

## Sino AG

### Stärken und Chancen

- *Lukrative Marktnische:* Sino hat sich als Online-Broker auf die Zielgruppe der Heavy-Trader spezialisiert und damit in einer lukrativen Nische eines ansonsten hart umkämpften Marktes aussichtsreich positioniert. Derzeit verfügt Sino wohl über das vollständigste Angebot und beste Preis-Leistungs-Verhältnis für Heavy-Trader.
- *Gute Wachstumsperspektiven:* Sino hat sich durch die Erlösstandbeine Aktien Inland, Aktien Ausland, Futures/Optionen sowie Optionsscheine/Zertifikate bereits eine breite Wachstumsbasis geschaffen. Weiteren Zuwachs soll die rein web-basierte Software x-trader\_GO! sowie die Einbindung des weltweiten Devisenhandels (FOREX) bringen.
- *Moderate Bewertung:* Unter plausiblen Wachstumsannahmen ergibt sich für Sino ein nach der Ertragswertmethode ermittelter Marktwert des Eigenkapitals von 25,24 Mio. Euro bzw. 14,40 Euro je Aktie – also ein Aufwärtspotenzial von rd. 37 Prozent. Hinzu kommt eine Dividendenrendite um 5 Prozent für das Geschäftsjahr 2004/05.

### Schwächen und Risiken

- *Finanzstarke Konkurrenz:* Auch wenn das Marktpotenzial der Heavy-Trader für große Discountbroker nicht überaus attraktiv erscheint, sind diese prinzipiell doch so finanzstark, dass sie Sino massive Konkurrenz machen könnten.
- *Abhängigkeit von Marktzyklik:* Trotz der erfolgreichen Diversifizierung kann Sino sich nicht vollständig von der allgemeinen Marktverfassung abkoppeln und wird in längeren Baissephasen geschäftliche Einbußen hinnehmen müssen.

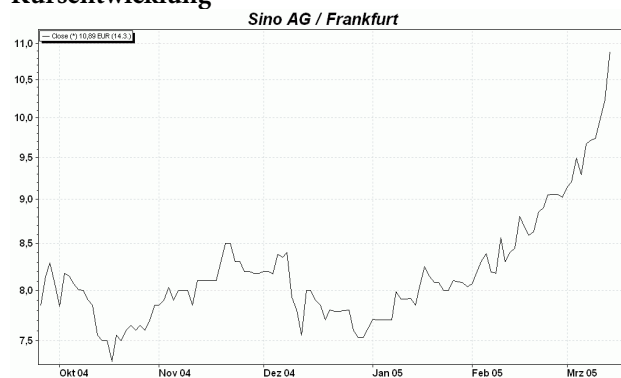
## Kaufen (Ersteinschätzung)

**Aktueller Kurs** 10,53 Euro

### Stammdaten

ISIN	DE0005765507
Branche	Online-Broker
Sitz der Gesellschaft	Düsseldorf
Internet	www.sino.de
Ausstehende Aktien	1.753.125 Stück
Datum der Erstnotiz	September 2004
Marktsegment	Geregelter Markt
Marktkapitalisierung	18,5 Mio. Euro
Free Float	ca. 40 %

### Kursentwicklung



Quelle: Market Maker

Hoch / Tief (3 Monate)	10,89 Euro / 7,53 Euro
Performance (3 Monate)	36 %
Ø-Umsatz (30 Tage)	ca. 146 Tsd. Euro / Tag

### Kennzahlen

Geschäftsjahr (endet 30.09.)	03/04	04/05(e)	05/06(e)
Gesamterlöse (Mio. EUR)	6,59	7,70	8,86
EpS (EUR)	0,41	0,68	0,81
Dividende / Aktie (EUR)	0,38	0,55	0,75
KUV	0,36	0,42	0,48
KGV	25,7	15,5	13,0
Dividendenrendite	3,6%	5,2%	7,1%

## Disclaimer

Die Informationen und Daten in diesem Dokument stammen aus Quellen, die die Performaxx Research GmbH (im folgenden Performaxx) für zuverlässig hält. Bezüglich der Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten übernimmt Performaxx jedoch keine Gewähr. Die Sino AG ist für die Richtigkeit und Vollständigkeit der übergebenen Unterlagen und erteilten Auskünfte selbst verantwortlich.

Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle Einschätzung der Autoren wider. Diese Einschätzung kann sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Weder die Autoren noch Performaxx haften für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art, die im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Studie stehen.

Performaxx und/oder ihre unmittelbaren oder mittelbaren Tochter- oder Beteiligungsunternehmen, Aktionäre, Führungskräfte und/oder ihre festen oder freien Mitarbeiter können eine Long- oder Shortposition in dem beschriebenen Wertpapier und/oder Optionen, Futures und andere Derivate, die auf diesem Wertpapier basieren oder andere Investments, die sich auf in diesem Bericht veröffentlichte Ergebnisse beziehen, halten oder künftig erwerben.

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.

Die in diesem Dokument publizierten Angaben begründen weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Anlageinstrumenten oder zum Tätigen sonstiger Transaktionen. 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.

Alle ausländischen Kapitalmarktregelungen, die die Erstellung, den Inhalt und Vertrieb von Research betreffen, sind anzuwenden und müssen vom Lieferanten wie vom Empfänger in jeder Hinsicht beachtet werden.

Mit der Entgegennahme dieses Dokuments erklären Sie sich einverstanden, dass die vorstehenden Regelungen für Sie bindend sind.

## **Inhalt**

<b>Disclaimer</b>	<b>2</b>
<b>Inhalt</b>	<b>3</b>
<b>Unternehmensprofil</b>	<b>4</b>
<b>Geschäftsentwicklung</b>	<b>6</b>
<b>Markt und Strategie</b>	<b>9</b>
<b>Bewertung</b>	<b>12</b>
<b>Über Performaxx</b>	<b>15</b>

## Unternehmensprofil

### *Börsengang ohne Kapitalerhöhung in 09/2004*

Die in Düsseldorf ansässige Sino AG wurde im März 1998 als GmbH gegründet und im September 2000 in eine Aktiengesellschaft umgewandelt. Im September 2004 erfolgte der Gang an die Börse durch Zulassung sämtlicher 1.753.125 Aktien zum Handel am Regierten Markt der Börse Düsseldorf. Eine Kapitalerhöhung ging mit dem Börsengang nicht einher, im Vorfeld wurden lediglich 103.125 neue Aktien zum Preis von 7 Euro an Kunden und Geschäftspartner ausgegeben. Das größte Aktienpaket an Sino halten mit insgesamt gut 35 Prozent die Gründer und jetzigen Vorstände Ingo Hillen und Matthias Hocke, gefolgt von HSBC Trinkaus & Burkhardt mit rd. 18 Prozent und weiteren Gründungsgesellschaftern mit schätzungsweise 7 Prozent. Die restlichen rd. 40 Prozent der Anteile befinden sich im Free Float, d. h. im Besitz von Kunden, Mitarbeitern und sonstigen Kleinaktionären.

### *Auf Heavy-Trader spezialisierter Broker*

Sino ist ein Broker mit Lizenz zur Anlage- und Abschlussvermittlung, der sich auf die Kundengruppe der sog. „Heavy-Trader“, also der aktivsten Händler mit extrem hohem Umschlag (von 100 und mehr Trades im Monat), spezialisiert hat. Dieser Kundengruppe bietet Sino eine technisch anspruchsvolle und funktional maßgeschneiderte Trading-Plattform einschließlich begleitender Dienstleistungen zu einem günstigen Preis an. Dabei verfolgt Sino eine „Multi-Channel-Access-Strategie“, d. h., den Kunden werden verschiedene Wege zur Abwicklung der Orders geboten: per Internet, per direkter Wählleitung (Dial-In) oder auch telefonisch.

### *Kernprodukt x-trader\_pro*

Kernstück der Handelsplattform ist die Trading-Software „x-trader\_pro“. Sie wird von der tick-IT GmbH programmiert, an der Sino mit 43,2 Prozent beteiligt ist (die restlichen Anteile liegen beim Management von Sino und tick-IT). Ab 25.000 Euro Mindestkapitaleinlage können Trader den x-trader\_pro nutzen. Er ist ein hoch integriertes Trading-Tool, das auf jedem Desktop-PC installiert werden kann und über das Internet mit dem Sino-Rechenzentrum verbunden ist. Es stellt umfangreiche, auf die Bedürfnisse von Heavy-Tradern zugeschnittene Handelsmöglichkeiten bereit, wie u.a.:

- den Echtzeithandel von Aktien an mittlerweile 25 nationalen und internationalen Börsenplätzen (u.a. XETRA, sämtliche deutschen und einige europäische Regionalbörsen, Nasdaq/NYSE/Amex, Euronext)
- das Shorten (Leerverkauf) und Crossen (Kauf und Verkauf an verschiedenen Handelsplätzen),
- den vor- und nachbörslichen Aktienhandel in den USA über Market Maker,

- den Handel mit Derivaten an EUREX (Futures, Optionen) und EUWAX (u.a. Optionsscheine, Zertifikate)
- den außerbörslichen Direkthandel von Aktien über Lang & Schwarz sowie von Optionsscheinen von fast allen namhaften Emittenten.

### *Vielzahl von Trading-Features*

Daneben bietet das Programm eine Vielzahl von Trading-Features wie Echtzeitkurse und -charts, vollen Einblick in die Orderbücher, Unterstützung diverser Ordertechniken (z.B. Iceberg-Orders, Dynabeat, Trailing Stops, Limitorders im Direkthandel, frei definierbare Orders über Hotkeys) sowie eine komfortable Depot- und Watchlistverwaltung. Über das Application Programming Interface (API) kann sogar eine individuelle Programmierung der Software vorgenommen werden, etwa zur Einbindung eigener Handelssysteme des Kunden. Zusätzlich kann bei Bedarf ein Realtime-Newsstream von Reuters abonniert werden.

### *Zweites Produkt: x-trader*

Neben dem x-trader\_pro, über dem mittlerweile rd. 70 Prozent aller Trades abgewickelt werden, bietet Sino noch den ursprünglichen x-trader. Dabei handelt es sich um ein Hardware-Terminal, das dem Kunden von Sino zur Verfügung gestellt und über Telefonleitung (Dial-In-Access) an das Sino-Rechenzentrum angebunden wird. Es bietet dem Kunden das originale RTD-Frontend der Realtime Systems Group, wie es in den Handelssälen vieler Banken zum Einsatz kommt. Zwar bietet der x-trader längst nicht die Funktionsbreite wie der x-trader\_pro, dennoch wird er noch von einigen ehemaligen Brokern und Bankern genutzt, die sich an diese Oberfläche gewöhnt haben.

### *Abwicklungspartner HSBC Trinkaus & Burkhardt*

Preislich kann Sino – bedingt durch den sehr hohen Umschlag seiner Kunden – ein selbst für Discountbroker niedriges Niveau anbieten. Der x-trader\_pro beispielsweise kostet 49 Euro im Monat und ist ab 500.000 Euro monatlichem Trading-Volumen gebührenfrei. Die Orderprovision beträgt je nach Trading-Volumen zwischen 0,10 und 0,15 Prozent, mit einem Minimum bei 6 bis 8 Euro und nach oben bei 50 bis 75 Euro. Für sehr aktive Trader werden bei XETRA-Geschäften alternativ auch Flat-Fees zwischen 35 und 12,50 Euro angeboten, im Direkthandel mit bestimmten Partnern (sog. „BluePartner“) sind die Gebühren sogar noch niedriger. Möglich werden diese Discountpreise auch durch das schlanke Geschäftsmodell. So lässt Sino sämtliche Depots und Konten seiner Kunden durch seinen Kooperations- und Abwicklungspartner HSBC Trinkaus & Burkhardt führen. Sino selbst hat also weder die Kosten (und Risiken) noch die Einkünfte des typischen Bankgeschäfts, resultierend aus administrativen Leistungen, Zinsmargen und dem Verkauf von Finanzprodukten, sondern verdient ausschließlich an der Vermittlung von Wertpapier- und Derivategeschäften.

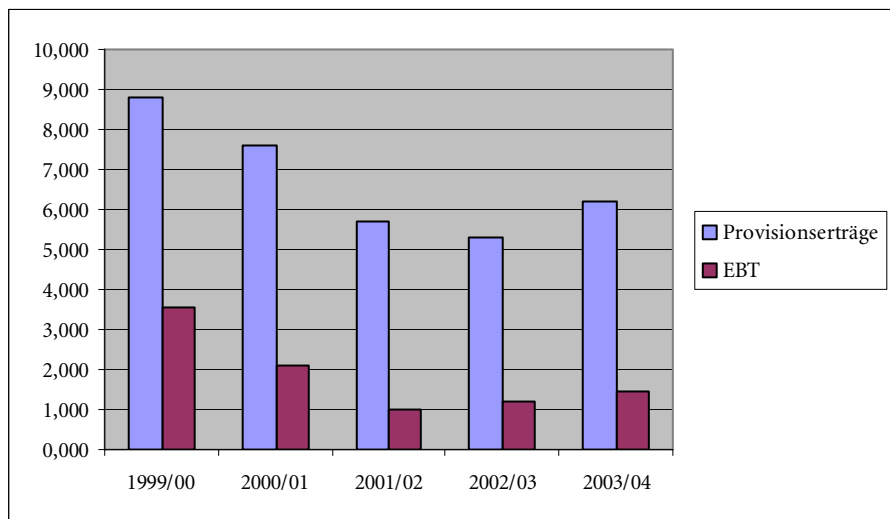
**Kundenservice  
wichtiges Asset**

Einen hohen Stellenwert im Geschäftsmodell von Sino nimmt der Kundenservice ein. Mit aktuell 22 Mitarbeitern kann Sino eine sehr persönliche und individuelle Kundenbetreuung leisten, die beispielsweise die telefonische Orderaufgabe, auf Wunsch interessenswahrende Orderabwicklung durch einen Sino-Händler, technischen und fachlichen Support bei der Programmbedienung sowie natürlich allgemeine Fragen und Beratung über das Leistungsangebot umfasst. Gleichzeitig gewährleistet der enge Kontakt zwischen Mitarbeitern und Kunden, dass ein schneller „Rückkanal“ bei Anfragen und Verbesserungswünschen seitens der Kunden besteht. Individualität, Schnelligkeit und Flexibilität sind also ein wesentliches Asset von Sino und entfalten eine hohe Kundenbindung. So ist es kein Zufall, dass 25 der 30 größten Kunden aus Oktober 2001 heute noch bei Sino aktiv sind.

**Geschäftsentwicklung**

**Seit 6 Jahren  
profitabel**

Die bisherige Geschäftsentwicklung von Sino kann durchaus als Erfolgsgeschichte bezeichnet werden. Seit sechs Jahren arbeitet das Unternehmen durchgehend profitabel. Nachdem die Boomjahre der New Economy auch bei Sino die Provisionserträge und Gewinne explodieren ließen, konnten selbst in den Baissejahren 2001 und 2002 positive Ergebnisse erzielt werden. Seit dem Geschäftsjahr 2002/03 ist – von niedrigerem Niveau aus – wieder ein Aufwärtstrend beim Ergebnis vorhanden.

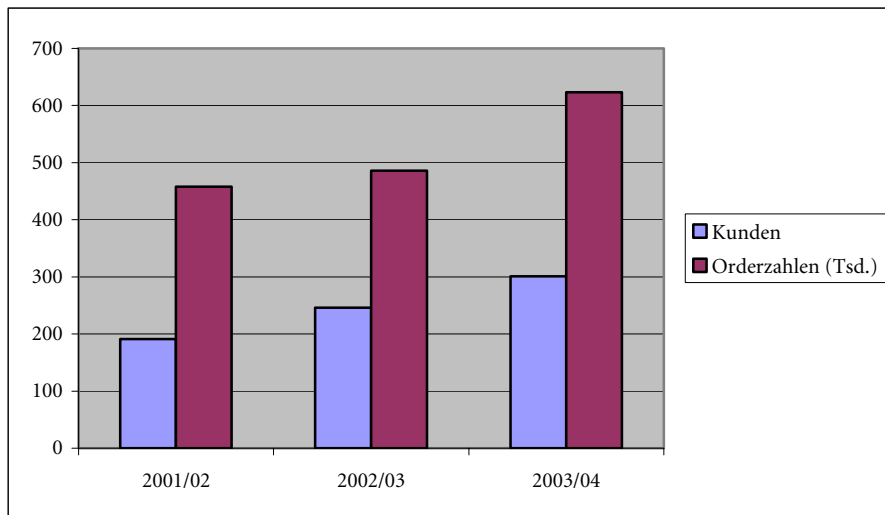


Entwicklung von Provisionserträgen und EBT seit 99/00 (in 03/04 vor IPO-Kosten); Quelle: Sino

**Positiver Trend seit  
2001/02**

Dieser positive Trend resultiert vor allem aus dem beständigen Zuwachs an Kunden, Orderzahlen und Ordervolumen, den Sino in den letzten Jahren zu verzeichnen hatte. Vom Geschäftsjahr 2001/02 bis 2003/04 hat sich die Kunden-

zahl um 57 Prozent auf 301 Kunden und die Orderanzahl um 36 Prozent auf 623 Tsd. Stück erhöht. Das Ordervolumen stieg um 56 Prozent auf 17 Mrd. Euro.



Entwicklung von Kunden und Orderanzahl seit 01/02; Quelle: Sino

**Erfolgreiches Jahr 2003/04 ...**

Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2003/04 verzeichnete Sino die vorerst besten Resultate seit 2000/01. Die Provisionserträge als wesentliche Einnahmequelle erhöhten sich gegenüber dem Vorjahr um 16,3 Prozent auf 6,18 Mio. Euro, die Gesamterlöse (einschließlich Zinsergebnis und sonstigen betrieblichen Erträgen) legten um 17,5 Prozent auf 6,59 Mio. Euro zu. Da die Gesamtkosten – vor Kosten des Börsengangs von ca. 400 Tsd. Euro – nur unterproportional um 15,9 Prozent auf 5,12 Mio. Euro zunahmen, erhöhte sich das Ergebnis vor Steuern (EBT) überproportional um 23,3 Prozent auf 1,47 Mio. Euro.

(Tsd. Euro)	2001/02	Δ	2002/03	Δ	2003/04
<b>Gesamterlöse</b>	<b>5.945</b>	-5,7%	<b>5.608</b>	17,5%	<b>6.588</b>
davon Provisionserträge	5.695	-6,7%	5.311	16,3%	6.176
<b>Aufwendungen</b>	<b>4.969</b>	-11,0%	<b>4.421</b>	15,9%	<b>5.123*</b>
davon Personalaufwand	1.747	-9,4%	1.583	3,1%	1.632
davon sonst. Verwaltungsaufw.	2.285	-2,1%	2.237	30,8%	2.926
davon Abschreibungen	935	-36,1%	597	-14,7%	509
<b>EBT</b>	<b>977</b>	21,6%	<b>1.188</b>	23,3%	<b>1.465*</b>
Steuern	229	122,3%	509	-11,0%	453
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>748</b>	-9,2%	<b>679</b>	-9,6%	<b>614</b>
Ergebnis je Aktie	0,45	-22,2%	0,35	17,1%	0,41

Geschäftsentwicklung seit 01/02 Quelle: Sino

\* (ohne IPO-Kosten)

**... und 1. Quartal 2004/05**

Im ersten Quartal 2004/05 setzte sich die positive Entwicklung fort. Die Anzahl der Kunden stieg seit dem Vorjahresquartal von 256 auf 317, die ausgeführten

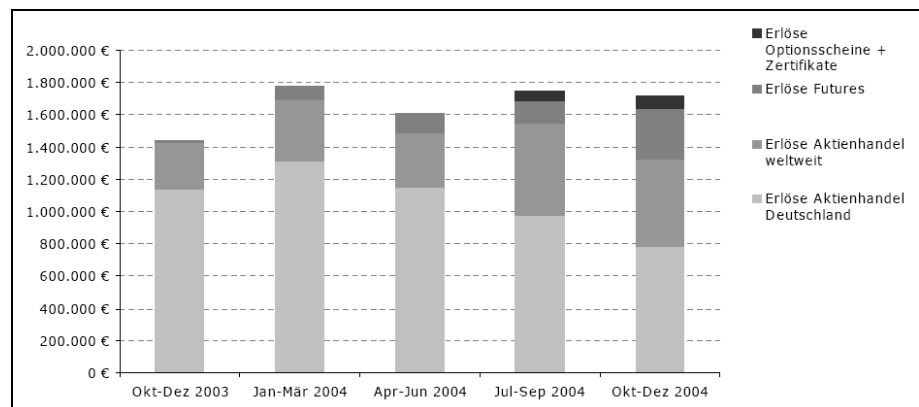
Orders erhöhten sich um 22 Prozent auf 161 Tsd. und das abgewickelte Order-  
volumen um 8 Prozent auf 4,1 Mrd. Euro. Die Provisionserträge erhöhten sich  
gegenüber dem 1. Quartal 2003/04 um 10,8 Prozent auf 1,56 Mio. Euro, die  
Gesamterlöse verbesserten sich um 19,3 Prozent auf 1,72 Mio. Euro. Das EBT  
legte deutlich überproportional um 64 Prozent auf 366 Tsd. Euro zu.

(Tsd. Euro)	1. Quartal 2003/04	Δ	1. Quartal 2004/05
<b>Gesamterlöse</b>	<b>1.442</b>	<b>19,3%</b>	<b>1.720</b>
davon Provisionserträge	1.409	10,8%	1.561
<b>Aufwendungen</b>	<b>1.219</b>	<b>11,0%</b>	<b>1.353</b>
davon Personalaufwand	385	5,2%	405
davon sonst Verwaltungsaufw.	834	13,7%	948
davon Abschreibungen	131	-16,8%	109
<b>EBT</b>	<b>223</b>	<b>64,1%</b>	<b>366</b>
Steuern	96	69,8%	163
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>127</b>	<b>60,6%</b>	<b>204</b>
Ergebnis je Aktie	0,08	50,0%	0,12

Geschäftsentwicklung in Q1 2004/05 im Vergleich zum Vorjahreszeitraum; Quelle: Sino

**Erlösverstetigung  
durch Diversifikation**

Bemerkenswert ist, dass die Steigerung der Erlöse nicht auf einer generellen Ver-  
besserung des Marktumfeldes, sondern auf der konsequenten Erschließung neuer  
Provisionsquellen durch das Management beruht. So konnten die wegen des  
latenten Preisdrucks rückläufigen Provisionserträge aus inländischem Aktien-  
handel durch den ausländischen Aktienhandel sowie die jüngeren Erlösstand-  
beine Futures und Optionsscheine/Zertifikate aufgefangen und überkompensiert  
werden.



Erlöse Aktien In-/Ausland, Futures und Optionsscheine/Zertifikate; Quelle: Sino

**Unverschuldet und  
EK-Quote von 82%**

Die bilanzielle Situation von Sino stellt sich makellos dar. Die Gesellschaft ist  
völlig schuldenfrei und verfügte zum 31. Dezember 2004 über 3,40 Mio. Euro  
Eigenkapital, das entspricht bei einer Bilanzsumme von 4,16 Mio. Euro einer

Eigenkapitalquote von 82 Prozent. Die mit Abstand größte Vermögensposition sind die Forderungen an Kreditinstitute, die zum 31. Dezember 2004 2,9 Mio. Euro. betragen. Darunter fallen im wesentlichen Festgelder sowie die Forderungen aus Provisionserträgen gegenüber dem Kooperationspartner HSBC Trinkaus & Burkhardt sowie anderen Abwicklungspartnern.

## Markt und Strategie

### *Wachstumsmarkt Online-Brokerage*

Online-Brokerage ist in Deutschland nach wie vor ein wachstumsträchtiger Markt. Auch wenn die Zahl der Aktionäre (einschließlich Fondsbesitzern) seit dem Platzen der New-Economy-Blase um ein Viertel auf nur noch gut 10 Mio. zurückging, wuchs die Anzahl der Online-Brokerage-Kunden in den letzten Jahren beständig; seit 2001 ist sie um gut 20 Prozent auf aktuell rd. 3,4 Mio. Personen angestiegen. Bedingt durch den weiteren Zuwachs an Internet- und speziell DSL-Anschlüssen sowie die sich abzeichnenden Erholungstendenzen bei den Aktionärszahlen ist auch für die nächsten Jahre von weiter steigenden Kundenzahlen auszugehen. Richtungsweisend sind hier die USA, in denen ca. 10 Prozent der Bevölkerung Online-Brokerage nutzen, während es hierzulande nur 4 Prozent sind.

### *Heavy-Trader sind lukrative Kundschaft*

Gleichzeitig ist das Marktumfeld in Deutschland sehr wettbewerbsintensiv. Viele Großbanken buhlen mit ihren Direktbanktöchtern, wie Comdirekt Bank, CortalConsors, DAB Bank, Fimatex, Maxblue, Postbank Easytrade, S-Broker, um die Gunst der Kunden und haben den „Massenmarkt“ der Kleinanleger weitgehend unter sich aufgeteilt. Sino hat sich mit der Fokussierung auf Heavy-Trader in einer extremen Nische positioniert. Diese Klientel zeichnet sich durch ein sehr hohes Handels- und Depotvolumen aus. So verfügt jeder der 340 Sino-Kunden im Durchschnitt über etwa 215 Tsd. Euro Depotvolumen und gibt 2.400 Orders pro Jahr auf, was Sino ein Provisionsertrag je Kunde von 23.500 Euro einbringt. Zum Vergleich: Der größte deutsche Online-Broker Comdirekt hat zwar rd. 1.500-mal so viele Kunden (538 Tsd.), diese verfügen jedoch nur über Depotvolumen von durchschnittlich knapp 11.000 Euro und geben nur 10,5 Orders pro Jahr auf, womit Comdirekt einen Provisionsertrag von 160 Euro je Kunde erwirtschaftet.

### *Wenig Anbieter auf Heavy-Trader ausgerichtet*

Zwar bieten viele Direktbanken funktional erweiterte Plattformen, um auch aktivere Trader anzuziehen. Diese Tools bleiben aber weit hinter dem Leistungsumfang von Sino zurück und sind somit für Heavy-Trader kaum geeignet. Noch am ehesten stellen die Trading-Angebote der großen Discountbroker CortalConsors („Platinum-Trader“), E-Trade („Power E-Trade Professional“) und Fimatex („GTS“) sowie die auf Trader spezialisierten Online-Broker Stocknet und Interactive Brokers eine Konkurrenz für Sino dar – zumindest in Teilberei-

chen. Die folgende Tabelle zeigt die Preisstruktur der genannten Konkurrenten beispielhaft für die Xetra-Order eines Heavy-Traders (200 Trades im Monat, 5 Mio. Euro Monatsumsatz):

	<i>Cortal- Consorts</i>	<i>E-Trade</i>	<i>Fimatex<sup>1)</sup></i>	<i>Interactive Broker</i>	<i>Stocknet</i>	<i>Sino</i>
2.000 EUR Order	9,95	5,95	9,30	4,00	4,29	7,00
5.000 EUR Order	17,45	5,95	9,30	5,00	6,99	7,00
10.000 EUR Order	29,95	9,00	17,15	10,00	10,69	12,50
25.000 EUR Order	67,45	22,50	42,88	25,00	18,19	31,25
50.000 EUR Order	69,00	40,00	67,00	29,00	30,69	60,00

1) Durchschnittspreis zwischen 1-10, 11-100 und 101-200 Orders

**Sino preislich wettbewerbsfähig ...**

Dieser Preisvergleich ist insofern unvollständig, als er andere Kostenpositionen, wie die Gebühren der Trading-Software, die Preise anderer Orderarten (Regional- und Auslandsbörsen, Derivate) oder Tarife für Serviceleistungen (Telefonhotline, Orderstornierungen etc.) unberücksichtigt lässt. Dennoch zeigt sich, dass Sino die beiden etablierten, finanzstarken Wettbewerber CortalConsorts und Fimatex hinter sich lässt, während allerdings E-Trade und die beiden Spezialbroker über etwas günstigere Preise ihren Markteintritt zu forcieren versuchen. Im Direkthandel bietet Sino allerdings die mit Abstand die günstigsten Preise.

**... und mit bestem Gesamtpaket**

Bezieht man neben dem Preis alle für Heavy-Trader wichtigen Entscheidungskriterien, wie Funktionsumfang der Software, Handelsmöglichkeiten und -plätze sowie persönliche Betreuung, in den Wettbewerbsvergleich ein, so kann Sino das vollständigste Angebot und wohl auch das beste Preis-Leistungs-Verhältnis bieten. Beispielsweise hat Sino nicht nur die meisten Handelsplätze angebunden, sondern ermöglicht es mit dem x-trader\_pro auch als einziger, sämtliche Finanzinstrumente (Aktien, Optionen, Futures, Optionsscheine, Zertifikate) über ein einziges Depot zu handeln („Multi Exchange Access“) und gegebenenfalls alle Positionen als Sicherheitsleistung (z. B. bei Short-Geschäften) anrechnen zu lassen. Auch hat Sino die meisten Direkthandelspartner von Optionsscheinen auf seiner Plattform, kann bei einigen Partnern (sog. „BluePartner“) extrem günstige Konditionen bis zu einer Flat-Fee von 7,50 Euro je Trade bieten und ermöglicht als einziger Online-Broker Limitorders im Direkthandel. Schließlich bietet Sino derzeit unter allen Discount-Brokern die intensivste Kundenbetreuung. Den 340 Sino-Kunden stehen 22 Mitarbeiter gegenüber, das sind pro Mitarbeiter nicht einmal 15 Kunden. Das Serviceteam von Sino besteht aus qualifizierten Händlern und Technikern, die den Kunden quasi rund um die Uhr für technischen und funktionalen Support zur Verfügung stehen. Das ist gerade für Heavy-Trader, die regelmäßig hochvolumige, zeitkritische Transaktionen durchführen und auf eine reibungslose Orderabwicklung angewiesen sind, ein wichtiges Kriterium bei der Auswahl des Brokers.

**Marktpotenzial evtl.  
75 Mio. Euro in  
Deutschland**

Natürlich ist davon auszugehen, dass einige finanzstarke Discountbroker ihre Heavy-Trader-Angebote deutlich ausbauen und damit Sino vermehrt Konkurrenz machen könnten. Allerdings ist zweifelhaft, ob eine derartige Strategie überhaupt als lukrativ eingestuft wird, denn das Marktpotenzial an Heavy-Tradern ist aus Sicht eines (jedenfalls im Vergleich zu Sino) großen Anbieters doch eher gering. Zwar gibt es keine verlässlichen Zahlen über die Anzahl an Heavy-Tradern in Deutschland und nicht einmal eine einheitliche Definition. Orientiert man sich jedoch an einer einige Jahre alten Schätzung aus den USA, so sind etwa 0,25 Prozent aller Anleger als Heavy-Trader (Definition: mehr als 200 Trades pro Jahr) einzustufen. Auf Deutschland übertragen ist in Anbetracht der geringer ausgeprägten Aktienkultur eher ein Anteil von 0,15 Prozent realistisch, woraus sich bei knapp 10 Mio. Aktionären ein Potenzial von 15.000 Heavy-Tradern ergäbe. Nimmt man je Heavy-Trader (nach obiger Definition) einen durchschnittlich erzielbaren Provisionsertrag von 5.000 Euro im Jahr an, so läge das Marktvolumen in Deutschland überschlägig bei 75 Mio. Euro. Das ist für Sino erklecklich, aber für einen großen Discountbroker nicht überaus attraktiv. Wenn beispielsweise der Marktführer Comdirekt unter erheblichen Anstrengungen einen Marktanteil von 30 Prozent erlangen würde, so könnte er damit Provisionserträge von 22,5 Mio. Euro erzielen, was gerade einmal 15 Prozent seines operativen Gesamtertrags in 2004 entspräche. Dies mag ein Grund dafür gewesen sein, warum Comdirekt die zwischenzeitlichen Bemühungen zum Ausbau seiner Trading-Plattform wieder eingestellt hat.

**Discountbroker weiten  
Bankgeschäft aus**

Statt dessen zeichnet sich vielmehr die Tendenz ab, dass die großen Discountbroker ihr Geschäftsmodell zunehmend um klassische Bankprodukte und -dienstleistungen, wie Giro- und Festgeldkonten, Kreditvergabe, Fonds- und Versicherungsvermittlung oder Vermögens- und Finanzierungsplanung, erweitern und damit den Direkt- und stationären Banken im Massengeschäft Konkurrenz machen. Eine zu hohe Produktkomplexität, etwa im Bereich Online-Brokerage, wirkt dabei eher hinderlich, da es die Verwaltungskosten in die Höhe treibt und die Cross-Selling-Potenziale einschränkt. Die Wettbewerbsintensität im Bereich Online-Brokerage dürfte sich daher in den nächsten Jahren nicht weiter erhöhen. Wesentliche Preissenkungen, zumal bei den für Heavy-Trader relevanten Tarifen, waren schon in den letzten Monaten nicht mehr zu beobachten und sind auch in nächster Zeit nicht zu erwarten.

**Sino gewinnt  
Marktanteile**

Für Sino bietet dieses Umfeld genügend Raum, um seine Position zu festigen und weiter Marktanteile zu gewinnen. So hat sich die Zahl der Orders bei Sino seit Januar 2004 um 25 Prozent erhöht, während die des Marktführers Comdirekt um 22 Prozent zurückging. Zwar ist Sino – wie jeder Broker – von der Volatilität sowie dem Handelsvolumen des Gesamtmarktes abhängig und hätte inso-

fern auch unter einer schwachen Börsenstimmung zu leiden. Allerdings hat das Management durch die Schaffung der vier Ertragsstandbeine Aktien Inland, Aktien Ausland, Futures/Optionen und Optionsscheine/Zertifikate das Geschäft so weit diversifiziert, dass die allgemeine Marktzyklik zumindest geglättet, wenn nicht überkompensiert werden kann. Zwei weitere Ertragsquellen sollen noch in diesem Jahr hinzukommen: Zum einen plant Sino, über den x-trader\_pro auch den Zugang zum weltweiten Devisenhandel an der FOREX zu ermöglichen. Dieser liquideste Markt der Welt könnte sich mittelfristig für Sino zu einer wichtigen, fünften Ertragssäule entwickeln. Darüber hinaus wird Sino in Kürze neben dem x-trader und x-trader\_pro eine dritte, rein web-basierte Handelsplattform namens x-trader\_GO! anbieten. Diese ist mittels Java-Technologie über jeden beliebigen PC mit Internet-Zugang aufrufbar und bietet Tradern somit eine größere Ortsunabhängigkeit. Der x-trader\_Go! wird viele Funktionen des x-trader\_pro aufweisen und bereits ab einer Kapitaleinlage von 10.000 Euro zugänglich sein. Damit kann Sino die deutlich größere Gruppe aktiver Trader ansprechen, die nicht ganz das Volumen und den Umschlag von Heavy-Tradern erreicht.

## Bewertung

### *Einfaches Ertragswertmodell*

Das faire Bewertungsniveau von Sino ermitteln wir anhand eines einfachen Modells der Ertragsdiskontierung, das auf der Schätzung der wesentlichen Werttreiber Umsatz, Nettorendite und Kapitalkosten beruht. Auf die typischen zusätzlichen Parameter und Annahmen des Discounted-Free-Cashflow-Modells verzichten wir, da diese auf das Geschäftsmodell eines „schlanken“ Brokers wie Sino nur wenig Einfluss haben.

### *Diskontierungszins nach CAPM 10,4 %*

Den Diskontierungszins als Maß für die Eigenkapitalkosten bestimmen wir nach dem CAPM-Verfahren (Capital Asset Pricing Model), wobei wir einen risikolosen Zinssatz von 3,5 Prozent (Umlaufrendite festverzinslicher deutscher Wertpapiere) und eine langfristige Risikoprämie für Aktieninvestitionen von 5,3 Prozent ansetzen. Den Beta-Faktor als Maß für das systematische Risiko eines bestimmten Wertpapiers setzen wir intuitiv mit 1,3 an, da sich für die Sino-Aktie aufgrund ihrer kurzen Börsenhistorie noch keine aussagekräftige Regressionsanalyse durchführen lässt, wir aber für die Zukunft ein über dem Gesamtmarkt liegendes systematische Risiko für die Sino-Aktie erwarten. Da Sino keinerlei Finanzschulden aufgenommen hat und dies auch in Zukunft nicht plant, verzichten wir ebenfalls auf die Einbeziehung von Fremdkapitalquote und Tax-Shield, wie sie zur Ermittlung der Kapitalkosten nach dem WACC-Verfahren erforderlich wären. Auf Basis der obigen Annahmen ergibt sich ein Eigenkapitalkostensatz von 10,4 Prozent.

**Wachstumsannahmen  
für den Ertragswert**

Für den erwarteten Geschäftsverlauf von Sino treffen wir folgende, plausibel erscheinenden Annahmen:

- Sino wird seine Kundenanzahl aufgrund des attraktiven Preis-Leistungs-Verhältnisses seiner Produkte, des erhöhten Bekanntheitsgrades nach dem Börsengang sowie der Ausweitung der Zielgruppe (z.B. durch den x-trader\_Go!) weiter steigern.
- Die Wertschöpfung je Kunde wird in den nächsten Jahren nur leicht zurückgehen oder sogar konstant bleiben. Dazu werden zum einen die noch jungen Erlösstandbeine, wie der Direkthandel mit Aktien und Optionsscheinen, beitragen. Zum anderen wird die Strategie des Vorstands auch künftig darauf ausgerichtet sein, den Kunden weitere Handelsmöglichkeiten (wie in Kürze den Devisenhandel an der FOREX) zu erschließen.
- Zwar wird die allgemeine Börsenzyklik das Geschäft von Sino beeinflussen und für positive wie negative Amplituden in einzelnen Geschäftsjahren sorgen. Bei steigender Kundenzahl und stabiler Wertschöpfung je Kunde halten wir jedoch ein „normalisiertes“ Erlöswachstum zwischen 15 und 10 Prozent p.a. in den nächsten acht Jahren für realistisch.
- Die Nettomarge soll über die nächsten Jahre konstant bei 16 Prozent bleiben. Diese Annahme ist insofern konservativ, als Sino bei wachsendem Kundenstamm und Trading-Volumen erhebliche Skaleneffekte durch den nur unterproportionalen Anstieg der Infrastruktur- und Verwaltungskosten erzielen kann. In unserem Modell hätte Sino demnach noch gewisse Reserven, um etwaige Preissenkungsrunden mitgehen zu können.
- Das „ewige Ertragswachstum“ am Ende des Detailprognosezeitraums legen wir mit 2 Prozent fest, was inflationsbereinigt nahezu einem Null-Wachstum entspricht.

**Modellhafter  
Geschäftsverlauf**

Die folgende Tabelle zeigt einen modellhaften Geschäftsverlauf für die nächsten acht Jahre, wie er sich aufgrund der obigen Annahmen einstellen könnte:

Geschäftsjahr (endet 30.09.)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<b>Gesamterlöse (Mio. EUR)</b>	<b>7,70</b>	<b>8,86</b>	<b>10,18</b>	<b>11,46</b>	<b>12,89</b>	<b>14,18</b>	<b>15,59</b>	<b>17,15</b>
Erlöswachstum		15,0%	15,0%	12,5%	12,5%	10,0%	10,0%	10,0%
Nettorendite	15,6%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%
<b>Gewinn (Mio. EUR)</b>	<b>1,20</b>	<b>1,42</b>	<b>1,63</b>	<b>1,83</b>	<b>2,06</b>	<b>2,27</b>	<b>2,50</b>	<b>2,74</b>
Gewinnwachstum		18,1%	15,0%	12,5%	12,5%	10,0%	10,0%	10,0%

**Fairer Wert 14,40 Euro je Aktie**

Auf Basis der obigen Annahmen ergibt sich ein Ertragswert von 25,24 Mio. Euro respektive 14,40 Euro je Aktie – das ist ein Aufwärtspotenzial von rd. 37 Prozent gegenüber dem aktuellen Kursniveau. Besonders sensitiv reagiert das Ertragswertmodell auf die Variation der Stellgrößen „ewiges Wachstum“ und Diskontierungszins:

		<i>Diskontierungszinssatz</i>		
		9,4 %	10,4 %	11,4 %
<b>Ewiges Wachstum</b>	1 %	15,17	13,39	11,93
	2 %	16,53	14,40	12,70
	3 %	18,32	15,69	13,65

**Bewertungsspanne 11,93 bis 18,32 Euro**

Aufgrund der obigen Sensitivitätsanalyse ergibt sich ein Bewertungskorridor zwischen 11,93 und 18,32 Euro. Es zeigt sich, dass sämtliche Werte über dem aktuellen Kursniveau liegen, teilweise sogar erheblich. Kurse um 12 Euro stellen aus fundamentaler Sicht eine Art Wertuntergrenze dar, zumindest wenn Sino unsere Wachstumsannahmen erreichen kann.

**Großzügige Dividendenpolitik**

Hinzu kommt, dass Sino – wie schon in den letzten Jahren – auch in Zukunft eine großzügige Dividendenpolitik betreiben und den Großteil der Gewinne ausschütten will. Für das abgelaufene Geschäftsjahr 2003/04 wird der Vorstand der Hauptversammlung eine Dividende von 0,38 Euro je Aktie vorschlagen, für das laufende Geschäftsjahr werden 0,50 bis 0,60 Euro je Aktie in Aussicht gestellt. Die Dividendenrendite für 04/05 läge demnach um 5 Prozent, was den aktuellen Kurs zusätzlich nach unten absichert.

**Unser Anlageurteil: „Kaufen“**

Insgesamt bleibt festzuhalten, dass sich Sino als Online-Broker für Heavy-Trader in einer lukrativen Nische eines ansonsten hart umkämpften Marktes aussichtsreich positioniert hat. Die Strategie des Vorstands, durch eine ständige Erweiterung des Angebotes insbesondere um Handelsmöglichkeiten und Software-Funktionalitäten die Kundenzahl sowie die Wertschöpfung je Kunde zu verstetigen bzw. zu erhöhen, erscheint schlüssig und dürfte Sino in den kommenden Jahren weitere Marktanteile einbringen. In Anbetracht der moderaten Bewertung bei gleichzeitig hoher Dividendenrendite lautet unser aktuelles Anlageurteil für die Sino-Aktie „Kaufen“.

## 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  
Balanstr. 16  
81669 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](mailto:kontakt@performaxx.de)