

Kaufen (alt: Kaufen)**Kursziel EUR 8,00** (alt: 8,00)

Kurs EUR 4,65
Bloomberg XTP GR
Reuters XTPG
Branche Finanzdienstleister

Spezialisierter Broker für Heavy Trader mit eigener Handelsplattform.



Aktien Daten: 07.11.2011 / Schlusskurs

Marktkapitalisierung: EUR 10,9 Mio.
Enterprise Value (EV): EUR 5,8 Mio.
Buchwert: EUR 9,2 Mio.
Aktienanzahl: 2,3 Mio.
Handelsvolumen Ø: EUR 37,5 Tsd.

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

Änderung	2010/11e		2011/12e		2012/13e	
	alt	Δ%	alt	Δ%	alt	Δ%
Nettoeink	9,3	0	9,4	0	9,4	0
EBT	5,2	0	1,8	0	1,9	0,0
EPS	2,00	0	0,50	0	0,52	0

Analyse: Warburg Research
 Publikationsdatum: 08.11.2011
 Analyst: Henner Rüschemier +49 (0)40-309537-270
 hrueschmeier@warburg-research.com

Steuerdiskussion überschattet Zahlen

Sino hat am 3.11. nach Börsenschluss Zahlen zum Geschäftsjahr 2010/11 für die AG vorgelegt. Die Gesamterlöse liegen mit EUR 9,7 Mio. auf AG-Ebene leicht über den Erwartungen für den Konzern von EUR 9,3 Mio. Das EBT lag mit EUR 1,35 Mio. im Rahmen unserer Erwartungen und der vom Unternehmen gegeben Guidance von EUR 1,2 bis 1,35 Mio. Da auf Konzernebene ein nicht liquiditätswirksamer a.o. Ertrag in Höhe von 3,8 Mio. aufgrund von Bewertungseffekten gem. IFRS bei der Bilanzierung der Tochtergesellschaft Trading Software AG anfällt, wird auf Konzernebene weiterhin ein EBT in Höhe von EUR 5,2 Mio. erwartet.

Das abgeschlossene Geschäftsjahr spiegelt nicht das Ertragspotenzial der Gesellschaft wieder, da das Jahr durch diverse Aufwendungen belastet wurde, die in den kommenden Jahren zum Teil nicht mehr anfallen sollten. Zu nennen sind die Sonderbeiträge für die Entschädigungseinrichtung der Wertpapierhandelsunternehmen (EDW), die gegenüber dem Vorjahr bereits signifikant von TEUR 542 auf TEUR 176 gesunken sind. Das Unternehmen geht weiterhin gegen die Erhebung dieser Beiträge rechtlich vor. Weitere Belastungsfaktoren im abgelaufenen Geschäftsjahr waren Abschreibungen in Höhe von TEUR 231 im Rahmen der Einstellung der sino institutional GmbH, Personalaufwand durch das Ausscheiden von Herrn Piethe und Aufwendungen aufgrund des Aufbaus des Büros in Wien. Vor diesem Hintergrund sollte die Kostenseite in den nächsten Jahren entlastet werden und die Aufwandsquote sinken.

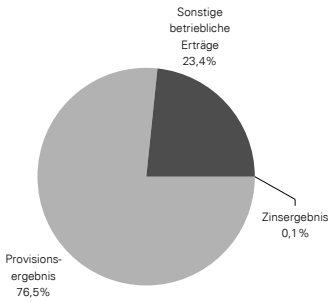
Thematisch wird die Aktie aktuell stark belastet durch die wieder verstärkten Diskussionen über die Einführung einer Finanztransaktionssteuer. In den letzten Wochen ist die Wahrscheinlichkeit einer Einführung im EURO-Raum gestiegen. Dies würde für den Finanzplatz Deutschland einen erheblichen Wettbewerbsnachteil, insbesondere gegenüber London, bedeuten. Von einer Einführung dürfte sino aufgrund der hohen Tradingaktivität seiner Kundschaft deutlich betroffen sein, da von stark sinkenden Transaktionszahlen auszugehen ist. Inwieweit Kunden auf London ausweichen werden und in welcher Form sino seine Kunden in einem solchen Szenario Lösungen anbieten kann, ist derzeit schwer abschätzbar. Eine Anpassung des Prognosemodells an ein solches Szenario wird aktuell nicht vorgenommen, da die Einzelheiten einer solchen Finanztransaktionssteuer heute noch völlig unklar sind. Klar ist jedoch, dass die Folgen sicherlich mit deutlichen Einbußen hinsichtlich des Geschäftsvolumens verbunden wären. In welchem Ausmaß eine solche Steuer dem Kapitalmarkt Liquidität entzieht und hierdurch die Ineffizienz erhöht und somit neue Potenziale bietet, ist heute kaum abschätzbar.

Aufgrund seiner äußerst flexiblen Unternehmens- und damit verbundenen Kostenstruktur sollte sino auch in einem solch schwierigen Umfeld im Wettbewerbsvergleich operativ überdurchschnittlich performen. Bewertungsseitig würde dies jedoch voraussichtlich zu einem geringeren fairen Wert führen.

Das aktuelle Bewertungsniveau spiegelt diese hohe Unsicherheit jedoch bereits wieder. Das DCF-basierte Kursziel von EUR 8,00 sowie ein KGV von rund 9 bei einem Nettocashbestand von rund EUR 4,5 Mio. sowie ein EV/EBT von 3 unterstreichen das günstige Bewertungsniveau. Das Rating lautet unverändert Kaufen.

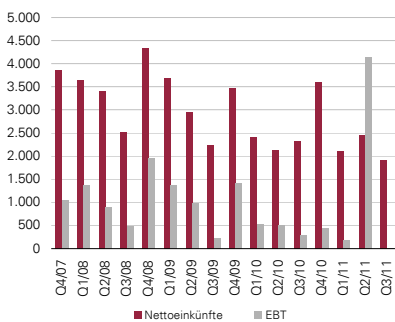
Geschäftsjahresende: 30.9.	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11e	2011/12e	2012/13e
In EUR Mio							
Nettoeinkünfte	14,6	14,1	12,8	10,7	9,3	9,4	9,4
<i>Veränderung yoy</i>	13,5 %	-3,2 %	-9,5 %	-15,9 %	-13,9 %	1,0 %	0,2 %
EBT	5,4	4,7	4,0	1,7	5,2	1,8	1,9
<i>EBT-Marge</i>	37,0 %	33,3 %	31,3 %	16,3 %	55,9 %	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>	27,5 %	17,2 %	17,2 %	4,7 %	5,2 %	8,6 %	9,0 %
EV/Nettoeinkünfte	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6
EV/EBT	1,2	1,4	1,6	3,8	1,1	3,3	3,1
KGV	3,8	3,8	4,7	17,2	2,3	9,3	8,9
ROCE	70,3 %	55,8 %	50,5 %	25,7 %	64,5 %	18,1 %	18,6 %
Adj. Free Cash Flow Yield	85,1 %	73,1 %	60,6 %	25,9 %	27,6 %	34,3 %	35,9 %

Nettoeinkünfte nach Ergebnisquellen
2010



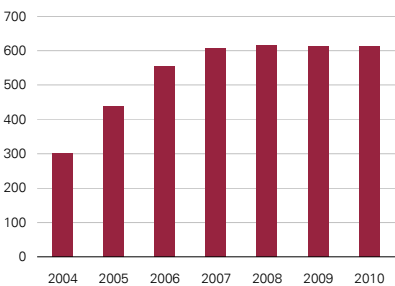
Quelle: SINO

Entwicklung Nettoeinkünfte und EBT
in Tsd. EUR



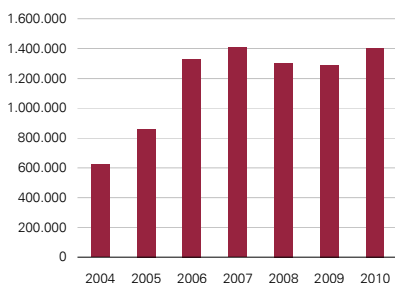
Quelle: SINO

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	85,1%	73,1%	60,6%	25,9%	27,6%	34,3%	35,9%
Fairer Free Cash Flow Yield	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
= Enterprise Value	6,6	6,6	6,6	6,6	5,8	5,8	5,8
= 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 %	455,0%	382,7%	306,9%	96,5%	94,5%	130,6%	139,1%

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%
Marktrendite	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**

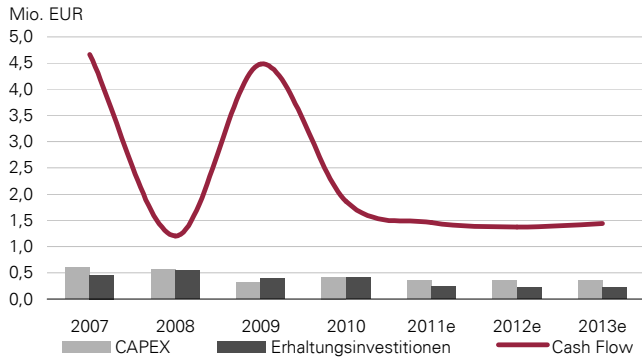
EK-Zins	0,25%	0,50%	0,75%	1,00%	1,25%	1,50%	1,75%
10,50%	7,23	7,27	7,32	7,36	7,41	7,47	7,52
10,00%	7,53	7,58	7,63	7,69	7,75	7,81	7,87
9,75%	7,69	7,75	7,80	7,86	7,93	7,99	8,07
9,50%	7,86	7,92	7,98	8,05	8,12	8,19	8,27
9,25%	8,04	8,11	8,18	8,25	8,32	8,40	8,49
9,00%	8,23	8,30	8,38	8,46	8,54	8,63	8,72
8,50%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

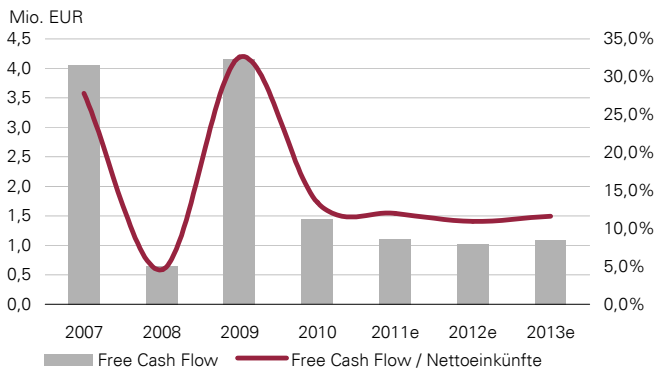
SINO - Investitionen und Cash Flow



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

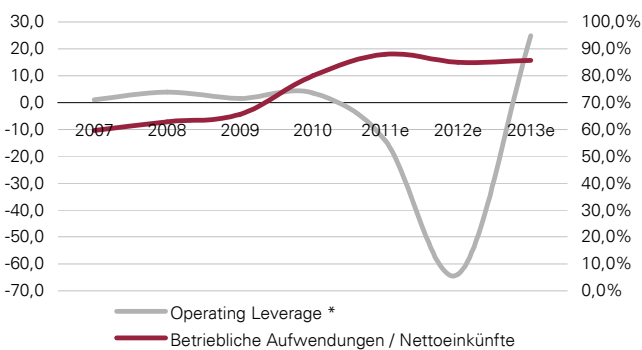
SINO - Free Cash Flow Generation



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

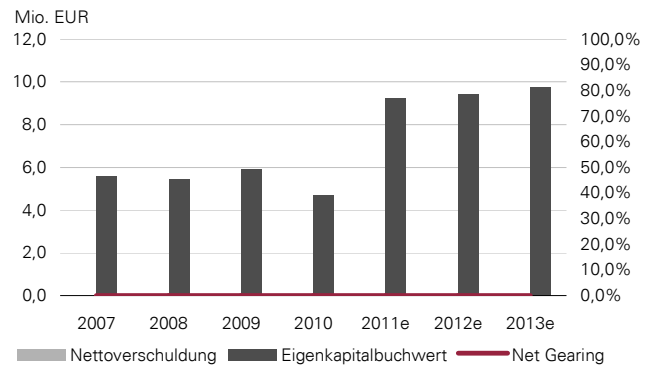
SINO - Operating Leverage



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

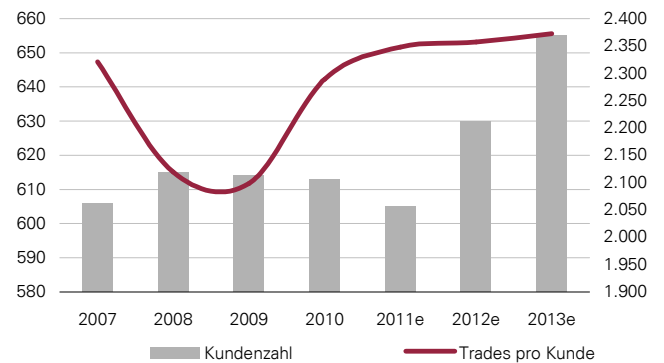
SINO - Bilanzqualität



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

- Reine Eigenkapitalfinanzierung
- Geänderte Dividendenpolitik führt zu steigendem EK

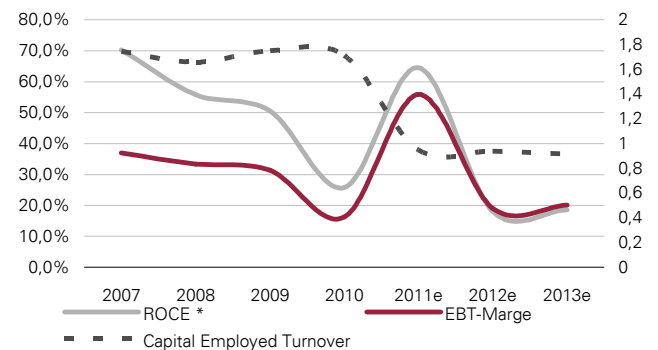
SINO - Kundenentwicklung



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.

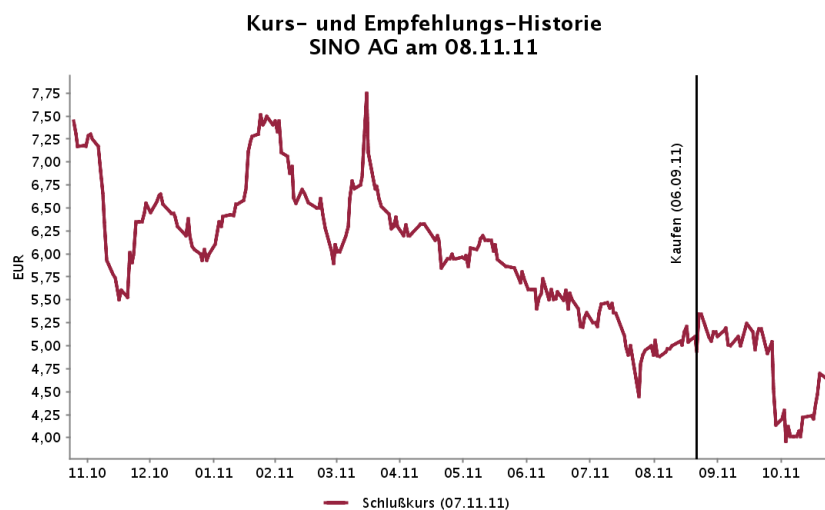
“-“ Empfehlung ausgesetzt: Die Informationslage lässt eine Beurteilung des Unternehmens momentan nicht zu.

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

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	128	72%
Halten	43	24%
Verkaufen	6	3%
Empf. ausgesetzt	1	1%
Gesamt	178	

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	107	77%
Halten	30	22%
Verkaufen	1	1%
Empf. ausgesetzt	1	1%
Gesamt	139	



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	Henner Rüschemier Head of Research	+49 40 309537-270 hrueschmeier@warburg-research.com
Christian Cohrs	+49 40 309537-175 ccohrs@warburg-research.com	Thomas Rau	+49 40 309537-220 trau@warburg-research.com
Felix Ellmann	+49 40 309537-120 fellmann@warburg-research.com	Jochen Reichert	+49 40 309537-130 jreichert@warburg-research.com
Jörg Philipp Frey	+49 40 309537-258 jfrey@warburg-research.com	Christopher Rodler	+49 40 309537-290 crodler@warburg-research.com
Ulrich Huwald	+49 40 309537-255 uhuwald@warburg-research.com	Malte Schaumann	+49 40 309537-170 mschaumann@warburg-research.com
Thilo Kleibauer	+49 40 309537-257 tkleibauer@warburg-research.com	Susanne Schwartz	+49 40 309537-155 sschwartz@warburg-research.com
Torsten Klingner	+49 40 309537-260 tklingner@warburg-research.com	Oliver Schwarz	+49 40 309537-250 oschwarz@warburg-research.com
Eggert Kuls	+49 40 309537-256 ekuls@warburg-research.com	Marc-René Tonn	+49 40 309537-259 mtonn@warburg-research.com
Frank Laser	+49 40 309537-235 flaser@warburg-research.com	Björn Voss	+49 40 309537-254 bvoss@warburg-research.com
Malte Räter	+49 40 309537-185 mraether@warburg-research.com	Andreas Wolf	+49 40 309537-140 awolf@warburg-research.com
Andreas Pläsier	+49 40 309537-246 aplaesier@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	Markus Pähler Business Support	+49 40 309537-221 mpaehler@warburg-research.com
Daniel Bonn Business Support	+49 40 309537-205 dbonn@warburg-research.com	Claudia Vedder Business Support	+49 40 309537-105 cvedder@warburg-research.com
Annika Boysen Business Support	+49 40 309537-202 aboysen@warburg-research.com	Katrin Wauker Business Support	+49 40 309537-200 kwauker@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	Holger Nass Head of Equity Sales	+49 40 3282-2669 hnass@mmwarburg.com
Thekla Struve Sales Trading	+49 40 3282-2668 tstruve@mmwarburg.com	Christian Alisch Equity Sales	+49 40 3282-2667 calisch@mmwarburg.com
Gudrun Bolsen Sales Trading	+49 40 3282-2679 gbolsen@mmwarburg.com	Cynthia Chavanon Equity Sales	+49 40 3282-2630 cchavanon@mmwarburg.com
Bastian Quast Sales Trading	+49 40 3282-2701 bquast@mmwarburg.com	Robert Conredel Equity Sales	+49 40 3282-2633 rconredel@mmwarburg.com
Patrick Schepelmann Sales Trading	+49 40 3282-2700 pschepelmann@mmwarburg.com	Matthias Fritsch Equity Sales	+49 40 3282-2696 mfritsch@mmwarburg.com
Jörg Treptow Sales Trading	+49 40 3282-2658 jtreptow@mmwarburg.com	Michael Kriszun Equity Sales	+49 40 3282-2695 mkriszun@mmwarburg.com
Andrea Carstensen Sales Assistance	+49 40 3282-2632 acarstensen@mmwarburg.com	Marc Niemann Equity Sales	+49 40 3282-2660 mniemann@mmwarburg.com
Kerstin Tscherner Sales Assistance	+49 40 3282-2703 ktscherner@mmwarburg.com	Dirk Rosenfelder Equity Sales	+49 40 3282-2692 drosenfelder@mmwarburg.com
Katharina Bruns Roadshow / Marketing	+49 40 3282-2694 kbruns@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