,12%	27,58%	36,30%	36,34%	32,28%	31,51%

Quelle: Geschäftsbericht der Varengold Wertpapierhandelsbank AG, Concord Equity Research

Den gesamten Erträgen standen in der Summe Aufwendungen von EUR 6,43 Mio. gegenüber, so dass eine Rohertragsmarge in Höhe von 31,5% realisiert wurde, die nur leicht unter dem Wert des Vorjahres von 32,3%

Umsatz und Profitabilität (in Tsd. EUR)



Quelle: Geschäftsbericht Varengold Wertpapierhandelsbank AG, Concord Equity Research

Jahresergebnis wird durch außerordentlichen Ergebniseffekt verzerrt

lag. Unter Berücksichtigung der Kosten für den Börsengang, der Personal- und Verwaltungskosten, der Abschreibungen, des sonstigen Betriebsergebnisses sowie der aus zum Fair Value bewerteten Finanzanlagen verblieb ein Ergebnis vor Steuern (EBT) von EUR 1,28 Mio. (Vj. EUR -0,28 Mio.). Dies entspricht einer EBT-Marge von 13,6%, die ungewöhnlich hoch ist. Auch die Umsatzrendite fiel, wie aus obiger Grafik klar hervorgeht, mit 12,1% im Vergleich zu den vergangenen Jahren überdurchschnittlich aus (in 2006 betrug diese -3,04%). Grund hierfür ist ein außerordentlicher Ergebniseffekt, der mit rund EUR 1,12 Mio. in der Gewinn und Verlustrechnung direkt zum Tragen kommt. Hierbei handelt es sich um bonitätsinduzierte Bewertungs- und Veräußerungsergebnisse im Finanzergebnis, die der Hanseatic Brokerhouse Securities AG, einer Beteiligung der Varengold Wertpapierhandelsbank AG, zuzuschreiben sind. Bereinigt man das Jahresergebnis um diesen Einmaleffekt, sinkt der Jahresüberschuss auf EUR 0,014 Mio., was einer Nettoumsatzrendite von 0,15% entspricht.

Bilanzverkürzung durch Wechsel von HGB zu IFRS

Bilanzstruktur

2007 hat die Varengold Wertpapierhandelsbank AG ihren Jahresabschluss erstmals nach International Financial Reporting Standards (IFRS) vorgelegt. Durch den Wechsel der Bilanzierungsstandards von HGB auf IFRS fand eine Bilanzverkürzung in Höhe des Treuhandvermögens statt, dass sich gegenüber 2006 nur unwesentlich um EUR 0,25 Mio. auf EUR 20,37 Mio. erhöht hat. Der signifikante Anstieg der Bilanzsumme von EUR 2,43 Mio. in 2006 auf EUR 7,24 Mio. in 2007 ist primär auf die aus dem Börsengang zugeflossenen Mittel zurückzuführen.

Ausweitung internationaler Geschäftsbeziehungen

Auf der Aktivseite der Bilanz bilden, wie in den Jahren zuvor, die Forderungen an die Kreditinstitute (EUR 2,33 Mio.) und Kunden (EUR 2,1 Mio.) die größten Bilanzpositionen. Während sich die Zunahme der Forderungen an Kreditinstitute (EUR +1,62 Mio.) ausschließlich auf inländische Kreditinstitute bezieht, ist der Anstieg bei den Forderungen an Kunden (EUR +1,2 Mio.) auf die Ausweitung der Geschäftsbeziehung mit in- als auch mit ausländischen Kunden zurückzuführen. Die Ausweitung der internationalen Geschäftsbeziehungen wurde durch die im Rahmen eines Asset Deals übernommene schweizerische Finex Group GmbH realisiert. Neben den Kunden, der Handelssoftware und der Vertriebsstruktur schuf die Übernahme mit den hinzugekommenen Repräsentanzen in China und der Schweiz die Grundlage, vom bestehenden Geschäft unabhängige, international diversifizierte Erträge zu generieren.

Neubewertung der Beteiligung führt zu außerordentlichem Ergebnisbeitrag

Drittgrößte Position bilden die Finanzanlagen (EUR 1,48 Mio.), hinter der sich im wesentlichen die 16%-Beteiligung an der Hanseatic Brokerhouse Securities AG (Hamburg) verbirgt. Im laufenden Geschäftsjahr kam es aufgrund einer Neubewertung dieser Beteiligung zu einem außerordentlichen Ergebnisbeitrag in Höhe von EUR 1,12 Mio., der in der Gewinn und Verlustrechnung ergebniswirksam als Ergebnis aus zum Fair Value bewerteten Finanzanlagen berücksichtigt wurde.

Eigenkapitalquote von 84%

Die Passivseite der Bilanz veränderte sich im Wesentlichen durch die mit dem Börsengang zeitgleich durchgeführte Eigenkapitalaufnahme, im Rahmen derer 328.177 Stück neue Aktien emittiert wurden. Varengold flossen hierdurch liquide Mittel in Höhe von EUR 4,1 Mio. zu. Neben dem Erwerb einer strategischen Beteiligung (25,1% Anteil) an der Trading Concept Managed Futures GmbH (TCMF) und der im Rahmen eines Asset

Konservative Ertrags- schätzungen

Deals übernommenen Finex Group GmbH, ging mit der Eigenkapitalaufnahme eine deutliche Verbesserung der Vermögens- und Kapitalstruktur einher. So stieg die Eigenkapitalquote von 52,5% in 2006 auf knapp 84% in 2007. Die kurzfristigen Schulden (Verbindlichkeiten und Rückstellungen) in Höhe von 16,1% werden vom kurzfristig gebundenen Vermögen gedeckt.

Ausblick 2008 bis 2010

Nachdem in 2007 eine signifikante Ausweitung der Erträge beobachtet werden konnte, unterstellen wir für das laufende Geschäftsjahr einen moderateren Anstieg von lediglich 15%. Auch für die Jahre 2009 und 2010 wurden Wachstumsraten angenommen, die mit 11% bzw. 9% deutlich unter dem durchschnittlichen, jährlichen Wachstum der vergangenen Jahre liegen. Für 2008 prognostizieren wir somit Erträge von EUR 10,76 Mio., die unter Berücksichtigung der unterstellten Wachstumsraten bis 2010 auf EUR 13,05 Mio. ansteigen. Grund für die konservativen Annahmen ist, neben der gegenwärtigen, weltweiten Finanzmarktkrise, die Volatilität der Ertragsentwicklung in der Vergangenheit, die eine erhöhte Prognoseunsicherheit impliziert.

Die den einzelnen Erträgen direkt zurechenbaren Aufwendungen haben wir im Vergleich zu den Erträgen leicht überproportional ansteigen lassen, so dass sich für den Prognosezeitraum der 1.Phase, eine leicht fallende Rohertragsmarge ergibt. Lediglich für das laufende Geschäftsjahr 2008 wurde ein unterproportionaler Anstieg der Aufwendungen unterstellt, der zu einer starken Ausweitung der Rohertragsmarge führt. Dieser resultiert aus dem Wegfall von Gebühren und Provisionsaufwendungen i.H.v. EUR 0,41 Mio., die im 1. Halbjahr 2007 für den Börsengang angefallen sind.

Erträge (in Tsd. EUR) und Wachstumsraten (in %) für 1.Phase der Schätzperiode

	2008e	2009e	2010e	2008e	2009e	2010e
Zinserträge	799,8	933,1	1.066,5	11%	17%	14%
Laufende Erträge aus Beteiligungen	12,3	11,5	10,7	n.a.	-7%	-7%
Gebühren und Provisionserträge	9.411,6	10.426,3	11.324,9	14%	11%	9%
Sonstige betriebliche Erträge	537,2	594,2	651,3	25%	11%	10%
Erträge	10.760,9	11.965,2	13.053,3	15%	11%	9%
Zinsaufwendungen	44,9	48,1	51,3	7%	7%	7%
Gebühren und Provisionsaufwendungen	6.831,9	7.616,6	8.401,3	7%	11%	10%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	6,8	6,8	6,8	0%	0%	0%
Aufwendungen	6.883,6	7.671,5	8.459,5	7%	11%	10%
Rohrertrag	3.877,3	4.293,7	4.593,9	31%	11%	7%
Rohrertragsmarge	36%	36%	35%	14%	0%	-2%

Quelle: Concord Equity Research

Während zwischen 2005 und 2007 rückläufige Rohertragsmargen beobachtet werden konnten, die insbesondere durch regulatorische Änderungen in der Finanzdienstleistungsbranche hervorgerufen wurden, unterstellen wir bis 2010 eine nahezu konstante Rohertragsmarge. Eine konstante

Leichter Rückgang der erwarteten Umsatzrendite von 5,04% auf 4,88%

Schätzungen berücksichtigen strategische Unternehmensziele

Rohertragsmarge führt bei einer anziehenden Nachfrage nach Alternativen Investments ceteris paribus zu einem höheren operativen Ergebnis. Gerade wegen der gegenwärtigen Finanzmarktkrise glauben wir an die Neuentdeckung von Managed Futures und anderer alternativer Investments, was sich in einer Zunahme des Abwicklungsvolumens im Geschäftsfeld CMB und in einem ansteigenden Fondsvolumen beim hauseigenen Dach-Hedgefonds von Varengold widerspiegeln sollte. In Kombination mit den getätigten Investitionen in immaterielle Vermögensgegenstände (EUR 0,75 Mio. in 2007), die die Effizienz der elektronischen Handelsplattformen erhöhen, so dass Economies-of-Scale in der Abwicklung von Transaktionen realisiert werden können, ist die Annahme einer konstanten Rohertragsmarge mehr als gerechtfertigt.

Unter Berücksichtigung der Abschreibungen sowie dem Verwaltungsaufwand (Personalkosten, Abschreibungen und andere Verwaltungsaufwendungen) erwarten wir für 2008 einen Jahresüberschuss in Höhe von EUR 0,54 Mio., was einer Umsatzrendite von 5,04% entspricht. In den Folgejahren unterstellen wir einen weiter ansteigenden Jahresüberschuss, der in 2010 mit EUR 0,64 Mio. (Umsatzrendite 4,88%) deutlich positiv ausfällt. Neben den oben angesprochenen Effekten, die bereits auf der Ebene der Rohertragsmarge zum Tragen kommen, unterstellen wir durch den Wegfall der im Rahmen des Börsengangs angefallenen Beratungs-, Abschluss und Prüfkosten einen Rückgang der anderen Verwaltungsaufwendungen sowie für 2009 und 2010 unterproportional ansteigende Personalkosten. Im Gegenzug hierzu erhöhen wir die Abschreibungen auf immaterielle Vermögensgegenstände und Sachanlagen, da wir für die 1.Phase mit weiteren Investitionen des Unternehmens rechnen. Zu nennen wären hier Ausgaben für die Modernisierung und Weiterentwicklung der Handelsplattformen.

Die Schätzwerte für Phase 1 bilden somit nicht nur vergangene Entwicklung ab, die in die Zukunft projiziert werden. Sie spiegeln neben vergangenen regulatorischen Einflüssen auch strategische Entscheidungen wider, durch deren Umsetzung übergeordnete Unternehmensziele realisiert werden sollen. Zu den übergeordneten Unternehmenszielen gehören die Ausweitung des Abwicklungsvolumens sowie der Aufbau und Ausbau von Vertriebskanälen für die eigenen Finanzprodukte. Besonders der prämierte Dach-Hedgefonds HI Varengold CTA Hedge, der in den letzten zwölf Monaten mit einer Rendite von knapp 15% beeindrucken konnte, soll verstärkt beworben und vertrieben werden, so dass der Anteil der stabilen Erträge aus dem Fondsmanagement kontinuierlich ausgeweitet wird. Um diese Ziele zu erreichen, müssen zum einen neue Vertriebsmitarbeiter eingestellt werden (Personalkosten steigen jährlich um rund EUR 90 Tsd.). Zum Anderen werden weitere Investitionen in die elektronischen Handelsplattformen benötigt, um das avisierte Abwicklungsvolumen technisch bewältigen zu können.

DCF-Analyse liefert höheren Wert als Peer Group-Indikation

WACC von 18% bewusst recht hoch angesetzt

Bewertung

Die Berechnung des Unternehmenswertes der Varengold Wertpapierhandelsbank AG erfolgt auf Basis einer DCF-Analyse. Um das Bewertungsergebnis aus der DCF-Analyse zu verifizieren, wurde ergänzend hierzu ein Peer Group-Vergleich durchgeführt, der mit EUR 6,09 je Aktie einen Unternehmenswert liefert, der deutlich über dem aktuellen Aktienkurs liegt. Auch der errechnete Unternehmenswert aus der DCF-Analyse mit EUR 8,78 je Aktie übersteigt signifikant den derzeit am Markt zu beobachtenden Unternehmenswert. Neben den gegenwärtigen weltweiten Marktturbulenzen, von denen insbesondere Investmentbanken betroffen sind, führen wir den Bewertungsabschlag zudem auf die geringe Fungibilität der Varengold-Aktie zurück. Nichtsdestotrotz rechtfertigen das risikoarme Geschäftsmodell und die Wachstumspotenziale der Wertpapierhandelsbank einen Wertfindungsprozess, der eher an den in unserem DCF-Modell abgebildeten Parametern ausgerichtet sein sollte.

DCF-Analyse

Aus der unteren Grafik sind die Free Cash Flows (FCF) der ersten Phase unseres DCF-Modells ersichtlich. Diese FCF wurden mit einem Kapitalkostensatz (WACC) von 18% auf den Beginn des Jahres 2008 abdiskontiert. In der Summe errechnet sich ein Barwert in Höhe von EUR 1,28 Mio., der die erste Komponente des zu errechnenden Unternehmenswertes darstellt.

DCF-Modell 1.Phase						
	2005	2006	2007	2008e	2009e	2010e
Jahresergebnis	63	-203	1133	542	623	637
+/- Abschreibungen / Zuschreibungen	341	163	219	314	365	396
+/- Veränderung Nettohandelspositionen	12	363	-1273	-108	-262	-51
+/- Investitionstätigkeit	343	-171	-969	-311	-137	-180
Free Cash Flow	758	152	-890	437	589	801

Quelle: Concord Equity Research

Der WACC wurde nicht mit Hilfe des CAPM-Modells berechnet, da wir der Überzeugung sind, dass die Eigenkapitalkosten in der Realität neben dem Unternehmensbeta von weiteren Faktoren signifikant beeinflusst werden (Marktkapitalisierung des Unternehmens, Buchwert/Marktwert-Verhältnis). Vielmehr wurden die Kapitalkosten bewusst recht hoch angesetzt, um der geringen Unternehmensgröße, der niedrigen Fungibilität sowie der geringen Bekanntheit der Varengold Wertpapierhandelsbank AG Rechnung zu tragen und den konservativen Bewertungsansatz hervorzuheben. Der unterstellte WACC impliziert eine vom Kapitalmarkt geforderte Eigenkapitalrendite von 20,3%, die wiederum bei einer angenommenen Marktrisiko-prämie von 12% und einem risikofreien Zinssatz von 3,72% ein Unternehmensbeta von 2,64 impliziert.

**Terminal Value erklärt
52%**

Die zweite Phase des DCF-Modells erstreckt sich über fünf Jahre. Sie beginnt im Jahre 2011 und endet 2015. Die FCF zu Beginn der zweiten Phase ergeben sich durch Multiplikation des letzten FCF der ersten Phase mit der Wachstumsrate der FCF der zweiten Phase. Für den WACC in der zweiten Phase wurden 14% angesetzt, was einer impliziten Eigenkapitalrendite von 15,31% und einem impliziten Beta von 1,54 entspricht. Während die prognostizierten FCF der ersten Phase mit 35% ein sehr dynamisches Wachstum aufweisen, steigen sie in der zweiten Phase jedes Jahr um moderatere 10% an. In der Summe errechnen sich für die zweite Phase Barwerte von insgesamt EUR 2,2 Mio.

Der Terminal Value der Bewertung wird in der dritten Phase des DCF-Modells abgebildet. Neben einem deutlich geringeren WACC von 12% (implizite Eigenkapitalrendite von 12,95% und implizites Beta von 1,36), beträgt das Wachstum der FCF lediglich 2%. Die Intervalllänge reicht bis in die Ewigkeit. Der Barwert des Terminal Value beträgt EUR 3,71 Mio. und erklärt 52% des hergeleiteten Unternehmenswertes.

Parameter	2005 bis 2007	1.Phase	2.Phase	3.Phase
WACC		18%	14%	12%
Implizite Eigenkapitalrendite		20,28%	15,31%	12,95%
Implizites Beta		2,64	1,54	1,36
Risikofreier Zinssatz	4,31%	3,72%	3,72%	3,72%
Marktrisikoprämie	10%	10%	11,25%	10,50%
Startzeitpunkt des Intervalls	2005	2008	2011	2016
Länge des Intervalls (in Jahren)	3	3	5	unendlich
Cash flow zu Beginn des Intervalls	758	437	881	1173
Wachstum der Free Cash Flows	-109%	35%	10%	2,0%
Bewertungsergebnis	13.11.2008	1.Phase	2.Phase	3.Phase
Barwert (per Ende 2007)		1.281	2.193	3.708
Anteil der Barwerte		(0,18)	(0,31)	(0,52)
Summe der Barwerte (Ende 2007)	7.182			
Adj. Summe der Barwerte (per heute)	8.367	1.492	2.555	4.320
Nettoverbindlichkeiten	-3.327			
Marktkapitalisierung	11.694			
Aktienanzahl	1.332			
Innerer Wert je Aktie	8,78			

Quelle: Concord Equity Research

**Innerer Wert der Aktie
liegt bei EUR 8,78**

Die Summe der Barwerte der einzelnen Phasen beträgt EUR 7,18 Mio. Auf den heutigen Monat aufgezinst errechnet sich ein Unternehmenswert von EUR 8,4 Mio, dem noch die Nettoverschuldung in Höhe von EUR -3,33 Mio. zugeschlagen wird, so dass sich aus der DCF-Analyse ein angemessener Wert der Varengold-Aktie von EUR 8,78 je Aktie ergibt.

Die Sensitivitäten der Bewertung sind in den nachfolgenden Tabellen abgebildet. Darüber hinaus wurde die gegenwärtige Marktkapitalisierung von Varengold mit Hilfe der dem Bewertungsmodell zugrunde liegenden zentralen Parameter hergeleitet. Die aktuelle Marktkapitalisierung würde in unserem Bewertungsmodell beispielsweise dann erreicht, wenn in der ersten

Sensitivitätsanalyse (Lineare Skalierung der Bewertungsparameter)

Marktkap. (EUR)			Wachstumsraten						Marktkap. (EUR) je Aktie					
Diskontierungsfaktoren (WACC)	1.	Phasen	30,4%	32,9%	35,4%	37,9%	40,4%	n.a.	16.179	8,70	9,21	9,88	n.a.	12,14
	2.		7,0%	8,5%	10,0%	11,5%	13,0%							
	Phasen	3.	-1,0%	0,5%	2,0%	3,5%	5,0%							
	11%	7%	11%	11.593	12.274	13.157	n.a.	16.179	8,70	9,21	9,88	n.a.	12,14	
	13%	9%	11%	11.198	11.821	12.619	13.693	15.249	8,40	8,87	9,47	10,28	11,45	
	16%	12%	12%	10.838	11.411	12.134	10.290	14.447	8,13	8,56	9,11	7,72	10,84	
	18%	14%	12%	10.509	11.036	11.696	12.557	13.746	7,89	8,28	8,78	9,42	10,32	
	21%	17%	13%	10.207	10.694	11.298	12.076	13.129	7,66	8,03	8,48	9,06	9,85	
	23%	19%	13%	9.929	10.381	10.936	11.642	n.a.	7,45	7,79	8,21	8,74	n.a.	
	26%	22%	14%	9.672	10.093	10.605	11.248	12.093	7,26	7,58	7,96	8,44	9,08	

Aktuelle Börsenbewertung und implizite Bewertungsparameter

Marktkap. (EUR)			Implizite Wachstumsraten						Aktuelle Marktkap. (EUR) je Aktie					
Implizite Diskontierungsfaktoren	1.	Phasen	-10,0%	-5,0%	0,0%	5,0%	10,0%	n.a.	10.054	5,39	5,68	6,07	6,63	7,55
	2.		-5,0%	-2,5%	0,0%	2,5%	5,0%							
	Phasen	3.	-3,0%	-1,5%	0,0%	1,5%	3,0%							
	9%	7%	7%	7.179	7.571	8.090	8.834	10.054	5,39	5,68	6,07	6,63	7,55	
	14%	12%	12%	6.463	6.678	6.926	7.221	7.585	4,85	5,01	5,20	5,42	5,69	
	19%	17%	17%	6.044	6.195	6.360	6.544	6.750	4,54	4,65	4,77	4,91	5,07	
	24%	22%	22%	5.756	5.874	6.000	6.135	6.283	4,32	4,41	4,50	4,60	4,72	
	29%	27%	27%	5.540	5.637	5.740	5.849	5.966	4,16	4,23	4,31	4,39	4,48	
	34%	32%	32%	5.369	5.452	5.540	5.632	5.729	4,03	4,09	4,16	4,23	4,30	
	39%	37%	37%	5.229	5.302	5.379	5.459	5.542	3,92	3,98	4,04	4,10	4,16	

Quelle: Concord Equity Research

Gegenwärtige Marktkapitalisierung impliziert Nullwachstum der FCF

Phase des Modells ein WACC in Höhe von 24% gegeben wäre, der in den Folgephasen in einen WACC von 22% übergeht und die FCF ein Nullwachstum aufweisen. Dieses sehr konservative Wachstumsszenario ist unseres Erachtens nicht gerechtfertigt und offenbart eine Unterbewertung der Varengold-Aktie. Wir führen den Bewertungsabschlag unter anderem auf die gegenwärtige Finanzmarktkrise und die geringe Fungibilität der Varengold-Aktie zurück.

Kennzahlenbewertung

Ziel der Kennzahlenanalyse ist es, mittels Multiplikatoren vergleichbarer Unternehmen eine marktabgeleitete Bewertung für Varengold zu ermitteln. Für den Peer Group Vergleich haben wir daher eine Reihe von Wertpapierhandelsbanken herangezogen, die im Vergleich zu Varengold zwar deutlich größer sind aber zumindest in einem der für Varengold charakteristischen Geschäftsfelder Parallelen aufweisen. Die stärksten Überschneidungen in Bezug auf die Geschäftsaktivitäten sehen wir bei der deutschen sino AG, der schweizerischen Swisquote sowie der US-amerikanischen BGC Partners INC. Allerdings weisen diese Peer Group Unternehmen eine vielfach höhere Marktkapitalisierung und Fungibilität der Aktie auf. Außerdem konnte BGC aufgrund spärlich verfügbarer

Bewertungskennziffern der Vergleichsunternehmen

	Währung	Kurs am 20.11.2008	KGV		Preis je Aktie / Buchwert je Aktie		Market Cap. / Umsatz	
			2008e	2009e	2008e	2009e	2008e	2009e
VONTOBEL HOLDING AG	CHF	19,60	6,8	6,4	0,8	0,8	1,1	1,1
IFG GROUP PLC	EUR	0,70	3,4	3,1	0,8	0,7	0,4	0,4
CME GROUP INC	USD	156,55	9,4	8,5	0,5	0,5	4,0	3,2
SINO AG	EUR	7,10	7,6	8,0	n.a.	n.a.	1,3	1,3
TD AMERITRADE HOLDING CORP	USD	9,71	8,1	7,1	1,7	1,4	2,4	2,3
SWISSQUOTE GROUP HOLDINGS AG	CHF	30,10	11,3	8,4	3,1	2,6	4,0	3,6
RENTA 4 SERVICIOS DE INVERSION S	EUR	6,65	13,9	15,1	1,5	1,4	3,3	3,3
INVESTMENT TECHNOLOGY GROUP	USD	13,94	5,5	5,6	0,8	0,7	0,8	0,8
THINKORSWIM GROUP INC	USD	5,10	5,4	6,4	n.a.	n.a.	0,9	0,9
HCI CAPITAL AG	EUR	2,23	n.a.	3,2	0,6	0,5	0,4	0,4
FCSTONE GROUP INC	USD	1,98	2,9	1,4	0,2	0,2	0,2	0,2
Median		7,10	7,2	6,4	0,79	0,74	1,10	1,11
Mittelwert		23,06	7,41	6,66	1,12	0,99	1,70	1,58
Multiples			7,21	6,45	0,79	0,74	1,10	1,11
Varengold Wertpapierhandelsbank AG			11,43	9,95	1,35	1,26	0,58	0,52

Schätzdaten nicht in die Bewertung mit einfließen. Als Bezugsgrößen haben wir das Kurs/Buchwert-Verhältnis sowie die Kennzahl Marktkapitalisierung/Ertrag herangezogen. Referenzzeitraum sind die Jahre 2008 und 2009. Die Bewertungskennziffern der Vergleichsunternehmen sowie die daraus abgeleiteten Mittelwerte stehen in der oberen Tabelle.

Die Mediane der beiden Multiplikatoren haben wir anschließend mit den korrespondierenden Schätzdaten für Varengold multipliziert. Beide Multiplikatoren führen direkt zum marktabgeleiteten Eigenkapitalwert, der mit rund EUR 8,1 Mio. bzw. EUR 6,09 je Aktie deutlich über dem aktuellen Kursniveau liegt. Dabei ist allerdings zu berücksichtigen, dass die Vergleichsunternehmen allesamt eine wesentlich höhere Profitabilität, Marktkapitalisierung und Bekanntheit aufweisen. Geringere unternehmensspezifische Kapitalkosten und die Aussicht auf Teilhabe am Unternehmenserfolg in Form einer Dividende können als Erklärung der am Markt zu beobachtenden Bewertungsdifferenzen herangezogen werden.

Ausgangsdaten Varengold AG in EUR Mio.

	2008e	2009e
Buchwert je Aktie	3,44	3,70
Ertrag	10.761	11.965

**Eigenkapitalwert von Varengold Wertpapierhandelsbank AG laut K
auf Basis 2008e und 2009e, Angaben in EUR Mio.**

	Auf Grundlage des Buchwertes	Auf Grundlage des Ertrages
Wert des Eigenkapitals	3.641,3	12.573,7
Anteil am gewichteten Mittelwert	50%	50%
Gewichteter Eigenkapitalwert		8.107,5
Anzahl Aktien (des lfd. Jahres, in Mio.)		1.332,0
Wert je Aktie (in EUR)		6,09

CME Group
Peer Group Unternehmen

Die US-amerikanische CME Group ist im Jahre 2007 aus der Handelsbörse Chicago (CME) und dem Chicago Board of Trade (CBOT) hervorgegangen. CME ermöglicht über eine eigene elektronische Handelsplattform (CME Globex) den Handel mit Futures und Optionen auf landwirtschaftliche Güter, Immobilien, Equity Index Produkte und den Energie – und Metallsektor. Zudem ist die CME Group Vorreiter für Derivate, die das Risiko von Naturkatastrophen wie Hurrikans, Frost oder Schneefall, von Zinsänderungen, sowie von wirtschaftlichen Ereignissen, wie der Bekanntgabe der Beschäftigungszahlen oder des Verbraucherpreisindex absichern. Im Jahr 2007 stieg der Umsatz von USD 1.09 Mrd. auf USD 1.76 Mrd., der Jahresüberschuss auf \$ 659 Mio., gegenüber USD 407 Mio. im Vorjahr.

IFG Group

Der irische Finanzdienstleister mit Tochtergesellschaften in Jersey, Zypern, Frankreich, Spanien, der Schweiz und Asien, erwirtschaftete im Jahr 2007 einen Umsatz von EUR 128.8 Mio., ein Anstieg von 20% im Vergleich zum Vorjahr. Der Gewinn erhöhte sich von EUR 14.3 Mio. in 2006 auf EUR 17.3 Mio. Das unabhängige Finanzinstitut bietet Beratungsleistungen bei Investitionsentscheidungen, Lebensversicherung und der Altersvorsorge an. Zudem managt die IFG Group Fonds von Privatinvestoren und stellt internationale Treuhändler- und Corporate Services zur Verfügung.

Vontobel Holding AG

Die Vontobel-Gruppe ist eine international ausgerichtete Schweizer Privatbank mit Sitz in Zürich. Sie wurde 1936 gegründet und beschäftigt weltweit rund 1300 Mitarbeiter. Die Vontobel-Gruppe ist in die drei Einheiten Private Banking, Investment Banking und Asset Management organisiert. Die Gesellschaft steigerte 2007 die Umsätze gegenüber dem Vorjahr um 18% auf CHF 991.0 Mio. Die Eigenkapitalrendite liegt beträgt 18.9%. Das bereinigte Jahresergebnis verbesserte sich um CHF 2,5 Mio. auf CHF 263.2 Mio.

TD Ameritrade

TD Ameritrade wurde 1971 als eine lokal agierende US-amerikanische Investmentbank gegründet, die heute privaten, aber auch kleineren institutionellen Investoren spezielle Brokerage-Dienstleistungen anbietet. Die Dienstleistungen werden primär über das Internet mit Hilfe einer selbstentwickelten elektronischen Handelsplattform abgewickelt, die nach Unternehmensangaben aufgrund der Einfachheit in der Bedienung und den geringen Handelskosten insbesondere kapitalschwächeren Investoren-

kreisen zu Gute kommt. Das Unternehmen erwirtschaftete in 2007 Umsatzerlöse von USD 2.177 Mio, was gegenüber der Vorjahresperiode einer Umsatzausweitung von knapp +21% entspricht. Der Jahresüberschuss stieg mit +22,6% leicht überproportional und ging mit einem verwässerten Ergebnis je Aktie in Höhe von EUR 1,06 einher.

sino AG

Die 1998 gegründete sino AG ist ein Finanzdienstleistungsinstitut mit dem Tätigkeitsschwerpunkt in der Entgegennahme und Weiterleitung von Wertpapierorders. Hierbei kooperiert das Unternehmen mit HSBC Trinkaus & Burkhardt KGaA, die in der Zusammenarbeit die Ausführung der Orders übernimmt. HSBC Trinkaus führt auch die Konten und Depots der sino-Kunden. sino arbeitet seit Jahren profitabel. Das Geschäftsjahr von sino läuft von Oktober bis September. Im Geschäftsjahr 2006/2007 erzielte sino Gesamterlöse in Höhe von EUR 14,3 Mio., einen operativen Gewinn vor Steuern von EUR 5,4 Mio. und ein Ergebnis je Aktie von EUR 1,28. Die Zahl der Depotkunden stieg um 9,4% auf 606. Die aktuell 26 Mitarbeiter betreuen derzeit rund 620 Depots mit einem durchschnittlichen Volumen von deutlich über EUR 400.000. am Firmensitz in Düsseldorf.

Swissquote Group

Mit einer Ertragszunahme in 2007 um 48.3 % auf CHF 110.9 Mio. ist die Swissquote Group Anbieter für Finanzdienstleistungen und Online Trading in der Schweiz. Den Gewinn steigerte das Unternehmen von CHF 36.5 Mio. in 2006 auf CHF 47.6 Mio. Für Privatkunden bietet die Holding Sparkonten und Trading-Konten für einen einfachen Zugang zum elektronischen Handel mit Aktien, Fonds und Optionen an den wichtigsten 60 Börsen in mehr als 40 Ländern. Als online Vermögensverwaltung können börsennotierte Unternehmen über eine eigens für sie entwickelte Plattform ihre Aktien verwalten, sowie Optionen bewerten lassen. Vermögensverwalter unterstützt Swissquote mit Finanztools, Analysen und Tätigkeiten bei der administrativen Abwicklung von Transaktionen.

Renta 4

Die Renta 4 Gruppe mit Hauptsitz in Madrid vertreibt ihre Produkte und Dienstleistungen über ein 56 Büros umfassendes Netzwerk. Die drei Geschäftsfelder beinhalten den Handel von Wertpapieren und anderen Finanzinstrumenten (73% des Umsatzes), dem Asset Management (20% des Umsatzes) sowie Beratungsleistungen im Bereich der Unternehmensfinanzierung (7% des Umsatzes). Der Umsatz erhöhte sich in 2007 um 36.2 % auf EUR 75.6 Mio., gegenüber EUR 55.5 Mio. im Vorjahr. Der Gewinn fiel um 10.7 % auf EUR 15.3 Mio.

Investment Technology Group

Die Investment Technology Group entwickelt innovative Technologien, um den gesamten Prozess in der Wertpapierabwicklung zu verbessern. Das Technologieunternehmen ermöglicht den Handel von Portfolios, Einzelaktien und Hedge-Fonds und erbringt zudem Pre-Trade und Post-Trade Services. Es stellt Hilfsprogramme zur Portfolioerstellung und Optimierung, sowie zur Entscheidungsfindung bereit und unterstützt seine Kunden bei der Abwicklung des Handels, ebenso wie bei Analysen zur Kostenreduzierung und Verbesserung der Investmentstrategie. Mit USD 731 Mio. gegenüber USD 599.5 Mio. in 2006 konnte der Broker seinen Umsatz in 2007 deutlich ausweiten und einen Jahresüberschuss von USD 111.1 Mio. gegenüber USD 97.9 Mio. im Vorjahr generieren.

Thinkorswim Group

Der Fokus des 1999 gegründeten, US-amerikanischen Online Brokers liegt auf Optionen, wobei das Unternehmen komplexe Optionsstrategien entwickelt und selbst Optionen auf Aktien, Indizes und Futures handelt. Thinkorswim entwickelt zudem elektronische Handelsplattformen, über die private und institutionelle Händler, mit Hilfe einer Software für ihren Desktop, Pocket PC, Blackberry oder Mini Browser, mobil handeln können, sowie einen Überblick über ihre Positionen, ihr Orderbuch und Kurse erhalten. Der Umsatz erhöhte sich 2007 von USD 170.3 Mio. auf USD 318.0 Mio., wodurch das Unternehmen, im Gegensatz zur Vorjahresperiode, einen positiven Jahresüberschuss in Höhe von USD 22.4 Mio. erwirtschaftete.

HCI Capital AG

HCI ist ein bankenunabhängiges Emissionshaus in Deutschland, mit über 112.600 Privatanlegern in den Bereichen Schiffsbeteiligungen, Immobilienfonds, Flugzeugfonds, Private Equity Dachfonds und Zweitmarktlebensversicherungsfonds, sowie für Vermögensaufbaupläne und strukturierte Produkte. Seit 1985 hat das Unternehmen in Deutschland, Österreich und der Schweiz 478 Kapitalanlagen mit einem Investitionsvolumen von EUR 13.97 Mrd. realisiert. Der Umsatzrückgang von EUR 145.6 Mio. im Jahre 2006 um 5.7 % auf EUR 137.3 Mio. in 2007, ging mit einem um 22,5% gesunkenen Konzernergebnis in Höhe von EUR 30.6 Mio. einher.

FCStone Group

FCStone ist ein breit aufgestelltes Handelsunternehmen, das seinen industriellen Kunden, Unternehmen aus der Landwirtschaft und dem Energie-, Rohstoff- und Lebensmittelsektor, Risikomanagement in Bezug auf Preise, Transport oder Wechselkurse anbietet. Mit einem globalen Netzwerk, bestehend aus 13 Büros in den USA und 5 Büros in Brasilien, Lateinamerika, Irland und China, unterstützt das Unternehmen seine Kunden bei der Entwicklung von Finanzstrategien zur Stabilisierung von Kosten und zur Gewinnmaximierung und erstellt Marktanalysen für eine Vielzahl von Gütern. Zudem handelt FCStone mit Futures und anderen Derivaten auf Güter, wie auch mit Gütern selbst und führt Transaktionen zwischen Produzenten und Endverbrauchern aus. Der Umsatz wurde 2007 von USD 181.9 Mio. auf USD 257.5 Mio. ausgeweitet wobei der Gewinn mit 117% überproportional von USD 15.3 Mio. auf USD 33.3 Mio. gesteigert wurde.

SWOT – Analyse

Stärken

- Hohe Reputation im Bereich der Produktinnovationen durch prämierte und sich gut entwickelnde Finanzprodukte
- Sehr erfolgreiche Entwicklung des in 2007 und 2008 prämierten Dach-Hedgefonds HI Varengold CTA Hedge katapultiert Varengold in die Liga der großen Asset Management Gesellschaften wie DWS, Deka oder Union Investment
- Integriertes Geschäftsmodell reduziert Risiko und sorgt mit fortschreitendem Wachstum über Skaleneffekte im Brokerage für Profitabilität und Wettbewerbsfähigkeit
- Schlanke und effiziente Strukturen im Management
- Wichtige Mitarbeiter in Schlüsselpositionen mit Aktien maßgeblich am Unternehmenserfolg beteiligt (anreizkompatibles Entlohnungssystem)
- In Deutschland einer der wenigen Experten für Managed Futures
- Profitabler Nischenanbieter
- Weltweites und wachsendes Netzwerk erfahrener und zertifizierter Derivatehändler und Commodity Trading Advisors (CTAs)
- Geschäftsmodell bildet gesamte Wertschöpfungskette ab

Schwächen

- Geringe Bekanntheit der Varengold Wertpapierhandelsbank AG
- Abwicklungsvolumen über die proprietären, elektronischen Handelssysteme zur Zeit noch gering
- Geringe Fungibilität der Varengold-Aktie schreckt potenzielle Investoren ab, so dass werthaltige Informationen nicht eingepreist werden
- Keine Diversifikation im Brokerage durch ausschließlichen Fokus auf Alternative Investments

Chancen

- Dach-Hedgefonds HI Varengold CTA Hedge dominiert andere Anlageformen durch Rendite-Risiko-Struktur. Effektive Vertriebsmaßnahmen eröffnen enormes Wachstumspotenzial des Fondsvolumens, an dessen Entwicklung Varengold in Form von Gebühren partizipiert.
- Gegenwärtige Finanzkrise erhöht Bekanntheit von und Nachfrage nach Alternativen Investments
- Erhöhung der Profitabilität durch Ausweitung des Abwicklungsvolumens aufgrund innovativer Finanzprodukte
- Beschleunigtes Wachstum durch internationale Expansion und weitere Akquisitionen

Risiken

- Wegfall von strategischen Partnern in der Produktentwicklung und dem Vertrieb mit negativen Auswirkungen auf Profitabilität und Wettbewerbsposition
- Wechselkursrisiko durch außerhalb der Eurozone anfallende Erträge und Aufwendungen
- Verschärfung der Wettbewerbssituation mit zunehmendem Preisdruck
- Klumpenrisiko innerhalb des Beteiligungsportfolios aufgrund hoher Korrelation der Zielmärkte

Tabellenanhang

Varengold Wertpapierhandelbank AG - Gewinn- und Verlustrechnung

	12/05	12/06	12/07	12/08e	12/09e	12/10e
	Mio. EUR	Mio. EUR	Mio. EUR	Mio. EUR	Mio. EUR	Mio. EUR
Zinserträge	140,3	298,0	723,4	799,8	933,1	1.066,5
Veränderungen in %	-21,6%	112,4%	142,8%	10,6%	16,7%	14,3%
Zinsaufwendungen	3,7	3,5	42,0	44,9	48,1	51,3
Veränderungen in %	-52,5%	-7,4%	1114,9%	6,9%	7,1%	6,7%
Zinsüberschuss	137	295	681	755	885	1.015
Laufende Erträge aus Beteiligungen	31,2	0,0	0,0	12,3	11,5	10,7
Veränderungen in %	-47,8%	-100,0%	n.a.	n.a.	-6,6%	-7,1%
Gebühren und Provisionserträge	5.825,3	6.130,2	8.234,7	9.411,6	10.426,3	11.324,9
Veränderungen in %	3,8%	5,2%	34,3%	14,3%	10,8%	8,6%
Gebühren und Provisionsaufwendungen	4.270,4	4.506,3	6.380,7	6.831,9	7.616,6	8.401,3
Veränderungen in %	10,3%	5,5%	41,6%	7,1%	11,5%	10,3%
Gebühren und Provisionsergebnis	1.555	1.624	1.854	2.580	2.810	2.924
Ergebnis aus zum Fair Value bewerteten Finanzanlagen	0,0	-86,2	1.119,4	0,0	0,0	0,0
Personalaufwand	803,0	916,4	960,3	1.089,2	1.180,8	1.272,4
Veränderungen in %	3,3%	14,1%	4,8%	13,4%	8,4%	7,8%
Andere Verwaltungsaufwendungen	1.228,5	1.271,4	1.622,7	1.699,5	1.857,9	2.016,2
Veränderungen in %	11,8%	3,5%	27,6%	4,7%	9,3%	8,5%
Allgemeine Verwaltungsaufwendungen gesamt	2.031	2.188	2.583	2.789	3.039	3.289
Sonstige betriebliche Erträge	749,6	245,6	428,9	537,2	594,2	651,3
Sonstige betriebliche Aufwendungen	20,7	9,7	6,8	6,8	6,8	6,8
Sonstiges betriebliches Ergebnis	729	236	422	530	587	644
Abschreibungen auf Sachanlagen und immat. Vermögensgegenstände	129,4	161,5	190,1	249,7	304,1	338,0
Abschreibungen auf Forderungen und Wertpapiere	211,4	1,4	28,9	64,5	61,1	57,7
Ergebnis vor EE-Steuern	79	-283	1.275	774	890	910
EE-Steuern	-1,3	79,7	-141,6	-232,3	-266,9	-272,9
Steuerquote (%)	1,7%	28,2%	11,1%	30,0%	30,0%	30,0%
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	78	-203	1.133	542	623	637
Anteile Dritter	-15,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter	62,8	-203,0	1.133,4	542,1	622,9	636,7
Veränderung (%)	-32,3%	n.a.	n.a.	-52,2%	14,9%	2,2%
Bereinigungen	0,0	86,2	-1.119,4	0,0	0,0	0,0
Bereinigtes Ergebnis	62,8	-116,8	13,9	542,1	622,9	636,7
Veränderung (%)	-32,3%	n.a.	n.a.	n.a.	14,9%	2,2%
Ergebnis je Aktie (EUR)	0,05	-0,09	0,01	0,41	0,47	0,48
Veränderung (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

Varengold Wertpapierhandelbank AG - Bilanz

Aktiva	12/05	12/06	12/07	12/08e	12/09e	12/10e
	Mio. EUR	Mio. EUR	Mio. EUR	Mio. EUR	Mio. EUR	Mio. EUR
Barreserve	11,6	1,0	5,7	4,5	55,2	3,9
Forderungen an Kreditinstitute	488,3	706,5	2.325,3	2.513,1	2.688,6	3.053,3
Forderungen an Kunden	978,4	882,4	2.078,0	2.385,9	2.598,7	2.755,6
Risikovorsorge	-42,5	-42,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlagen	570,8	234,8	1.479,2	1.479,2	1.479,2	1.479,2
Sachanlagen	231,0	221,3	233,2	260,5	299,4	388,4
Immatrielle Vermögenswerte	52,3	88,5	731,0	1.014,7	1.113,0	1.204,0
Ertragsteueransprüche aus laufenden Steuern	0,0	9,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Ertragsteueransprüche aus latenten Steuern	218,3	324,1	363,1	300,1	374,6	449,2
Sonstige Aktiva	11,7	5,5	24,1	29,8	33,4	40,0
Summe Aktiva	2.520	2.431	7.240	7.988	8.642	9.374
Passiva						
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	3,3	62,6	13,1	40,8	48,5	56,2
Verbindlichkeiten gegenüber Kunden	55,0	1,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Rückstellungen	25,0	0,0	140,0	119,1	146,1	173,0
Sonstige Passiva	824,4	1.091,4	1.013,6	1.213,0	1.164,3	1.269,9
Eigenkapital	1.612,1	1.275,6	6.072,9	6.615,0	7.283,5	7.874,6
Gezeichnetes Kapital	227,0	1.004,2	1.332,3	1.332,3	1.332,3	1.332,3
Kapitalrücklage	779,0	78,7	3.414,4	3.414,4	3.414,4	3.414,4
Gesetzliche Rücklage	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7
Andere Gewinnrücklagen	16,7	306,1	306,1	306,1	306,1	306,1
Verlustvortrag vor Verwendung	0,0	87,9	-115,1	1.018,3	1.560,4	2.183,3
Jahresüberschuss/-fehlbetrag	587,6	-203,0	1.133,4	542,1	622,9	636,7
Summe Passiva	2.520	2.431	7.240	7.988	8.642	9.374

Varengold Wertpapierhandelbank AG - Bilanz in %

Aktiva	12/05	12/06	12/07	12/08e	12/09e	12/10e
	Mio. EUR	Mio. EUR	Mio. EUR	Mio. EUR	Mio. EUR	Mio. EUR
Barreserve	0,5%	0,0%	0,1%	0,1%	0,6%	0,0%
Forderungen an Kreditinstitute	19,4%	29,1%	32,1%	31,5%	31,1%	32,6%
Forderungen an Kunden	38,8%	36,3%	28,7%	29,9%	30,1%	29,4%
Risikovorsorge	-1,7%	-1,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Finanzanlagen	22,7%	9,7%	20,4%	18,5%	17,1%	15,8%
Sachanlagen	9,2%	9,1%	3,2%	3,3%	3,5%	4,1%
Immatrielle Vermögenswerte	2,1%	3,6%	10,1%	12,7%	12,9%	12,8%
Ertragsteueransprüche aus laufenden Steuern	0,0%	0,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ertragsteueransprüche aus latenten Steuern	8,7%	13,3%	5,0%	3,8%	4,3%	4,8%
Sonstige Aktiva	0,5%	0,2%	0,3%	0,4%	0,4%	0,4%
Summe Aktiva	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Passiva						
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	0,1%	2,6%	0,2%	0,5%	0,6%	0,6%
Verbindlichkeiten gegenüber Kunden	2,2%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige Rückstellungen	1,0%	0,0%	1,9%	1,5%	1,7%	1,8%
Sonstige Passiva	32,7%	44,9%	14,0%	15,2%	13,5%	13,5%
Eigenkapital	64,0%	52,5%	83,9%	82,8%	84,3%	84,0%
Gezeichnetes Kapital	9,0%	41,3%	18,4%	16,7%	15,4%	14,2%
Kapitalrücklage	30,9%	3,2%	47,2%	42,7%	39,5%	36,4%
Gesetzliche Rücklage	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Andere Gewinnrücklagen	0,7%	12,6%	4,2%	3,8%	3,5%	3,3%
Verlustvortrag vor Verwendung	0,0%	3,6%	-1,6%	12,7%	18,1%	23,3%
Jahresüberschuss/-fehlbetrag	23,3%	-8,3%	15,7%	6,8%	7,2%	6,8%
Summe Passiva	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Varengold Wertpapierhandelbank AG - Kennziffern

	12/05	12/06	12/07	12/08e	12/09e	12/10e
Kennziffern je Aktie						
Ergebnis je Aktie (EUR)	0,05	-0,15	0,85	0,41	0,47	0,48
Ber. Ergebnis je Aktie (EUR)	0,05	-0,09	0,01	0,41	0,47	0,48
KGV (bereinigt)			388,97	11,06	9,63	9,42
Dividende je Aktie (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dividendenrendite (%)	n/m	0%	0%	0%	0%	0%
Buchwert je Aktie (EUR)	1,12	1,10	3,33	3,44	3,70	4,06
Kurs / Buchwert			1,22	1,31	1,22	1,11
Margen und Kennzahlen (in %)						
Sonstiges betriebliches Ergebnis / Gesamtertrag	10,81%	3,53%	4,50%	4,93%	4,91%	4,94%
Zinsüberschuss / Gesamtertrag	2,02%	4,41%	7,26%	7,01%	7,40%	7,78%
Laufende Erträge aus Beteiligungen / Gesamtertrag	0,46%	0,00%	0,00%	0,11%	0,10%	0,08%
Gebühren und Provisionsergebnis / Gesamtertrag	23,05%	24,33%	19,75%	23,97%	23,48%	22,40%
Rohertragsmarge	36,34%	32,28%	31,51%	36,03%	35,88%	35,19%
EBT-Marge	1,18%	-4,24%	13,58%	7,20%	7,44%	6,97%
Umsatzrendite	0,93%	-3,04%	12,07%	5,04%	5,21%	4,88%
Verwaltungsaufwand / Kosten	43,82%	46,72%	38,85%	38,74%	37,81%	37,14%
Abschreibungen / Kosten	7,35%	3,48%	3,29%	4,36%	4,54%	4,47%
Eigenkapitalquote	63,97%	52,47%	83,88%	82,81%	84,28%	84,01%
Finanzverbindlichkeiten / Eigenkapital	0,21%	4,91%	0,22%	0,62%	0,67%	0,71%
Kosten / Ertrag	63,66%	67,72%	68,49%	63,97%	64,12%	64,81%
Eigenkapitalrenditen (ROE)						
Eigenkapitalrendite vor Steuern	4,92%	-22,16%	20,99%	11,71%	12,22%	11,55%
Eigenkapitalrendite nach Steuern	3,89%	-15,91%	18,66%	8,20%	8,55%	8,09%
Ber. Eigenkapitalrendite nach Steuern	3,89%	-9,15%	0,23%	8,20%	8,55%	8,09%
Investment-Kennziffern						
Marktkapitalisierung / Ertrag			0,58	0,56	0,50	0,46
Marktkapitalisierung			5.421	5.994	5.994	5.994
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten			13,15	40,81	48,49	56,18
Liquide Mittel			3.345	3.731	3.908	4.327
Nettoverschuldung			-3.331	-3.690	-3.860	-4.271
Enterprise Value			2.103	2.345	2.183	1.779

Concord Investmentbank AG
Große Gallusstraße 9
60311 Frankfurt am Main
Tel.: 069/50951-0
Fax: 069/50951-8200

Disclaimer © 2007 Herausgeber: Concord Investmentbank AG, Große Gallusstraße 9, D 60311 Frankfurt. Alle Rechte vorbehalten.

Obwohl die in dieser Veröffentlichung enthaltenen Informationen aus sorgfältig ausgesuchten Quellen stammen, die wir für zuverlässig und vertrauenswürdig halten, können wir nicht für die Genauigkeit, Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen garantieren. Jede in dieser Veröffentlichung geäußerte Meinung gibt das gegenwärtige Werturteil des Autors wieder und entspricht nicht notwendigerweise der Meinung der Concord Investmentbank AG und/oder einer Tochtergesellschaft oder eines verbundenen Unternehmens der Concord-Gruppe und/oder eines Stellvertreters oder Mitarbeiters. Die in dem Bericht wiedergegebenen Meinungen und Einschätzungen geben nur die an dem auf der ersten Seite der Studie genannten Datum vertretene Sichtweise wieder und können ohne Ankündigung geändert werden. In dem vom Gesetz erlaubten Umfang übernehmen weder der Autor noch die Concord Investmentbank AG sowie Tochtergesellschaften und verbundene Unternehmen der Concord-Gruppe irgendeine Haftung für die Verwendung dieses Dokuments oder seines Inhalts. Der Bericht dient nur zu Informationszwecken und stellt kein Angebot oder eine Aufforderung, einen Rat oder eine Empfehlung zum Kauf oder Verkauf der genannten Wertpapiere dar und ist auch nicht als solches auszulegen. Privatkunden sollten sich beraten lassen und sich darüber bewusst sein, dass die Preise und Erträge von Wertpapieren ebenso fallen wie steigen können und dass in Bezug auf die zukünftige Performance der genannten Wertpapiere keine Zusicherungen oder Garantien gegeben werden können. Nachdruck, Weiterverbreitung sowie Veröffentlichung dieses Berichts und seines Inhalts im Ganzen oder in Teilen ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung der Concord Investmentbank AG gestattet. Mit der Annahme dieses Dokuments erklären Sie sich damit einverstanden, an die vorstehenden Bestimmungen gebunden zu sein.

Wesentliche Informationsquellen: Memorandum of Association of Association of getmobile europe plc, Management, Geschäftsberichte, Veröffentlichungen der Peer group Unternehmen, Wirtschafts- und Fachpresse, Informationsdienste (Bloomberg, Thomson Financial), veröffentlichte Statistiken.

Zusammenfassung der bei der Erstellung der Analyse genutzten Bewertungsgrundlagen und -methoden: Kapitalwertverfahren (Shareholder value Analyse) und Kennzahlenbewertung. Die Bewertungsparameter sind äußerst sensitiv und können sich kurzfristig ändern, ohne dass die Concord Investmentbank AG hierüber informiert.

Die Concord Investmentbank AG und/oder Tochtergesellschaften oder verbundene Unternehmen der Concord-Gruppe halten zum Zeitpunkt der Veröffentlichung der Studie keine Beteiligung am analysierten Unternehmen.

Die Concord Investmentbank AG betreut die analysierten Wertpapiere als Market Maker an der Börse oder am Markt. Daher kann nicht ausgeschlossen werden, dass die Concord Investmentbank AG oder Tochtergesellschaften oder verbundene Unternehmen der Concord-Gruppe und/oder Stellvertreter oder Mitarbeiter derselben einen Handelsbestand bzw. Long- oder Shortpositionen in den in diesem Bericht genannten Wertpapieren oder verwandten Wertpapieren halten.

Der Analyst hält keinen Bestand in den analysierten Wertpapieren. Die Vergütung des Analysten ist weder an eine spezifische Finanztransaktion noch an Börsenumsätze oder Vermögensverwaltungsgebühren gekoppelt.

Bei den verwendeten Kursen handelt es sich um Tagesendkurse (20:00 Uhr) der London Stock Exchange (AIM) am Vortag (bezogen auf das Veröffentlichungsdatum).

Zuständige Aufsichtsbehörde ist die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).