

Kaufen (alt: Halten)**Kursziel EUR 8,00** (alt: 7,40)

Kurs EUR 5,10
Bloomberg XTP GR
Reuters XTPG
Branche Finanzdienstleister

Spezialisierter Broker für Heavy Trader mit eigener Handelsplattform.



Aktien Daten: 05.09.2011 / Schlusskurs

Marktkapitalisierung: EUR 11,9 Mio.
Enterprise Value (EV): EUR 6,9 Mio.
Buchwert: EUR 9,2 Mio.
Aktienanzahl: 2,3 Mio.
Handelsvolumen Ø: EUR 21,0 Tsd.

Aktionäre:
 Free Float 62,0 %
 HSBC Trinkaus & Burkhardt 25,0 %
 Vorstand 13,0 %

Termine:
 Tradezahlen August 07.09.11

Änderung	2010/11e		2011/12e		2012/13e	
	alt	Δ%	alt	Δ%	alt	Δ%
Nettoeink	9,8	-5,3	10,2	-8,0	9,4	-
EBT	1,7	201	2,0	-9,0	1,9	-
EPS	0,33	506,1	0,38	31,6	0,52	-

Analyse: Warburg Research
 Publikationsdatum: 06.09.2011
 Analyst: Henner Rüschemier +49 (0)40-309537-270
 hrueschmeier@warburg-research.com

Tradezahlen und Ratingänderung

Nachdem das Geschäftsjahr von sino bis Juli durch geringe Börsenumsätze und damit einhergehend geringen Tradezahlen geprägt war, haben die Verwerfungen an den Märkten in den letzten Wochen zu einer hohen Volatilität und damit zu einem deutlich verbesserten Umfeld im Brokerage geführt. Hiervon konnte sino aufgrund seiner Fokussierung auf Heavytrader profitieren. sino konnte nach einem wahrscheinlich herausragenden August (Tradezahlen werden am 7.9.2011 veröffentlicht, Verdopplung der Börsenumsätze gegenüber August 2010) zudem über eine erfreulich geringere Belastung durch den Sonderbeitrag zum EDW berichten. Nachdem ein Beitrag von TEUR 452 erwartet worden war, fällt der Beitrag mit TEUR 176 deutlich niedriger aus. Auch gegen diesen Bescheid wird sino wieder vorgehen.

sino veröffentlichte zudem am 31.08.2011 eine Guidance. So geht das Management davon aus, in der sino AG ein Ergebnis der normalen Geschäftstätigkeit (EBT) zwischen EUR 1,2 und 1,4 Mio. zu erzielen. Da das Geschäftsjahr am 30.09.2011 endet, ist diese Prognose als äußerst belastbar einzuschätzen.

Aufgrund des Ausscheidens der sino Vorstände aus dem Vorstand der Tochtergesellschaft Trading Software AG (ehem. tick-TS), ergibt sich gem. IFRS und der Bilanzierung nach der Equity-Methode ein außerordentlicher nicht liquiditätswirksamer Ertrag von EUR 3,8 Mio. auf Konzernebene. Der Wert des Anteils in Höhe von 43,2% an dieser Gesellschaft wurde hierbei mit EUR 4,5 Mio. angesetzt.

Das laufende Geschäftsjahr war geprägt durch eine Reihe von Aufwendungen, die in den kommenden Jahren nicht mehr anfallen sollten. Zu nennen sind hier insbesondere Einsparungen in den kommenden Jahren durch eine Reduktion der Konzernstrukturen, einmalige Abschreibung von TEUR 230 auf Finanzanlagen, Wegfall von Aufwendungen für das Büro in Österreich und den Abgang von Dirk Piethe. Vor diesem Hintergrund wird das laufende Geschäftsjahr von der Kostenseite als überdurchschnittlich schwach eingestuft.

Die neuen Prognosen berücksichtigen nun die veränderte Bilanzierung der Tochtergesellschaften (keine Minority interest). Wesentliche Veränderungen der Prognosen wurden ansonsten kaum vorgenommen. Nach wie vor verfügt die Gesellschaft über eine gute Kostenkontrolle, eine stabile Kundenbasis und weist eine sehr hohe Korrelation zu den Transaktionsvolumen an den Börsen auf.

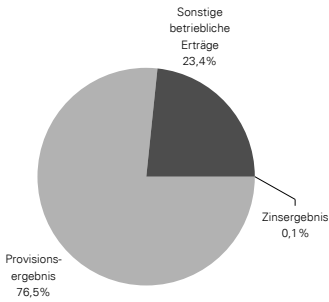
Der Vorstand hat seit Mai immer wieder eigene Aktien gekauft, dies insbesondere im August intensiviert und das niedrige Kursniveau zum Kauf von Aktien genutzt. Insgesamt wurden allein von Ingo Hillen über 47.000 Aktien zu Kursen zwischen EUR 4,44 und EUR 5,98 gekauft (Investitionssumme: rd. EUR 250.000). Zudem haben beide Vorstände im Juli ihre Verträge bis 2016 verlängert.

Das überarbeitete DCF-Modell führt zu einem Wert von EUR 8,00 je Aktie. Untermuert wird der Wert dadurch, dass rund EUR 3,50 je Aktie auf den hohen Cashbestand (ca. EUR 4,5 Mio.) und die Beteiligung an der Trading Software AG (Bewertungsansatz des Managements ca. EUR 4,5 Mio.) entfallen. Zudem könnte sich eine Konsolidierung in diesem Nischenmarkt, der lediglich von ViTrade, Interactive Brokers, Cortal Consors und sino bearbeitet wird, sehr positiv auswirken.

Vor dem Hintergrund des aktuell verbesserten Umfeldes für das Geschäftsmodell von sino und der bestehenden Unterbewertung der sino-Aktie lautet das Rating nun Kaufen.

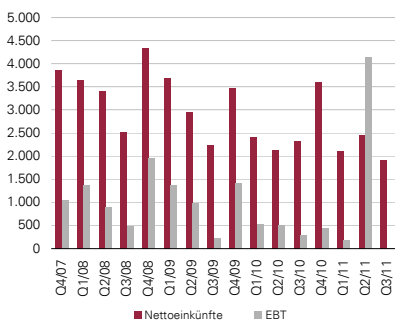
Geschäftsjahresende: 30.9.	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11e	2011/12e	2012/13e
In EUR Mio							
Nettoeinkünfte	14,6	14,1	12,8	10,7	9,3	9,4	9,4
<i>Veränderung yoy</i>	13,5 %	-3,2 %	-9,5 %	-15,9 %	-13,9 %	1,0 %	0,2 %
EBT	5,4	4,7	4,0	1,7	5,2	1,8	1,9
<i>EBT-Marge</i>	37,0 %	33,3 %	31,3 %	16,3 %	55,9 %	19,1 %	20,1 %
Jahresüberschuss	2,9	2,9	2,3	0,6	4,7	1,2	1,2
EPS	1,22	1,23	0,99	0,27	2,00	0,50	0,52
Free Cash Flow je Aktie	1,74	0,28	1,78	0,62	0,47	0,44	0,47
Dividende	1,28	0,80	0,80	0,22	0,24	0,40	0,42
<i>Dividendenrendite</i>	25,1 %	15,7 %	15,7 %	4,3 %	4,7 %	7,8 %	8,2 %
EV/Nettoeinkünfte	0,5	0,5	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7
EV/EBT	1,4	1,6	1,9	4,4	1,3	3,9	3,7
KGV	4,2	4,1	5,2	18,9	2,6	10,2	9,8
ROCE	70,3 %	55,8 %	50,5 %	25,7 %	64,5 %	18,1 %	18,6 %
Adj. Free Cash Flow Yield	73,4 %	63,1 %	52,3 %	22,4 %	23,4 %	29,1 %	30,4 %

Nettoeinkünfte nach Ergebnisquellen
2010



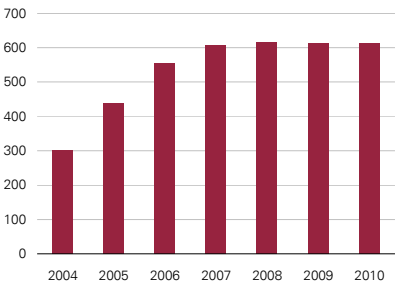
Quelle: SINO

Entwicklung Nettoeinkünfte und EBT
in Tsd. EUR



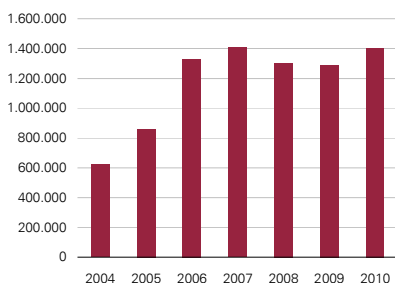
Quelle: SINO

Kundenentwicklung
2004-2010



Quelle: SINO

Tradeentwicklung
2004-2010



Quelle: SINO

Unternehmenshintergrund

sino ist ein spezialisiertes Finanzdienstleistungsinstitut mit Tätigkeitsschwerpunkt in der Entgegennahme und Weiterleitung von Wertpapierorders mit dem Fokus auf Heavy Trader (durchschnittlich über ca. 2.000 Trades p.a.). Hierbei kooperiert sino mit HSBC Trinkaus, die in der Zusammenarbeit die Konto- und Depotführung sowie die Orderabwicklung übernimmt.

In dieser Marktnische nimmt sino eine führende Position ein und betreut eine geringe jedoch seit Jahren kontinuierlich steigende Zahl von Kunden. Aktuell zählt das Unternehmen über 600 private und professionelle Kunden, die sich u.a. durch eine extrem hohe Ordertätigkeit bei überdurchschnittlichen Depotvolumina auszeichnen. sino arbeitet seit Gründung vor 11 Jahren profitabel.

Insgesamt beschäftigt sino konzernweit 31 Mitarbeiter. Firmensitz ist Düsseldorf. Das Geschäftsjahr von sino läuft von Oktober bis September. sino hält eine Beteiligung an der tick-TS AG, die für die technologische Weiterentwicklung der Handelsplattform verantwortlich ist.

Wettbewerbsqualität

Von den großen Discountbrokern grenzt sich sino klar ab. Diese konzentrieren sich auf den Massenmarkt, der für sino nahezu keine Rolle spielt. Die Kunden von sino haben einen überdurchschnittlich hohen Anspruch bezüglich Service, Abwicklungsqualität und Technik. sino fokussiert sich auf den reinen Handel mit Heavy Tradern und positioniert sich folglich als Spezialist in einer Nische. Seit Jahren gelingt es dem Unternehmen konstant seine Kundenbasis zu verbreitern und die Abhängigkeit von einzelnen überdurchschnittlich aktiven Kunden weiter zu reduzieren.

Wesentliche Differenzierungsmerkmale gegenüber den direkten Wettbewerbern sind:

- die integrierte und professionelle Handelsplattform
- eine hohe Servicequalität basierend auf ausgeprägter Kundennähe und hoher Flexibilität hinsichtlich der Umsetzung von Kundenwünschen
- HSBC Trinkaus als kontoführende und abwickelnde Bank
- attraktive Preise

Die hohe Wettbewerbsqualität von sino wird eindrucksvoll belegt durch die seit Jahren stetig steigende Kundenzahl kombiniert mit einer hohen Kundentreue. Von den Top 30 Kunden des Jahres 2002 sind noch immer 24 aktive sino Kunden.

HSBC Trinkaus ist neben der operativ wichtigen Rolle als kontoführende und abwickelnde Bank auf der Gesellschafterebene stark vertreten und hält seit März 2007 über 25% an sino. Die durch den Erwerb der Anteile erworbene Sperrminorität unterstreicht die strategische Bedeutung dieser Beteiligung für HSBC Trinkaus.

Gewinn- und Verlustrechnung sino in EUR Mio.	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11e	2011/12e	2012/13e
Zinsergebnis	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1
Risikovorsorge	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zinsergebnis nach Risikovorsorge	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1
Provisionsergebnis	13,2	12,0	10,0	8,2	8,6	8,8	8,8
Laufende Erträge aus Wertpapieren	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktivierete Eigenleistungen	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige betriebliche Erträge	1,1	1,8	2,6	2,5	0,7	0,5	0,5
Nettoeinkünfte	14,6	14,1	12,8	10,7	9,3	9,4	9,4
Personalaufwendungen	3,4	3,4	3,2	3,6	3,3	3,3	3,4
Sonstige Verwaltungsaufwendungen	5,4	5,5	5,2	4,9	4,6	4,6	4,7
Aufwendungen im Versicherungsgeschäft	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,2	0,0	0,0
Operatives Ergebnis	5,9	5,3	4,4	2,2	1,1	1,4	1,3
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	-4,3	-0,6	-0,8
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,5	0,5	0,4	0,4	0,2	0,2	0,2
Abschreibungen auf iAV	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit	5,4	4,7	4,0	1,7	5,2	1,8	1,9
AO-Beitrag	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	5,4	4,7	4,0	1,7	5,2	1,8	1,9
Steuern gesamt	2,2	1,4	1,3	0,7	0,5	0,6	0,7
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	3,2	3,3	2,7	1,1	4,7	1,2	1,2
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	3,2	3,3	2,7	1,1	4,7	1,2	1,2
Minority interest	0,3	0,4	0,4	0,4	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss	2,9	2,9	2,3	0,6	4,7	1,2	1,2

Quellen: sino (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

Gewinn- und Verlustrechnung sino in % der Nettoeinkünfte	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11e	2011/12e	2012/13e
Zinsergebnis	0,4 %	0,4 %	0,9 %	-0,1 %	0,2 %	0,9 %	0,9 %
Risikovorsorge	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Zinsergebnis nach Risikovorsorge	0,4 %	0,4 %	0,9 %	-0,1 %	0,2 %	0,9 %	0,9 %
Provisionsergebnis	90,3 %	85,3 %	78,5 %	76,7 %	92,6 %	93,7 %	93,7 %
Laufende Erträge aus Wertpapieren	0,9 %	1,2 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Aktivierete Eigenleistungen	0,6 %	0,1 %	0,1 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Sonstige betriebliche Erträge	7,9 %	13,1 %	20,5 %	23,4 %	7,2 %	5,5 %	5,4 %
Nettoeinkünfte	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Personalaufwendungen	23,6 %	24,1 %	25,1 %	33,2 %	35,9 %	35,7 %	36,0 %
Sonstige Verwaltungsaufwendungen	36,7 %	38,8 %	40,4 %	45,8 %	49,6 %	49,3 %	49,7 %
Aufwendungen im Versicherungsgeschäft	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-0,7 %	0,0 %	0,1 %	0,9 %	2,6 %	0,0 %	0,0 %
Operatives Ergebnis	40,4 %	37,2 %	34,4 %	20,1 %	12,0 %	15,0 %	14,4 %
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	-46,5 %	-6,4 %	-8,0 %
Abschreibungen auf Sachanlagen	3,2 %	3,9 %	3,0 %	3,8 %	2,5 %	2,3 %	2,3 %
Abschreibungen auf iAV	0,3 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Goodwill-Abschreibung	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit	37,0 %	33,3 %	31,3 %	16,3 %	55,9 %	19,1 %	20,1 %
AO-Beitrag	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBT	37,0 %	33,3 %	31,3 %	16,3 %	55,9 %	19,1 %	20,1 %
Steuern gesamt	15,3 %	9,9 %	10,1 %	6,3 %	5,4 %	6,7 %	7,0 %
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	21,6 %	23,5 %	21,2 %	10,0 %	50,5 %	12,4 %	13,1 %
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	21,6 %	23,5 %	21,2 %	10,0 %	50,5 %	12,4 %	13,1 %
Minority interest	2,0 %	3,1 %	3,1 %	4,2 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Jahresüberschuss	19,6 %	20,4 %	18,1 %	5,9 %	50,5 %	12,4 %	13,1 %

Quellen: sino (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

Bilanz sino

In EUR Mio.

	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11e	2011/12e	2012/13e
Aktiva							
Barreserve	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen an Kreditinstitute	1,7	5,4	6,0	4,9	4,6	4,8	4,8
Forderungen an Kunden	0,8	0,8	0,8	0,5	0,5	0,4	0,4
Risikovorsorge	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Handelsbestand Wertpapiere	6,0	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,4	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Sachanlagen	1,1	1,0	0,9	0,8	0,9	1,1	1,2
Finanzanlagen	0,0	0,0	0,7	0,5	4,3	4,3	4,3
Sonstige Vermögensgegenstände	0,4	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
Ertragssteueransprüche aus laufenden Steuern	0,1	0,7	0,2	0,4	0,4	0,3	0,3
Ertragssteueransprüche aus latenten Steuern	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Bilanzsumme (Aktiva)	10,5	9,0	9,4	7,8	11,3	11,4	11,5
Passiva							
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindlichkeiten gegenüber Kunden	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Handelsbestand Verbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sicherungsderivate (Passiva)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Geldaufnahmen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rückstellungen gesamt	1,8	1,8	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4
Sonstige Verbindlichkeiten	0,4	0,3	2,0	1,4	1,4	1,3	1,2
Ertragssteuerverpflichtungen aus laufenden Steuern	1,7	0,2	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0
Ertragssteuerverpflichtungen aus latenten Steuern	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindlichkeiten	4,0	2,6	2,5	2,0	2,0	1,9	1,7
Gezeichnetes Kapital	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3
Kapitalrücklage	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Gewinnrücklagen	3,4	3,3	3,7	2,5	6,6	7,2	7,5
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	0,1	0,0	0,0	0,0	0,4	0,0	0,0
Buchwert	5,6	5,4	5,9	4,7	9,2	9,5	9,7
Anteile Dritter	0,9	1,0	1,0	1,1	0,0	0,0	0,0
Eigenkapital	6,5	6,5	6,9	5,8	9,2	9,5	9,7
Bilanzsumme (Passiva)	10,5	9,0	9,4	7,8	11,3	11,4	11,5

Quellen: sino (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

Bilanz sino

in % der Bilanzsumme

	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11e	2011/12e	2012/13e
Aktiva							
Barreserve	0,1 %	0,0 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %
Forderungen an Kreditinstitute	16,0 %	59,5 %	64,3 %	63,4 %	40,7 %	41,7 %	41,3 %
Forderungen an Kunden	7,3 %	8,6 %	8,4 %	7,0 %	4,8 %	3,5 %	3,5 %
Risikovorsorge	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Handelsbestand Wertpapiere	56,8 %	4,8 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Immaterielle Vermögensgegenstände	3,3 %	3,1 %	2,6 %	2,7 %	1,9 %	1,9 %	1,8 %
Sachanlagen	10,0 %	11,6 %	9,8 %	10,4 %	8,2 %	9,3 %	10,3 %
Finanzanlagen	0,3 %	0,3 %	7,8 %	6,7 %	38,3 %	37,9 %	37,6 %
Sonstige Vermögensgegenstände	3,8 %	3,1 %	3,6 %	3,2 %	2,2 %	2,2 %	2,2 %
Ertragssteueransprüche aus laufenden Steuern	0,8 %	7,6 %	2,0 %	4,8 %	3,3 %	2,6 %	2,6 %
Ertragssteueransprüche aus latenten Steuern	1,7 %	1,8 %	1,4 %	1,4 %	0,9 %	0,9 %	0,9 %
Bilanzsumme (Aktiva)	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Passiva							
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Verbindlichkeiten gegenüber Kunden	0,7 %	2,6 %	1,2 %	1,6 %	1,1 %	1,1 %	1,1 %
Handelsbestand Verbindlichkeiten	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Sicherungsderivate (Passiva)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Sonstige Geldaufnahmen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Rückstellungen gesamt	17,3 %	20,2 %	2,9 %	4,9 %	3,4 %	3,3 %	3,3 %
Sonstige Verbindlichkeiten	3,5 %	3,1 %	21,5 %	17,6 %	12,2 %	11,4 %	10,4 %
Ertragssteuerverpflichtungen aus laufenden Steuern	16,5 %	2,4 %	0,4 %	1,4 %	0,9 %	0,9 %	0,0 %
Ertragssteuerverpflichtungen aus latenten Steuern	0,4 %	0,2 %	0,3 %	0,4 %	0,3 %	0,3 %	0,2 %
Verbindlichkeiten	38,4 %	28,4 %	26,3 %	25,8 %	17,8 %	17,0 %	15,1 %
Gezeichnetes Kapital	22,3 %	26,0 %	24,9 %	30,0 %	20,7 %	20,5 %	20,3 %
Kapitalrücklage	-1,4 %	-1,7 %	-1,5 %	-1,7 %	-1,2 %	-1,2 %	-1,1 %
Gewinnrücklagen	32,1 %	36,2 %	39,4 %	31,8 %	58,8 %	63,5 %	65,5 %
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	0,6 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	3,5 %	0,0 %	0,0 %
Buchwert	53,5 %	60,5 %	62,7 %	60,1 %	81,9 %	82,9 %	84,7 %
Anteile Dritter	8,3 %	11,4 %	10,9 %	14,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Eigenkapital	61,7 %	71,9 %	73,6 %	74,1 %	81,9 %	82,9 %	84,7 %
Bilanzsumme (Passiva)	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %

Quellen: sino (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

Kapitalflussrechnung sino

In EUR Mio.

	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11e	2011/12e	2012/13e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	3,2	3,3	2,7	1,1	4,7	1,2	1,2
Abschreibung Anlagevermögen	0,5	0,5	0,4	0,4	0,2	0,2	0,2
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,9	0,0	-0,6	0,1	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	0,3	-2,3	0,3	-0,1	-3,8	0,0	0,0
Cash Flow	4,9	1,5	2,9	1,5	1,1	1,4	1,4
Veränderung Forderungen	-0,3	-0,5	0,9	0,9	0,3	0,0	0,0
Veränderung Handelsbestand	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Verbindlichkeiten	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung sonstiger Aktiva/Passiva	0,0	0,0	0,7	-0,6	0,0	0,0	0,0
Sonstige Einflüsse für den operativen Cash Flow	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	4,7	1,2	4,5	1,9	1,5	1,4	1,4
CAPEX	-0,6	-0,6	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
Zugänge aus Akquisitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	-5,4	3,2	-0,3	-0,6	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	0,0	0,1	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	-6,0	2,8	-0,6	-0,8	-0,4	-0,4	-0,4
Dividende Vorjahr	-2,7	-3,3	-2,3	-2,3	-0,5	-0,6	-0,9
Erwerb eigener Aktien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	-2,7	-3,3	-2,3	-2,3	-0,5	-0,6	-0,9
Veränderung liquide Mittel	-4,1	0,7	1,6	-1,2	0,6	0,5	0,2
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,7	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Quellen: sino (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

Free Cash Flow Yield - SINO

Angaben in Mio. EUR

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Jahresüberschuss	2,9	2,9	2,3	0,6	4,7	1,2	1,2
+ Abschreibung + Amortisation	0,5	0,5	0,4	0,4	0,2	0,2	0,2
+ Steuern	2,2	1,4	1,3	0,7	0,5	0,6	0,7
- Erhaltungsinvestitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	-3,8	0,0	0,0
= Adjustierter Free Cash Flow	5,6	4,8	4,0	1,7	1,6	2,0	2,1
Adjustierter Free Cash Flow Yield	73,4%	63,1%	52,3%	22,4%	23,4%	29,1%	30,4%
Fairer Free Cash Flow Yield	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
= Enterprise Value	7,6	7,6	7,6	7,6	6,9	6,9	6,9
= Fairer Enterprise Value	56,1	48,2	40,0	17,1	16,1	20,0	21,0
- Nettoverschuldung (Cash)	-5,4	-5,4	-5,4	-5,4	-5,0	-5,0	-5,0
- Pensionsverbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Sonstige	1,1	1,1	1,1	1,1	0,0	0,0	0,0
= Faire Marktkapitalisierung	60,3	52,5	44,2	21,4	21,1	25,1	26,0
Aktienanzahl (Mio.)	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3
= Fairer Wert je Aktie (EUR)	25,81	22,45	18,92	9,14	9,04	10,73	11,12
Premium (-) / Discount (+) in %	406,2%	340,2%	271,0%	79,2%	77,3%	110,3%	118,1%

Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)

	13,0%	20,28	17,69	14,98	7,45	7,45	8,75	9,05
	12,0%	21,82	19,02	16,07	7,92	7,90	9,30	9,63
Fairer	11,0%	23,63	20,58	17,37	8,47	8,42	9,95	10,31
Free Cash Flow	10,0%	25,81	22,45	18,92	9,14	9,04	10,73	11,12
Yield	9,0%	28,48	24,74	20,82	9,95	9,81	11,68	12,12
	8,0%	31,81	27,61	23,20	10,97	10,77	12,87	13,36
	7,0%	36,09	31,29	26,25	12,27	12,00	14,40	14,97

Quellen: SINO (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

DCF Modell - SINO

Angaben in Mio. EUR	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Nettoeinkünfte	9,3	9,4	9,4	9,6	9,7	9,9	10,1	10,3	10,6	10,8	11,0	11,2	11,3	11,4
Veränderung	-13,9%	1,0%	0,2%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	1,0%	1,0%
EBT	1,4	1,8	1,9	1,9	1,9	2,0	2,0	2,1	2,1	2,2	2,2	2,2	2,3	2,3
EBT-Marge	14,9%	19,1%	20,1%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Steuerquote	9,6%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%
NOPAT	1,2	1,2	1,2	1,2	1,3	1,3	1,3	1,3	1,4	1,4	1,4	1,5	1,5	1,5
Abschreibungen in % vom Umsatz	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Investitionen	-0,4	-0,4	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Investitionsquote	3,8%	3,7%	3,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%
Übriges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Free Cash Flow (WACC-Modell)	1,1	1,0	1,1	1,2	1,3	1,3	1,3	1,3	1,4	1,4	1,4	1,5	1,5	1,5

Modellparameter

Fremdkapitalquote	0,00%	Beta	1,10
Fremdkapitalzins	n.a.	EK-Zins	9,50%
Markttrendite	9,00%		
Risikofreie Rendite	4,00%	Ewiges Wachstum	1,00%

Wertermittlung (Mio. EUR)

Barwerte bis 2024	10,4		
Terminal Value	5,4		
Verbindlichkeiten	0,0		
Liquide Mittel	3,0	Aktienzahl (Mio.)	2,34
Eigenkapitalwert	18,8	Wert je Aktie (EUR)	8,05

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Ewiges Wachstum

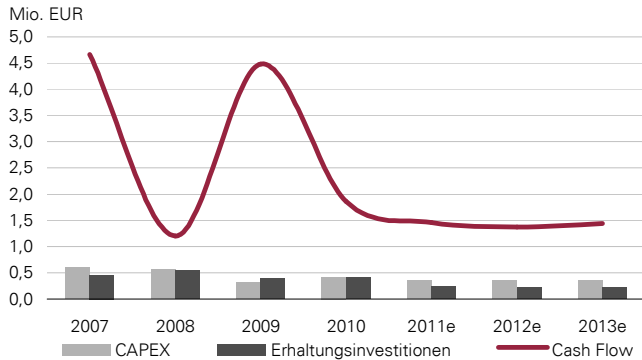
EK-Zins	0,25%	0,50%	0,75%	1,00%	1,25%	1,50%	1,75%
10,50%	7,23	7,27	7,32	7,36	7,41	7,47	7,52
10,00%	7,53	7,58	7,63	7,69	7,75	7,81	7,87
9,75%	7,69	7,75	7,80	7,86	7,93	7,99	8,07
9,50%	7,86	7,92	7,98	8,05	8,12	8,19	8,27
9,25%	8,04	8,11	8,18	8,25	8,32	8,40	8,49
9,00%	8,23	8,30	8,38	8,46	8,54	8,63	8,72
8,50%	8,65	8,74	8,82	8,92	9,02	9,13	9,24

Delta EBT-Marge

EK-Zins	-1,5 PP	-1,0 PP	-0,5 PP	0,0	+0,5 PP	+1,0 PP	+1,5 PP
10,50%	6,88	7,04	7,20	7,36	7,52	7,69	7,85
10,00%	7,18	7,35	7,52	7,69	7,86	8,03	8,19
9,75%	7,34	7,52	7,69	7,86	8,04	8,21	8,38
9,50%	7,52	7,69	7,87	8,05	8,23	8,41	8,58
9,25%	7,70	7,88	8,06	8,25	8,43	8,61	8,80
9,00%	7,89	8,08	8,27	8,46	8,64	8,83	9,02
8,50%	8,32	8,52	8,72	8,92	9,12	9,32	9,52

Quelle: Warburg Research

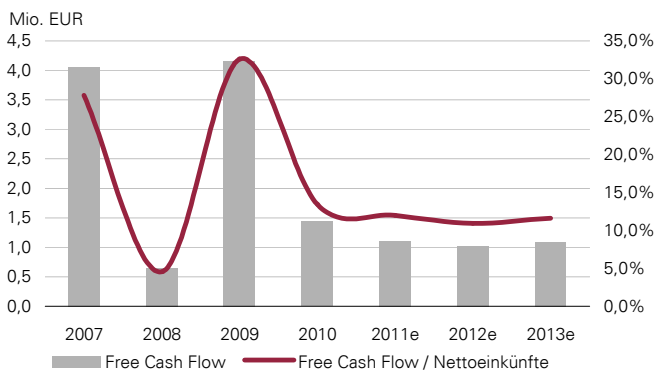
SINO - Investitionen und Cash Flow



Quellen: SINO (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- Investitionen in 2006 sind Grundstein für geringe Investitionen in den kommenden Jahren
- Hohe Cash Flow Generierung nahezu unabhängig von Investitionstätigkeit

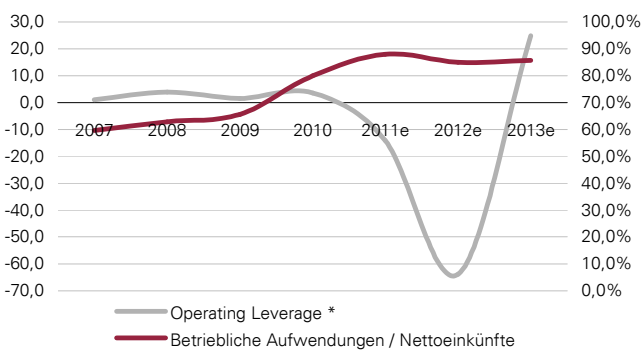
SINO - Free Cash Flow Generation



Quellen: SINO (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- Cash Flow Generierung ist stark korreliert mit der Ergebnisentwicklung
- Orderaktivität schlägt sich direkt auf den Free Cash Flows nieder
- Deutlich positive Cash Flow auch bei sinkenden Einkünften

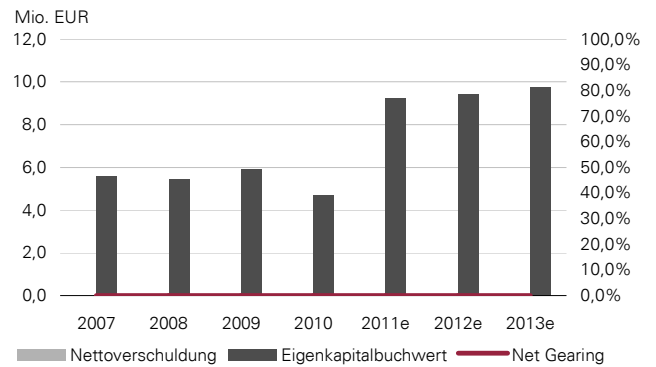
SINO - Operating Leverage



Quellen: SINO (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- Kostenstrukturen sind überschaubar und sehr erfolgsabhängig
- sino vereinnahmt Retrozessionszahlung (Provisionen) und weist somit keine Aufw. für die Orderausführung aus. Daher hoher Anteil betr. Aufwendungen

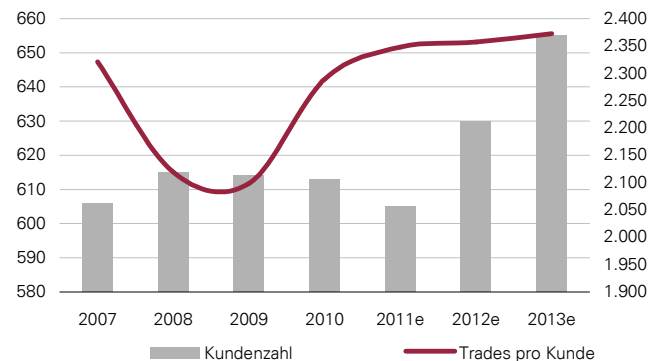
SINO - Bilanzqualität



Quellen: SINO (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- Reine Eigenkapitalfinanzierung
- Geänderte Dividendenpolitik führt zu steigendem EK

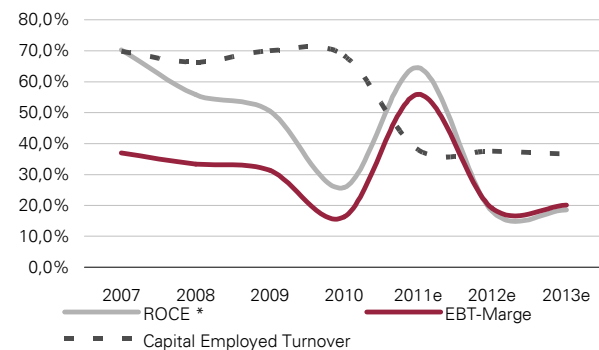
SINO - Kundenentwicklung



Quellen: SINO (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- Kontinuierliches Kundenwachstum
- Stabile Kundenentwicklung im "schwierigen" Kapitalmarktumfeld
- Hohe Stabilität der Kundenaktivität

SINO - ROCE Entwicklung



Quellen: SINO (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- Schlankes Geschäftsmodell und Ausschüttung führen zu hohem ROCE
- EBT 2011 durch Bewertungseffekt bei der Konsolidierung der tick Trading Software AG beeinflusst

Rechtshinweis / Disclaimer

Dieser Research Report wurde von der Warburg Research GmbH, einer Tochter der M.M.Warburg & CO KGaA, erstellt; er enthält ausgewählte Informationen und erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit. Die Analyse stützt sich auf allgemein zugängliche Informationen und Daten ("die Information"), die als zuverlässig gelten. Die Warburg Research GmbH hat die Information jedoch nicht auf ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit geprüft und übernimmt für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Information keine Haftung. Etwaige unvollständige oder unrichtige Informationen begründen keine Haftung der M.M.Warburg & CO KGaA oder der Warburg Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, und M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH haften nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernehmen M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH keine Haftung für in diesen Analysen enthaltene Aussagen, Planungen oder sonstige Einzelheiten bezüglich der untersuchten Unternehmen, deren verbundener Unternehmen, Strategien, konjunkturelle, Markt- und/oder Wettbewerbslage, gesetzliche Rahmenbedingungen usw. Obwohl die Analyse mit aller Sorgfalt zusammengestellt wurde, können Fehler oder Unvollständigkeiten nicht ausgeschlossen werden. M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH, deren Anteilseigner und Angestellte übernehmen keine Haftung für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen oder Schlüsse, die aus in dieser Analyse enthaltenen Informationen abgeleitet werden. Soweit eine Analyse im Rahmen einer bestehenden vertraglichen Beziehung, z.B. einer Finanzberatung oder einer ähnlichen Dienstleistung, ausgehändigt wird, ist die Haftung der M.M.Warburg & CO KGaA und der Warburg Research GmbH auf grobe Fahrlässigkeit und Vorsatz begrenzt. Sollten wesentliche Angaben unterlassen worden sein, haften M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH für einfache Fahrlässigkeit. Der Höhe nach ist die Haftung von M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH auf Ersatz von typischen und vorhersehbaren Schäden begrenzt. Die Analyse stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers dar. Es ist möglich, dass Gesellschafter, Geschäftsleitung oder Angestellte der M.M.Warburg & CO KGaA oder der Warburg Research GmbH in verantwortlicher Stellung, z.B. als Mitglied des Aufsichtsrats, in den in der Analyse genannten Gesellschaften tätig sind. Die in dieser Analyse enthaltenen Meinungen können ohne Ankündigung geändert werden. Alle Rechte vorbehalten.

Urheberrechte

Das Werk einschließlich aller Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Speicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Erklärung gemäß § 34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

Gemäß § 34 b WpHG und FinAnV besteht u.a. die Verpflichtung bei einer Finanzanalyse auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf das analysierte Unternehmen hinzuweisen. In diesem Zusammenhang weisen wir auf folgendes hin:

- M.M.Warburg & CO KGaA oder Warburg Research GmbH hat mit diesem Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung einer Finanzanalyse getroffen.

Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht und danach geändert.

Die Bewertung, die der Anlageempfehlung für das hier analysierte Unternehmen zugrunde liegt, stützt sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie das DCF-Modell, Peer-Gruppen-Vergleich und – wo möglich – ein Sum-of-the-parts-Modell.

M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH haben interne organisatorische und regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenkonflikten vorzubeugen und diese, sofern vorhanden, offen zulegen.

Die von M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH hergeleiteten Bewertungen, Empfehlungen und Kursziele für die analysierten Unternehmen werden ständig überprüft und können sich daher ändern, sollte sich einer der diesen zugrunde liegenden fundamentalen Faktoren ändern.

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Finanzanalyse angegeben werden, sind Schlusskurse des in der Analyse angegebenen Datums, soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird.

Weder die Analysten der M.M.Warburg & CO KGaA noch die Analysten der Warburg Research GmbH beziehen eine Vergütung - weder direkt noch indirekt - aus Investmentbankinggeschäften der M.M.Warburg Bank oder eines mit ihr verbundenen Unternehmens.

M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH unterliegen der Aufsicht durch die BaFin – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.

Anlageempfehlung: Erwartete Entwicklung des Preises des Finanzinstruments bis zum angegebenen Kursziel, nach Meinung des dieses Finanzinstrument betreuenden Analysten.

K Kaufen: Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten steigt.

H Halten: Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten weitestgehend stabil bleibt.

V Verkaufen: Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten fällt.

“-“ Empfehlung ausgesetzt: Die Informationslage lässt eine Beurteilung des Unternehmens momentan nicht zu.

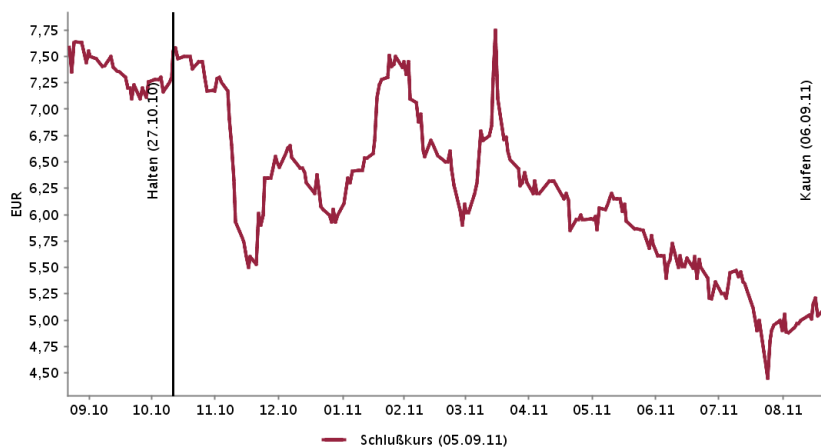
M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	130	73%
Halten	43	24%
Verkaufen	4	2%
Empf. ausgesetzt	0	0%
Gesamt	177	

M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung, unter Berücksichtigung nur der Unternehmen, für die veröffentlichungspflichtige Informationen gemäß § 34b WpHG und FinAnV vorliegen:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	115	76%
Halten	36	24%
Verkaufen	1	1%
Empf. ausgesetzt	0	0%
Gesamt	152	

**Kurs- und Empfehlungs-Historie
SINO AG am 06.09.11**



Im Chart werden Markierungen angezeigt, wenn die Warburg Research GmbH in den vergangenen 12 Monaten das Rating geändert hat. Jede Markierung repräsentiert das Datum und den Schlusskurs am Tag der Ratinganpassung.

Warburg Research GmbH

Hermannstraße 9 | 20095 Hamburg | www.warburg-research.com

Tel.: +49 40 309537-0 | Fax: +49 40 309537-110 | info@warburg-research.com



WARBURG RESEARCH

Christian Bruns Head of Research	+49 40 309537-253 cbruns@warburg-research.com
Christian Cohrs	+49 40 309537-175 ccohrs@warburg-research.com
Felix Ellmann	+49 40 309537-120 fellmann@warburg-research.com
Jörg Philipp Frey	+49 40 309537-258 jfrey@warburg-research.com
Ulrich Huwald	+49 40 309537-255 uhuwald@warburg-research.com
Thilo Kleibauer	+49 40 309537-257 tkleibauer@warburg-research.com
Torsten Klingner	+49 40 309537-260 tklingner@warburg-research.com
Eggert Kuls	+49 40 309537-256 ekuls@warburg-research.com
Frank Laser	+49 40 309537-235 flaser@warburg-research.com
Andreas Pläsier	+49 40 309537-246 aplaesier@warburg-research.com
Thomas Rau	+49 40 309537-220 trau@warburg-research.com

Henner Rüschemier Head of Research	+49 40 309537-270 hrueschmeier@warburg-research.com
Jochen Reichert	+49 40 309537-130 jreichert@warburg-research.com
Christopher Rodler	+49 40 309537-290 crodler@warburg-research.com
Malte Schaumann	+49 40 309537-170 mschaumann@warburg-research.com
Susanne Schwartz	+49 40 309537-155 sschwartz@warburg-research.com
Oliver Schwarz	+49 40 309537-250 oschwarz@warburg-research.com
Marc-René Tonn	+49 40 309537-259 mtonn@warburg-research.com
Björn Voss	+49 40 309537-254 bvoss@warburg-research.com
Andreas Wolf	+49 40 309537-140 awolf@warburg-research.com
Stephan Wulf	+49 40 309537-150 swulf@warburg-research.com

Björn Blunck Business Support	+49 40 309537-160 bblunck@warburg-research.com
Daniel Bonn Business Support	+49 40 309537-205 dbonn@warburg-research.com
Annika Boysen Business Support	+49 40 309537-202 aboysen@warburg-research.com

Markus Pähler Business Support	+49 40 309537-221 mpaehler@warburg-research.com
Katrin Wauker Business Support	+49 40 309537-200 kwauker@warburg-research.com
Claudia Vedder Business Support	+49 40 309537-105 cvedder@warburg-research.com

M.M. Warburg & CO KGaA

Ferdinandstraße 75 | 20095 Hamburg | www.mmwarburg.com

Tel.: +49 40 3282-0 | Fax: +49 40 3618-1000 | info@mmwarburg.com



M. M. WARBURG & CO

1798

Oliver Merckel Head of Sales Trading	+49 40 3282-2634 omerckel@mmwarburg.com
Thekla Struve Sales Trading	+49 40 3282-2668 tstruve@mmwarburg.com
Gudrun Bolsen Sales Trading	+49 40 3282-2679 gbolsen@mmwarburg.com
Bastian Quast Sales Trading	+49 40 3282-2701 bquast@mmwarburg.com
Patrick Schepelmann Sales Trading	+49 40 3282-2700 pschepelmann@mmwarburg.com
Jörg Treptow Sales Trading	+49 40 3282-2658 jtreptow@mmwarburg.com

Holger Nass Head of Equity Sales	+49 40 3282-2669 hnass@mmwarburg.com
Christian Alisch Equity Sales	+49 40 3282-2667 calisch@mmwarburg.com
Cynthia Chavanon Equity Sales	+49 40 3282-2630 cchavanon@mmwarburg.com
Robert Conredel Equity Sales	+49 40 3282-2633 rconredel@mmwarburg.com
Matthias Fritsch Equity Sales	+49 40 3282-2696 mfritsch@mmwarburg.com
Michael Kriszun Equity Sales	+49 40 3282-2695 mkriszun@mmwarburg.com
Marc Niemann Equity Sales	+49 40 3282-2660 mniemann@mmwarburg.com
Dirk Rosenfelder Equity Sales	+49 40 3282-2692 drosenfelder@mmwarburg.com
Marco Schumann Equity Sales	+49 40 3282-2665 mschumann@mmwarburg.com
Julian Straube Equity Sales	+49 40 3282-2666 jstraube@mmwarburg.com
Philipp Stumpfegger Equity Sales	+49 40 3282-2635 pstumpfegger@mmwarburg.com

Andrea Carstensen Sales Assistance	+49 40 3282-2632 acarstensen@mmwarburg.com
Kerstin Tscherner Sales Assistance	+49 40 3282-2703 ktscherner@mmwarburg.com
Katharina Bruns Roadshow / Marketing	+49 40 3282-2694 kbruns@mmwarburg.com