

Bartercard plc

Stärken und Chancen

- *Aussichtsreicher Markt:* Als Vermittler und Makler für den Tauschhandel bewegt sich Bartercard in einer Branche, die durch eine steigende Akzeptanz des Tauschgeschäfts bei gleichzeitig sinkenden Transaktionskosten weiterhin starkes Wachstum aufweisen dürfte.
- *Marktführerschaft:* Mit über 130 Niederlassungen in 20 Ländern ist Bartercard nach eigenen Angaben der weltweit führende Marktplatz und Vermittler für kommerziellen Tauschhandel.
- *Börsennotierung:* Die durch ein Reverse Take Over im April 2005 erreichte Börsennotierung erleichtert die Kapitalaufnahme und bedeutet einen Imagegewinn für das trotz seiner Größe in Europa noch weitgehend unbekanntes Unternehmen.
- *Unterbewertung:* Unser Prognose- und Bewertungsmodell offenbart einen fairen Wert von 20 Pence pro Aktie und damit ein Aufwärtspotential von über 44 Prozent.

Schwächen und Risiken

- *Fehlende Transparenz:* Bedingt durch die sehr kurze Börsenhistorie des Unternehmens und eine dezentrale Konzernstruktur ist die Informationsbasis noch schmal. Der nächste Jahresabschluss sollte hier aber Abhilfe schaffen.
- *Hoher Finanzierungsbedarf:* Zur Finanzierung des bisherigen Wachstums mussten bereits erhebliche Mittel aufgebracht werden. Auch die zukünftigen Expansionspläne können nur dann in dem geplanten Ausmaß umgesetzt werden, wenn die notwendigen Mittel erfolgreich akquiriert werden.

Spekulativ Kaufen (Ersteinschätzung)

Aktueller Kurs **13,50 Pence**

Stammdaten

ISIN	GB0033432856
Branche	Unternehmensdienstleistung
Sitz der Gesellschaft	Richmond, GB
Internet	www.bartercard.com
Ausstehende Aktien	248,9 Mio. Stück
Datum der Erstnotiz	April 2005
Marktsegment	AIM London
Marktkapitalisierung	33,6 Mio. GBP
Free Float	ca. 12%

Kursentwicklung



Quelle: Market Maker

Hoch / Tief (6 Monate)	20,50 Pence / 9,50 Pence
Performance (6 Monate)	- 31 %
Ø-Umsatz (30 Tage)	ca. 40 Tsd. brit. Pfund

Kennzahlen

Geschäftsjahr (endet 31.03.)	05/06(e)	06/07(e)	07/08(e)
Umsatz (Mio. A-Dollar)	60,0	78,00	101,40
EpS (A-Dollar)*	0,01	0,02	0,03
Dividende / Aktie (A-Dollar)	-	-	-
KGV	33,1	15,7	10,4
KUV	1,32	1,02	0,78

* auf Basis von 248,9 Mio. Aktien

Unternehmensprofil

B2B - Tauschhandel

In seinem Kerngeschäft fungiert Bartercard als Vermittler und Marktplatz für Tauschhandelsaktivitäten seiner Kunden. Dazu gehören vor allem kleine und mittlere Unternehmen, die vom Leistungsaustausch in mehrfacher Hinsicht profitieren: Sie können innerhalb des Tauschrings neue Kunden akquirieren und so ihre Auslastung erhöhen, sie schonen beim Einkauf ihre Liquidität und sie können schließlich beim Bezahlen mit eigenen Produkten und Dienstleistungen die Handelsmargen selbst vereinnahmen. Das Leistungsspektrum von Bartercard umfasst dabei die Erfassung und Bekanntgabe der im Tauschring angebotenen und nachgefragten Güter, die Unterstützung bei der Anbahnung von Geschäften sowie die „finanzielle“ Abwicklung der Transaktion. Letzteres erfolgt durch Gut- bzw. Lastschriften der eigenen Verrechnungseinheit, des Trade Dollars (T\$), auf die bei Bartercard geführten Konten der teilnehmenden Gesellschaften.

Weltweit führend

Mittlerweile hat sich das 1991 in Australien gegründete Unternehmen nach eigenen Angaben zum weltweit größten Anbieter seiner Art entwickelt. Es besitzt in fast 20 Ländern über 130 Büros, in denen ungefähr 1.000 Mitarbeiter beschäftigt sind. Das von den mehr als 70.000 Kunden über Bartercard umgesetzte Handelsvolumen belief sich allein zwischen April und September des letzten Jahres auf über 1,25 Mrd. Australische Dollar (A-Dollar).

Börsennotierung durch Reverse Take Over

Seit April 2005 verfügt Bartercard nun auch über eine Börsennotierung am Londoner Alternative Investment Market (AIM), dem Pendant zum ehemaligen Neuen Markt der deutschen Börse. Die Notierungsaufnahme erfolgte allerdings nicht in Form eines klassischen IPO, sondern über einen Aktientausch mit einer bereits gelisteten Gesellschaft, der Universal Direct Group plc (UDG). Gegen 100 Prozent der Anteile an der auf den Bermudas ansässigen Bartercard International Ltd., dem bisherigen Mutterunternehmen der gesamten Bartercard-Gruppe, erhielten die Bartercard-Aktionäre 217 Mio. neue Aktien und damit 95,9 Prozent des stimmberechtigten Kapitals von UDG. Als Alleineigentümer von Bartercard International Ltd. und damit als – indirekter – Eigentümer aller weiteren Beteiligungen nimmt seitdem die in Bartercard plc umfirmierte UDG die Holdingfunktion wahr.

Reverse Logistics

Neben der Börsennotierung und damit einhergehend einem erleichterten Zugang zum Kapitalmarkt sowie einem erhöhten Bekanntheitsgrad brachte die Transaktion auch ein neues Geschäftsfeld für Bartercard: Reverse Logistics. Hierbei handelt es sich um das bisherige Kerngeschäft von UDG, bei dem die bei Einzelhändlern liegen gebliebenen Waren aufgekauft und auf alternativen Wegen, zum Beispiel an Restpostenläden, weiter vertrieben wurden. Anders als bei den übrigen Aktivitäten von UDG, die mittlerweile eingestellt wurden, verspricht sich Bartercard hiervon hohe Synergien zu dem Tauschhandelnetzwerk.

Markt und Strategie

Großes Marktvolumen

Nach einer Erhebung der International Reciprocal Trade Association (IRTA), zu deren Gründungsmitgliedern Bartercard gehört, gab es 2004 weltweit etwa 700 Unternehmen, die zwischenbetrieblichen Tauschhandel entweder als Broker bzw. Marktplatz organisieren oder als aktive Teilnehmer für ihre Kunden die Transaktionen durchführen. Insgesamt belief sich das über diese Unternehmen abgewickelte Handelsvolumen im Jahr 2004 auf 8,25 Mrd. US-Dollar, wovon mehr als die Hälfte (4,4 Mrd.) auf Nord- und Lateinamerika entfallen. Es folgen die Regionen Australien/Asien und Europa/Mittlere Osten mit Volumina von 1,85 respektive 1,8 Mrd. US-Dollar.

Enormes Zuwachspotential

Da damit derzeit lediglich knapp ein Prozent aller Unternehmen auf Tauschhandel zurückgreifen und das entsprechende Volumen lediglich ca. 0,25 Prozent der globalen Unternehmensausgaben ausmacht, ist das Zuwachspotential riesig. So würde nach einer Beispielrechnung der IRTA ein Anwachsen des Tauschhandelanteils auf vier Prozent der Unternehmensausgaben ein Transaktionsvolumen von weit über 100 Mrd. US-Dollar bedeuten. Die Erwartung, dass der Tauschhandel tatsächlich auf dem Vormarsch ist, beruht dabei in erster Linie auf dem Fortschritt in der Telekommunikation und in der Informationsverarbeitung, die zu einer massiven Senkung der mit dem Tauschhandel verbundenen Such-, Anbahnungs-, Abschluss- und Abwicklungskosten führt. Darüber hinaus erhöht die mühelose globale Vernetzung der Tauschwilligen die Vielfalt von Angebot und Nachfrage und verbessert damit die Realisationsmöglichkeiten der in einem solchen Tauschring erworbenen Guthaben.

Zersplittertes Wettbewerbsumfeld

Der kommerzielle Tauschhandel in seiner heutigen Form existiert erst seit ca. 25 Jahren, so dass die Konzentration der Branche noch kaum fortgeschritten ist. Die stärkste Zersplitterung kann in Nordamerika beobachtet werden, wo 500 Unternehmen ihr teilweise lokal begrenztes Geschäft betreiben. Der größte dort aktive Wettbewerber ist die in New York notierte ITEX Corporation, die mit ihren 22.000 Mitgliedern ein Handelsvolumen von ca. 250 Mio. US-Dollar im Jahr generiert und damit deutlich kleiner als Bartercard ist. Auch der andere börsennotierte Konkurrent, die International Monetary Systems Ltd. aus Wisconsin, kommt mit einem Transaktionsvolumen von 37 Mio. US-Dollar und einem Umsatz von 4,7 Mio. US-Dollar (beides 2004) nicht an die Dimension von Bartercard heran.

Mehrstufiges Geschäftsmodell

Eine Ursache für die starke Zersplitterung des Marktes ist, neben seinem geringen Alter, die für die Vermittlungstätigkeit notwendige lokale und regionale Verankerung des Geschäfts. Bartercard begegnet dieser Anforderung durch ein mehrstufiges Lizenzierungs- und Franchisesystem. Die Muttergesellschaft sieht ihre Aufgabe vornehmlich darin, die geschützte Marke sowie die entsprechende

Software zu entwickeln und in Form von Länderlizenzen zu vermarkten. Die Lizenznehmer ihrerseits, die von Bartercard zudem geschult und unterstützt werden, bauen in ihren Lizenzgebieten Franchisenetze von regionalen Maklern auf. Für die Überlassung der Lizenz sowie für den laufenden Support enthält Bartercard einen Anteil an den Transaktionsgebühren der Lizenznehmer sowie eine einmalige Lizenzgebühr in Höhe von – je nach Land – 0,4 Mio. bis 5 Mio. US-Dollar. Darüber hinaus beteiligt sich Bartercard üblicherweise in einem geringen Umfang (10 bis 15 Prozent) an dem Unternehmen des Lizenznehmers. Vor allem aufgrund des auf Transaktionsgebühren basierenden Einnahmemodells profitiert das Unternehmen somit nicht nur von den eigenen Vertriebsbemühungen und dem Verkauf von Länderlizenzen, sondern partizipiert unmittelbar auch vom Wachstum der Lizenznehmer.

Eigenlizenzen

Dieses Modell findet allerdings nicht in allen Märkten Anwendung. Insbesondere im Stammland von Bartercard, in Australien, liegt die Beteiligungsquote bei 100 Prozent, so dass die operative Tätigkeit hier in Eigenregie betrieben wird. Diese historisch gewachsene Situation hat für Bartercard den Vorteil, vollumfänglich am Erfolg seines größten Marktes partizipieren zu können. Auch in Großbritannien, wohin bereits 1996 eine Landeslizenz verkauft worden ist, wurde die Anteilsmehrheit aufgrund der unbefriedigenden Geschäftsentwicklung im Dezember 2001 zurück erworben. Angesichts des dort anschließend erfolgreich vollzogenen Turnarounds hat sich der Lizenzrückkauf als eine attraktive strategische Option erwiesen, die im Jahr 2005 zur Rückerwerbung der Aktivitäten in den USA sowie in den Vereinigten Arabischen Emiraten geführt hat.

Internationale Expansion

Ein elementarer Bestandteil der Bartercard-Geschäftsstrategie ist die internationale Expansion. Ausgehend vom Heimatmarkt Australien wurden zunächst die geographisch nahe liegenden Märkte Neuseeland und Südasiens erschlossen. Dort ist Bartercard mittlerweile in Sri Lanka, Hongkong und Thailand vertreten. Ein weiterer Schwerpunkt wurde auf den Nahen Osten mit Dependancen in Jordanien, Kuwait, Libanon, den Vereinigten Arabischen Emiraten und Ägypten gelegt. Seit 1999 bzw. 2002 schließlich gibt es auch Bartercard-Vertretungen in den USA und in Russland, wobei jedoch insbesondere der amerikanische Ableger bis jetzt die Erwartungen nicht erfüllen konnte. Der Ausbau des Geschäfts in dieser Region sowie die Eroberung des dicht besiedelten und daher für Tauschhandel besonders aussichtsreichen Kontinentaleuropas sind die wichtigsten noch zu schließenden Lücken in der Bartercard-Weltkarte, die nach Unternehmensangaben im laufenden Jahr in Angriff genommen werden sollen.

Innovationen

Ein wichtiges Kriterium für die Akzeptanz des kommerziellen Tauschhandels ist die Einfachheit und Sicherheit der Transaktionsabwicklung. Ein wesentlicher Wettbewerbsvorteil gegenüber vielen Konkurrenten besteht deswegen in der von Bartercard eingesetzten Kartentechnik, die eine nahtlose Verbuchung der Gut-

schriften und Belastungen auf die Kundenkonten ermöglicht. Dazu werden die üblichen Terminals für Kreditkarten in Kooperation mit ausgewählten Banken um Bartercard-Funktionalitäten erweitert, so dass ein „Durchziehen“ der Karte genügt, um die Transaktionsdaten an die Kontendatenbank von Bartercard zu übermitteln. Die anderswo benötigten Verrechnungsschecks und der postalische Versand entfallen, so dass die Transaktionskosten nach Unternehmensangaben um bis zu 50 Prozent reduziert werden können. Um diese Technik möglichst vielen seiner Kunden zugänglich zu machen, wurde im Januar eine Kooperation mit den vier führenden australischen Banken vereinbart. Damit konnte eine fast flächendeckende Abdeckung des für Bartercard immer noch wichtigsten Einzelmarktes Australien erreicht werden.

E-Commerce

Eine weitere, rasch an Bedeutung gewinnende Innovation im Tauschhandel ist die Internetplattform bartercard.com, die ein nach Branchen sortiertes Verzeichnis, eine Auktionsseite und einen Online-Marktplatz enthält. Da der Zugang auf Bartercard-Kunden und damit auf Geschäftskunden begrenzt ist, stellen die Teilnehmer füreinander eine sehr attraktive Zielgruppe dar. Die Akzeptanz des Angebotes zeigt sich nicht zuletzt in der rasant steigenden Anzahl der eingestellten und recherchierbaren Produkte und Dienstleistungen. Nach dem Start in 2002 waren im letzten Jahr über 25.000 Einträge zu verzeichnen, die bis Dezember 2005 auf über 100.000 angestiegen sind. Nach Unternehmensangaben haben in dieser Zeit mehr als 32.000 Kunden die Plattform für ihre Transaktionen genutzt und dabei ein Volumen von über 100 Mio. Trade Dollars umgeschlagen.

Geschäftsentwicklung

Erfolgreiches Halbjahr

Aufgrund der im April vollzogenen Übernahme ist aussagekräftiges Zahlenwerk für das Unternehmen, wie es sich heute darstellt, naturgemäß nur in einem sehr begrenzten Umfang verfügbar. Insbesondere bestehen noch keine geeigneten Vergleichszahlen, sowie kein geprüfter und veröffentlichter Geschäftsabschluss. Die einzige Veröffentlichung stammt aus Dezember 2005 und bezieht sich auf den Sechsmonatszeitraum von April bis September des letzten Jahres. Demgemäß wurde in dieser Zeit ein Umsatz von 27,8 Mio. A-Dollar bei einem Nachsteuer-Überschuss von 0,56 Mio. A-Dollar erzielt. Gleichzeitig verzeichnete das Unternehmen ein Wachstum sowohl hinsichtlich der Kundenzahl (+6.700) als auch in Bezug auf die Anzahl der Niederlassungen, die um 10 auf nunmehr weltweit 130 angestiegen ist.

Turnaround bei Reverse Logistics

Belastet wurde das Ergebnis noch durch das defizitäre Altgeschäft von UDG, welches erst im Jahresverlauf durch Veräußerung bereinigt werden konnte. Das verbliebene Geschäftsfeld Reverse Logistics konnte von den erwarteten Synergien innerhalb des Bartercard-Netzwerks profitieren und – allein betrachtet – bei einem Umsatz von 2,6 Mio. A-Dollar einen geringen Überschuss in Höhe von

0,1 Mio. A-Dollar erwirtschaften. Ein Großteil der erzielten Konzernumsätze wurde allerdings von den alten Bartercard-Einheiten beigesteuert, wobei hier die laufenden Transaktionsgebühren den Löwenanteil ausmachen. Das Lizenzgeschäft an sich trug lediglich 0,43 Mio. A-Dollar zum Umsatz bei und blieb defizitär, was allerdings allein durch die bereits vereinbarten und spätestens bis März zu fakturierenden Lizenzverkäufe nach Südafrika, Saudi-Arabien und in die Türkei (in Summe fast 2 Mio. A-Dollar) im Jahresverlauf mehr als ausgeglichen werden sollte.

Bartercard UK

Eine besonders erfreuliche Entwicklung vollzog in den letzten Jahren der britische Ableger von Bartercard. Nach dem Rückkauf Ende 2001 wuchs die Kundenanzahl von 1.800 auf über 3.000. Auch das Transaktionsvolumen erhöhte sich zwischen 2002 und 2004 um 147 Prozent. Inzwischen ist Großbritannien mit dem Halbjahresumsatz von 8 Mio. A-Dollar der nach Australien wichtigste Markt für Bartercard. Die positive Veränderung hat sich auch in den Ergebnissen der gesamten Gruppe niedergeschlagen: Führten die Umstrukturierungskosten in Großbritannien das Nachsteuerergebnis des Konzerns im Jahr 2002 bei einem Umsatz von 42 Mio. A-Dollar noch mit 3,2 Mio. A-Dollar deutlich ins Minus, so gelang bereits ein Jahr später mit einem Jahresüberschuss von 0,85 Mio. A-Dollar die Rückkehr in die Gewinnzone. Zum 30.06.2004, dem letzten verfügbaren Bilanzstichtag vor der Übernahme, wurde ein Umsatz von 49,1 Mio. A-Dollar und ein Nachsteuerergebnis von 2,3 Mio. A-Dollar ausgewiesen.

(Mio. A-Dollar)	Geschäftsjahr 02/03	Geschäftsjahr 03/04	Veränderung
Umsatz	45,58	49,10	+7,7%
Jahresüberschuss	0,85	2,35	+176,5%

Geschäftsentwicklung von Bartercard; Quelle: Regulatory Announcement bei der LSE vom 24.02.05

Bartercard VEA

Als weitreichend könnte sich eine weitere Entwicklung erweisen: der Rückkauf der Anteile an Bartercard VEA. Durch die Aufrüstung der Niederlassung in den Vereinigten Arabischen Emiraten zu einer regionalen Zentrale und die Beschäftigung von eigenem arabischsprachigen Personal soll die Erschließung und Entwicklung der Märkte im Nahen und Mittleren Osten nun forciert werden. Das Unternehmen verspricht sich hiervon eine ähnliche Entwicklung, wie sie in Großbritannien nach dem Rückkauf zu beobachten gewesen ist. Außerdem erwartet man eine deutliche Kostenentlastung durch den Wegfall von zahlreichen Geschäftsreisen zwischen Australien und den Ländern in der Region.

Neue Finanzierungsmittel

Da neben den Vereinigten Arabischen Emiraten auch die Aktivitäten in den USA zurückerworben wurden und darüber hinaus auch die Transaktionen im Zusammenhang mit der Übernahme durch die UDG zu Abflüssen von liquiden Mitteln geführt haben, wurde im September eine Wandelanleihe in Höhe von 0,55 Mio. britischen Pfund (ca. 1,3 Mio. A-Dollar) bei Montgomery Equity Partners zu einem Zinssatz von sieben Prozent platziert. Zuvor haben bereits

Aktionäre und Vorstandsmitglieder dem Unternehmen gegen 3,12 Mio. neue Aktien frisches Kapital in Höhe von 0,5 Mio. britischen Pfund zugeführt. Von der Wandelanleihe wurde inzwischen ein Teil in 0,4 Mio. neue Aktien getauscht. Ende Februar konnte die Gesellschaft mit der erneuten Emission einer Wandelanleihe einen weiteren wichtigen Finanzierungserfolg vermelden. Diese von European Entertainment Investments Ltd. vollständig gezeichnete Emission hat ein Volumen von 4,14 Mio. britischen Pfund und soll innerhalb eines Jahres zu einem durchschnittlichen Ausübungspreis von 23 Pence in 18 Mio. neue Bartercard-Aktien getauscht werden. Darüber hinaus wurden dem Investor Optionen auf weitere 6 Mio. Aktien eingeräumt, die im Zeitraum von drei Jahren zu einem Preis von 32 Pence ausgeübt werden können.

Bewertung

Einfaches Ertragswertmodell

Das faire Bewertungsniveau von Bartercard ermitteln wir anhand eines einfachen Modells der Ertragsdiskontierung, das auf der Schätzung der wesentlichen Werttreiber Umsatz, Nettorendite und Eigenkapitalkosten beruht. Auf die typischen zusätzlichen Parameter und Annahmen des Discounted-Free-Cash-Flow-Modells verzichten wir, da deren Schätzung angesichts der noch sehr geringen Informationsbasis die Aussagekraft und Genauigkeit unserer Bewertungstaxe nicht verbessern würden.

Diskontierungszins nach CAPM 12,8 %

Den Diskontierungszins als Maß für die Eigenkapitalkosten bestimmen wir nach dem Capital Asset Pricing Model, wobei wir einen risikolosen Zinssatz von 4,3 Prozent (Umlaufrendite festverzinslicher englischer Wertpapiere) und eine langfristige Risikoprämie für Aktieninvestitionen von 5,3 Prozent ansetzen. Für die Risikoeinschätzung ist der aus Marktdaten statistisch ermittelbare Wert für den Betafaktor wegen der fundamentalen Transformation der Geschäftsaktivitäten im Zuge des Reverse Take Over nicht aussagekräftig. Zur Ableitung des systematischen Risikos orientieren wir uns daher an fundamentalen Faktoren. Insgesamt erscheint uns das Geschäftskonzept durch die Übertragung der operativen Risiken auf die Lizenz- und Franchisenehmer wenig risikoreich. In den Ländern, in denen das Geschäft in Eigenregie betrieben wird, handelt es sich zudem um bereits entwickelte Märkte mit einem festen Kundenstamm. Risikoreicher dürften demgegenüber die neuen Engagements in den Vereinigten Arabischen Emiraten und in den USA sein. Durch die Mehrheitsübernahme der dortigen Aktivitäten würden sich Rückschläge auf diesen Märkten auch auf die Ergebnisse der Holding spürbar auswirken. Da außerdem die Informationsbasis aufgrund der noch vergleichbar kurzen – dokumentierten – Historie bislang sehr schmal ist, sehen wir unsere Schätzungen mit größeren Unsicherheiten behaftet. Um auch diesem Aspekt gerecht zu werden, halten wir ein Beta von 1,6 für angemessen. Auf Basis dieser Annahmen ergibt sich ein Eigenkapitalkostensatz von 12,8 Prozent. Da

das Wachstum des Geschäftsvolumens mit der Expansion der gesamten Geschäftsaktivitäten in den adressierten Märkten sowie mit der zunehmenden Akzeptanz des Tauschhandels zwei langfristige Wachstumstreiber aufweist, halten wir eine „ewige Ertragswachstumsrate“ am Ende des Detailprognosezeitraums von zwei Prozent für realistisch.

Erwartung 2005/2006

Für das zweite Halbjahr des laufenden Geschäftsjahrs gehen wir davon aus, dass die Gesellschaft sowohl die Umsätze als auch das Ergebnis der ersten sechs Monate übertreffen wird. Dafür dürften allein schon die bereits publizierten Lizenzverkäufe sorgen. Auch dürfte sich der Umstand positiv auswirken, dass die Managementkapazitäten, die im ersten Halbjahr noch mit der Übernahme durch UDG gebunden waren, nun verstärkt für operatives Geschäft zur Verfügung stehen. Insgesamt schätzen wir deswegen den Jahresumsatz auf 60 Mio. A-Dollar und den Jahresüberschuss auf 2,4 Mio. A-Dollar.

Mehrere Wachstumstreiber

Wir erwarten, dass die Vorarbeiten der vergangenen Jahre zu einem beschleunigten und profitableren Wachstum in den nächsten Perioden verhelfen. Durch die Etablierung des Geschäfts in Großbritannien sowie durch die Börsennotierung in England und in Deutschland dürfte sich der Einstieg in die übrigen europäischen Märkte nun einfacher gestalten. Ein erfolgreicher Eintritt in diese Länder dürfte aufgrund der hohen Bevölkerungs- und damit auch Unternehmensdichte besonders lukrativ sein. Ein weiteres wichtiges Asset von Bartercard ist darüber hinaus die bereits erreichte Größe in Verbindung mit dem internetbasierten Transaktionssystem. Die damit verbundene große Reichweite wird die Bereitschaft weiterer Unternehmen, in das Netzwerk einzutreten, deutlich erhöhen.

Modellhafter Geschäftsverlauf für die Folgejahre

Auf Basis der erfolgten bzw. angekündigten Lizenzverkäufe sowie der sich wegen der bereits erreichten Größe des Netzwerks entfaltenden Eigendynamik gehen wir von einem kräftigen Wachstumsschub in den nächsten Jahren aus. Wir erwarten jährliche Zuwachsraten von bis zu 30 Prozent, die wir jedoch aus Vorsichtsgründen ab 2008/09 in großen Schritten auf 5 Prozent in 2012/13 reduzieren. Für die Umsatzrendite prognostizieren wir hingegen bis 2007/08 einen steigenden Verlauf und anschließend eine konstante Entwicklung. Da die Größe eines Tauschhandelsnetzwerks für die Teilnehmer zu den zentralen Auswahlkriterien gehört, dürfte die Preissensitivität der Kunden unterdurchschnittlich ausgeprägt und der Margendruck deshalb nur gering sein.

Geschäftsjahr (31.03.)	05/06	06/07	07/08	08/09	09/10	10/11	11/12	12/13
Umsatz (Mio. A-Dollar)	60,0	78,0	101,4	126,8	152,1	174,9	192,4	202,0
Wachstum		30%	30%	25%	20%	15%	10%	5%
Nettorendite	4,0%	6,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%
Gewinn (Mio. A-Dollar)	2,40	5,07	7,61	9,51	11,41	13,12	14,43	15,15
Gewinnwachstum		111%	50%	25%	20%	15%	10%	5%

***Fairer Wert 20,0 Pence
je Aktie***

Auf Basis der obigen Annahmen ergibt unsere Kalkulation einen Unternehmenswert von 114,9 Mio. A-Dollar bzw. 48,62 Mio. britischen Pfund (zum Kurs von 0,423). Pro Aktie errechnet sich ein fairer Wert von 0,46 A-Dollar bzw. 20 Pence. Gegenüber dem aktuellen Kurs von 13,50 Pence konstatieren wir somit auf Basis unseres Ertragswertmodells ein Kurspotential von fast 45 Prozent.

***Unser Anlageurteil:
„Spekulativ kaufen“***

In den letzten Jahren hat sich Bartercard zu dem weltweit führenden Unternehmen im Markt für den kommerziellen Tauschhandel entwickelt. Die inzwischen erreichte Größe, der hohe Internationalisierungsgrad und die bereits erzielten Gewinne bestätigen den eingeschlagenen Kurs. Die Kombination aus dezentralen Einheiten und einem einheitlichen Auftritt mit einer gemeinsamen EDV-Plattform wirkt überzeugend. Allerdings trägt die gewählte Unternehmensstruktur auch zu der geringen Transparenz der gesamten Gruppe bei. Es ist diesbezüglich zu erwarten, dass der für März anstehende Abschluss des ersten Geschäftsjahres als börsennotierte Gesellschaft dieses Defizit beseitigt. Nach Abwägung der genannten Chancen und Risiken sowie auf Basis der von uns festgestellten Unterbewertung sehen wir Bartercard als „spekulativen Kauf“. Vor dem Hintergrund der äußerst geringen Liquidität des Wertpapiers ist allerdings auf eine strenge Limitierung der Aufträge zu achten.

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

Tel.: + 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

Haftungsausschluss

Diese Finanzanalyse ist ausschließlich für Kapitalmarktteilnehmer in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt. Sie 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.**

Angaben gemäß §34b WpHG i.V.m. FinAnV

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

Ersteller der Studie ist Dipl.-Volkswirt Adam jakubowski (Finanzanalyst). Das für die Erstellung verantwortliche Unternehmen ist die Performaxx Research GmbH. Die Performaxx Research GmbH erstellt und veröffentlicht zu dem hier analysierten Unternehmen pro Jahr voraussichtlich eine Studie und zwei Updates. **Die genauen Zeitpunkte der nächsten Veröffentlichungen stehen noch nicht fest.** In den vorausgegangenen zwölf Monaten hat die Performaxx Research GmbH folgende Studien zu dem hier analysierten Unternehmen veröffentlicht:

Datum der Veröffentlichung Kurs bei Veröffentlichung Anlageurteil
(Keine, Ersteinschätzung)

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

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

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

In der vorliegenden Finanzanalyse sind folgende der o.g. möglichen Interessenkonflikte gegeben: 1), 2)

Urheberrecht

Dieses Werk ist einschließlich aller seiner Teile urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung von Performaxx unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung sowie Verarbeitung in elektronischen Systemen.