

## Smartbroker Holding AG <sup>\*5a,7,11</sup>

### Operative Ertragskraft verbessert und Prognosen sowie Kursziel bestätigt

**Branche:** Fintech / Internet-Dienstleister  
**Fokus:** Online-Brokerage, Online-Werbung, Finanz-Community/Finanznachrichten  
**Gegründet:** 1998

**Mitarbeiter:** 279 (Ø H1 2026)  
**Hauptsitz:** Berlin  
**Vorstand:** André Kolbinger (CEO), Michael Bulgrin, Oliver Haugk, Stefan Zmojda

Die Smartbroker Holding AG betreibt ein integriertes Geschäftsmodell aus digitalen Finanzmedien und Online-Brokerage. Im Segment Brokerage bietet das Unternehmen mit SMART-BROKER+ einen kostengünstigen Zugang zu nationalen und internationalen Handelsplätzen sowie ein breites Wertpapierangebot. Das Segment Media umfasst unter anderem die Finanzportale wallstreetONLINE, ARIVA.DE, FinanzNachrichten.de und BörsenNews.de. Durch die hohe Reichweite der Portale kann die Gesellschaft potenzielle Brokerage-Kunden zielgerichtet und zu vergleichsweise geringen Kosten ansprechen. Gleichzeitig profitiert das Mediengeschäft von der Vermarktung finanzmarktaffiner Nutzergruppen. Die Verbindung beider Segmente schafft Synergien bei Kundengewinnung, Datenanalyse und Monetarisierung und bildet die Grundlage für eine zunehmend skalierbare Ergebnisentwicklung.

|                    | GJ 2024 | GJ 2025 | GJ 2026e | GJ 2027e | GJ 2028e |
|--------------------|---------|---------|----------|----------|----------|
| Umsatz             | 52,48   | 68,28   | 70,00    | 83,00    | 99,00    |
| EBITDA             | 8,97    | -0,33   | 0,50     | 11,50    | 22,00    |
| EBIT               | -1,70   | -10,60  | -8,20    | 4,50     | 15,80    |
| Netto-Ergebnis     | -1,39   | -10,56  | -8,15    | 4,00     | 13,00    |
| Gewinn je Aktie    | -0,08   | -0,63   | -0,49    | 0,24     | 0,77     |
| Dividende je Aktie | 0,00    | 0,00    | 0,00     | 0,00     | 0,00     |
| EV/Umsatz          | 2,43    | 1,87    | 1,82     | 1,54     | 1,29     |
| EV/EBITDA          | 14,22   | -388,66 | 254,96   | 11,09    | 5,79     |
| EV/EBIT            | -74,94  | -12,02  | -15,55   | 28,33    | 8,07     |
| KGV                | -102,71 | -13,54  | -17,54   | 35,74    | 11,00    |
| KBV                |         | 4,00    |          |          |          |

#### Investment Case

- **Hybrides Geschäftsmodell:** Kombination aus wachstumsstarkem Brokerage-Geschäft und profitablen Media-Segment schafft stabile Ertragsbasis sowie direkten Zugang zu finanzinteressierten Privatanlegern.
- **Smartbroker+ als zentraler Wachstumstreiber:** Die deutlich ausgebaute Kundenbasis, steigende Depotvolumina und hohe Handelsaktivität bilden die Grundlage für eine zunehmende Monetarisierung der Plattform.
- **Starker Ergebnisanker Media:** Die Finanzportale der Gruppe liefern hohe Reichweite, stabile Umsätze und positive Ergebnisbeiträge, wodurch die Wachstumsinvestitionen in Smartbroker+ mitfinanziert werden können.
- **Skaleneffekte ab 2027 erwartet:** Nach dem Investitionsjahr 2026 sollte die bestehende technische und regulatorische Infrastruktur zunehmend besser ausgelastet werden, was zu einer deutlichen Margenverbesserung führen dürfte.
- **Zusätzliche Wachstumspotenziale:** B2B-Trading-API, Heavy-Trader-Angebote, neue Konto- und Depottypen, KI-gestützte Funktionen sowie das Altersvorsorgedepot.
- **Solide Finanzbasis:** Hohe Eigenkapitalquote und positive Nettofinanzposition ermöglichen die Finanzierung weiterer Investitionen aus eigener Kraft.

**Bewertung:** Kaufen  
**Kursziel:** 17,80 €

#### Aktie und Stammdaten



Xetra-Kurs 17.09.26 10:58 8,52 €  
Symbol SB1  
ISIN DE000A2GS609  
WKN A2GS60  
Anzahl der Aktien (in Mio.): 16,78  
MCap (in Mio. €) 142,98  
Enterprise Value (in Mio. €) 127,48

Marktsegment Freiverkehr  
Geschäftsjahr 31. Dezember  
Rechnungslegung HGB

#### Aktionärsstruktur

Gründer André Kolbinger / Familie 59%  
André & Jeannette Kolbinger / AKD  
Private Equity  
Vorstand und Aufsichtsrat (exkl. André Kolbinger) 5%  
Streubesitz 36%

#### Finanztermine

#### Analysten

Matthias Greiffenberger (greiffenberger@gbc-ag.de)  
Cosmin Filker (filker@gbc-ag.de)

#### Letzter GBC-Research

Datum: Veröffentlichung / Kursziel / Bewertung  
16.07.2026: RS / 17,80 / KAUFEN  
17.03.2026: RS / 17,60 / KAUFEN  
08.01.2026: RS / 17,60 / KAUFEN  
10.11.2025: RS / 17,50 / KAUFEN  
\*\* Die oben genannten Researchberichte können unter [www.gbc-ag.de](http://www.gbc-ag.de) abgerufen werden.

Fertigstellung: 17.09.2026 (11:30 Uhr)  
Erste Weitergabe: 17.09.2026 (13:00 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2027

\*Katalog der möglichen Interessenkonflikte auf S.13

#### WICHTIGER HINWEIS:

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis sowie die Offenlegung möglicher Interessenkonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 10.

Hinweis gemäß MiFID-II-Regulierung für Research „Geringfügige nichtmonetäre Zuwendung“: Vorliegendes Research erfüllt nach Einschätzung der GBC AG die Voraussetzungen für die Einstufung als „geringfügige nichtmonetäre Zuwendung“. Nähere Informationen hierzu finden Sie in der Offenlegung unter „I. Research unter MiFID II“.

Hinweis zu Issuer-Sponsored Research: Vorliegende Researchstudie ist Issuer-Sponsored Research und wurde in Übereinstimmung mit dem EU-Verhaltenskodex (EU Code of Conduct) für Issuer-Sponsored Research erstellt.

## GESCHÄFTSENTWICKLUNG H1 2026

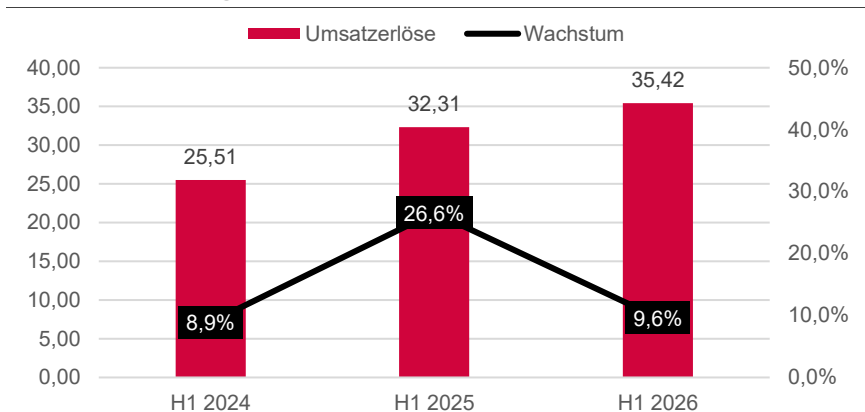
| in Mio. €        | H1 2023 | H1 2024 | H1 2025 | H1 2026 |
|------------------|---------|---------|---------|---------|
| Umsatzerlöse     | 23,43   | 25,51   | 32,31   | 35,42   |
| EBITDA           | 1,70    | 2,92    | 0,06    | 2,20    |
| EBITDA-Marge     | 7,2%    | 11,4%   | 0,2%    | 6,2%    |
| EBIT             | -0,49   | -2,19   | -5,16   | -2,98   |
| EBIT-Marge       | -2,1%   | -8,6%   | -16,0%  | -8,4%   |
| Jahresüberschuss | -1,73   | -2,09   | -5,24   | -2,95   |
| EPS in €         | -0,11   | -0,12   | -0,31   | -0,18   |

Quellen: Smartbroker Holding AG; GBC AG

### Umsatzentwicklung im H1 2026

Der Konzernumsatz stieg im ersten Halbjahr 2026 auf 35,42 Mio. € (VJ: 32,31 Mio. €). Damit lag die Smartbroker-Gruppe sowohl über dem Vorjahreswert als auch über dem internen Plan von 34,70 Mio. €. Das Wachstum wurde von beiden Segmenten getragen, wobei das Transaktionsgeschäft mit einem Umsatzanteil von rund 59 % erneut der größere Geschäftsbereich war.

#### Umsatzentwicklung (in Mio. €)



Quellen: Smartbroker Holding AG; GBC AG

Im Segment Transaktion erhöhten sich die Umsatzerlöse um 11,7 % auf 21,00 Mio. € (VJ: 18,80 Mio. €). Die operative Entwicklung war stärker als es die Neukundenzahl allein erkennen lässt. Zum 30.06.2026 betreute die Gruppe mehr als 285.000 Kunden nach 222.000 Kunden zum Vorjahresstichtag. Das betreute Kundenvermögen nahm um 43,4 % auf 17,5 Mrd. € (VJ: 12,2 Mrd. €) zu und wuchs damit erheblich schneller als die Kundenbasis. Das durchschnittliche Vermögen je Kunde erhöhte sich auf 61.404 € (VJ: 54.955 €). Zugleich stieg die Zahl der Trades um 58,6 % auf 4,7 Mio. (VJ: 2,9 Mio.). Im Juni erreichte Smartbroker+ mit rund 860.000 Transaktionen einen neuen Monatsrekord. Die Zahl der ausgeführten Sparpläne belief sich im Juni auf 154.000 und lag damit annähernd doppelt so hoch wie im Vorjahresmonat. Diese Kennzahlen zeigen eine intensivere Nutzung der Plattform und eine zunehmende Monetarisierung der vorhandenen Kundenbasis.

Mit rund 31.000 Bruttoneukunden blieb die Akquisition jedoch hinter der ursprünglichen Planung zurück. Nach einem starken Januar und Februar mit zusammen mehr als 14.000 Neukunden schwächte sich die Zahl der Depotöffnungen ab März ab. Der durchschnittliche Aufwand je Neukunde erhöhte sich nach Unternehmensangaben von rund 120 € auf etwa 160 €. Das Management hat die

Marketingleitung neu besetzt und richtet Kampagnen stärker auf messbare Kanäle wie Search und Social Media aus. Wir sehen die Entwicklung nicht als Hinweis auf eine rückläufige Produktnutzung, da Trades, Sparpläne und Kundenvermögen klar gestiegen sind. Eine anhaltend niedrige Neukundendynamik würde den mittelfristigen Skalierungspfad dennoch verzögern und bleibt daher der wichtigste operative Beobachtungspunkt.

Die Produktentwicklung konzentrierte sich auf die Vorbereitung des Altersvorsorgedepots, dessen Marktstart für Januar 2027 vorgesehen ist. Daneben wurden Instant Payment und Lastschriftverfahren ergänzt, weitere Ordertypen sowie Chart- und Analysefunktionen eingeführt und die Trading-API weiterentwickelt. Mit einem eigenen Heavy-Trader-Frontend, Juniordepots und Vollmachten sollen zusätzliche Kundengruppen erschlossen werden. Der Aufbau einer eigenen Datenplattform und des Bereichs Data und AI soll die Produktentwicklung, das Marketing und interne Abläufe stärker datenbasiert steuern.

Die wirtschaftliche Umstellung auf ein Geschäftsmodell ohne Payment for Order Flow wurde nach Angaben des Managements bereits ab März 2026 umgesetzt; das gesetzliche Verbot trat zum 01.07.2026 vollständig in Kraft. Der Wegfall belastet die berichteten Umsätze, wurde aber durch neu verhandelte Konditionen für Wertpapierabwicklung, Konto- und Depotführung sowie zinsnahe Leistungen weitgehend kompensiert. Dass das Transaktionssegment im ersten Halbjahr trotz dieser Umstellung seine operative Ertragskraft gesteigert hat, stützt die Annahme eines weitgehend ergebnisneutralen PFOF-Effekts.

Auch das Media-Segment erhöhte seine Umsätze um 6,7 % auf 14,40 Mio. € (VJ: 13,50 Mio. €). Die Finanzportale erzielten rund 1,5 Mrd. Seitenaufrufe und lagen damit auf dem hohen Vorjahresniveau. Die durchschnittliche Zahl der monatlichen Nutzer stieg dabei von 4,1 Mio. auf 4,9 Mio. Damit bleibt das Media-Geschäft ein stabiler Umsatz- und Ergebnisanker. Zugleich verfügt die Gruppe über einen direkten und kosteneffizienten Zugang zu finanzinteressierten Privatanlegern, der insbesondere bei der Vermarktung des Altersvorsorgedepots einen strategischen Vorteil darstellen kann.

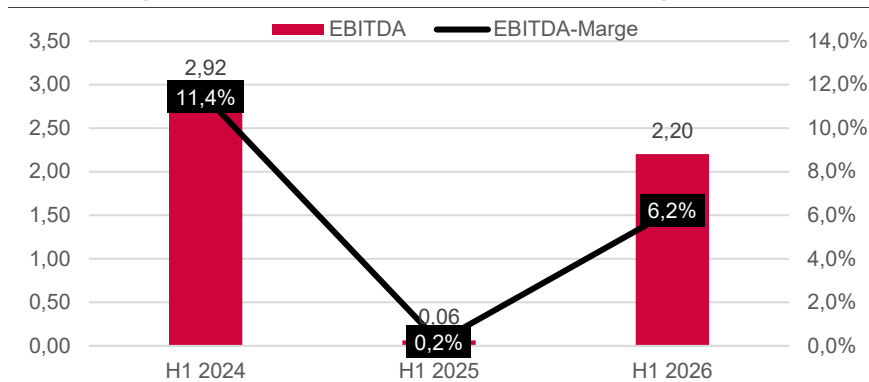
## Ergebnisentwicklung im H1 2026

Das EBITDA nach Kundengewinnungskosten verbesserte sich auf 2,20 Mio. € (VJ: 0,06 Mio. €), die EBITDA-Marge stieg dabei von 0,2 % auf 6,2 %. Noch aussagekräftiger für die zugrunde liegende Ertragskraft ist das EBITDA vor Kundengewinnungskosten. Dieses erhöhte sich rechnerisch um rund 48 % auf 7,08 Mio. € (VJ: 4,78 Mio. €). Die Kundengewinnungskosten blieben mit 4,87 Mio. € gegenüber 4,72 Mio. € im Vorjahreszeitraum nahezu stabil und somit resultiert die Ergebnisverbesserung überwiegend aus dem operativen Geschäft und nicht aus geringeren Wachstumsinvestitionen.

Das Media-Segment steigerte sein EBITDA um 18,8 % auf 3,80 Mio. € (VJ: 3,20 Mio. €). Die Segmentmarge erhöhte sich von 23,7 % auf 26,4 % und unterstreicht die hohe Cash-Generierung des etablierten Portalgeschäfts. Im Transaktionssegment verringerte sich der EBITDA-Verlust nach Kundengewinnungskosten von -3,10 Mio. € auf -1,60 Mio. €. Vor Akquisitionskosten war das Brokerage damit klar profitabel. Die Kombination aus höherer Plattformnutzung und weitgehend stabilen Marketingausgaben liefert einen ersten belastbaren Beleg für die erwarteten Skaleneffekte.

Das Rohergebnis stieg um 21,2 % auf 18,71 Mio. € (VJ: 15,44 Mio. €), während der Materialaufwand mit 17,04 Mio. € nahezu unverändert blieb. Die auf den Umsatz bezogene Rohergebnismarge verbesserte sich dadurch von 47,8 % auf 52,8 %. Der Personalaufwand nahm im Zuge des Ausbaus der Organisation hingegen um 10,9 % auf 12,32 Mio. € zu. Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen gingen leicht auf 4,19 Mio. € (VJ: 4,27 Mio. €) zurück.

#### Entwicklung des EBITDA (in Mio. €) und der EBITDA-Marge (in %)



Quellen: Smartbroker Holding AG; GBC AG

Die Abschreibungen blieben mit 5,19 Mio. € nahezu unverändert auf einem hohen Niveau (VJ: 5,23 Mio. €). Infolgedessen verbesserte sich das EBIT zwar deutlich von -5,16 Mio. € auf -2,98 Mio. €, blieb jedoch negativ. Das Nettoergebnis erhöhte sich auf -2,95 Mio. € (VJ: -5,24 Mio. €), womit sich der Konzernfehlbetrag um 2,29 Mio. € bzw. 43,7 % reduzierte. Das Ergebnis je Aktie verbesserte sich entsprechend von -0,31 € auf -0,18 €.

Ausschlaggebend für die deutliche Verringerung des Fehlbetrags war vor allem die verbesserte operative Entwicklung. Das nahezu unveränderte positive Finanzergebnis und die geringere Steuerbelastung leisteten hingegen nur einen begrenzten Beitrag. Die weiterhin bestehende Differenz zwischen positivem EBITDA und negativem EBIT sowie Nettoergebnis ist im Wesentlichen auf die planmäßigen Abschreibungen der Smartbroker+-Plattform, erworbener Software und der Geschäfts- oder Firmenwerte zurückzuführen. Mit dem fortschreitenden Werteverzehr sollte diese Belastung in den kommenden Jahren sukzessive zurückgehen. Wir erwarten daher, dass sich die operative Skalierung zunehmend sowohl im EBIT als auch im Nettoergebnis widerspiegeln wird.

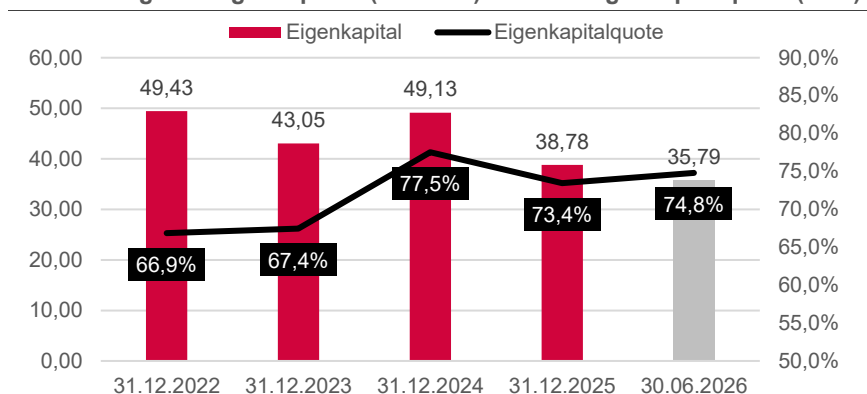
## Darstellung der Bilanz- und Finanzlage

| in Mio. €                 | 31.12.22 | 31.12.23 | 31.12.24 | 31.12.25 | 30.06.26 |
|---------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| Eigenkapital              | 49,43    | 43,05    | 49,13    | 38,78    | 35,79    |
| EK-Quote (in%)            | 66,9%    | 67,4%    | 77,5%    | 73,4%    | 74,8%    |
| Operatives Anlagevermögen | 36,39    | 41,21    | 33,80    | 24,11    | 19,28    |
| Working Capital           | 5,73     | 3,17     | 2,60     | 1,87     | 4,63     |
| Net cash                  | 12,51    | 1,82     | 15,82    | 16,95    | 15,50    |
| Operativer Cashflow       | 5,04     | 0,19     | 9,99     | 1,47     | -1,26    |
| Investitions-Cashflow     | -21,99   | -11,01   | -3,43    | -0,30    | -0,24    |
| Finanzierungs-Cashflow    | 18,67    | -4,51    | 3,21     | -3,35    | 0,52     |

Quellen: Smartbroker Holding AG; GBC AG

Das Eigenkapital belief sich zum 30.06.2026 auf 35,79 Mio. € nach 38,78 Mio. € zum 31.12.2025. Der Rückgang resultiert im Wesentlichen aus dem Halbjahresfehlbetrag von 2,95 Mio. € sowie einem geringfügigen negativen Währungseffekt. Trotz des niedrigeren Eigenkapitals erhöhte sich die Eigenkapitalquote von 73,4 % auf 74,8 %, da die Bilanzsumme von 52,81 Mio. € auf 47,87 Mio. € sank. Die Kapitalstruktur bleibt damit sehr solide.

### Entwicklung des Eigenkapitals (in Mio. €) und der Eigenkapitalquote (in %)



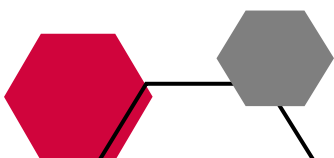
Quellen: Smartbroker Holding AG; GBC AG

Das Anlagevermögen verringerte sich vor allem infolge der planmäßigen Abschreibungen von 24,48 Mio. € auf 19,64 Mio. €. Die immateriellen Vermögenswerte lagen bei 18,10 Mio. € (31.12.2025: 22,73 Mio. €) und enthielten Geschäfts- oder Firmenwerte von 11,25 Mio. €.

Die liquiden Mittel reduzierten sich moderat auf 18,97 Mio. € (31.12.2025: 19,87 Mio. €). Bei Bankverbindlichkeiten von 3,47 Mio. € nach 2,93 Mio. € verfügte die Gruppe über Nettofinanzmittel von 15,50 Mio. € (31.12.2025: 16,95 Mio. €). Die gesamten Verbindlichkeiten sanken auf 7,01 Mio. € (31.12.2025: 8,53 Mio. €). Der operative Cashflow verbesserte sich auf -1,26 Mio. € nach -2,22 Mio. € im Vorjahreszeitraum. Die zum Berichtsstichtag vorhandene Liquidität reicht aus unserer Sicht aus, um die laufende Produktentwicklung und das geplante Marketing zu finanzieren.

Nach dem Stichtag sicherte sich die Gesellschaft eine variable Betriebsmittelkreditlinie von bis zu 20,00 Mio. € mit einer anfänglichen Laufzeit bis Ende 2030. Da die Linie zum 30.06.2026 noch nicht gezogen war, stellt sie zu diesem Stichtag keine zusätzliche Verschuldung dar. Sie erweitert den finanziellen Spielraum für

das Kundenwachstum und den Start des Altersvorsorgedepots. Die Bilanz begrenzt die Wachstumsstrategie aus unserer Sicht nicht. Entscheidend bleibt die Rendite der zusätzlichen Akquisitionsausgaben.



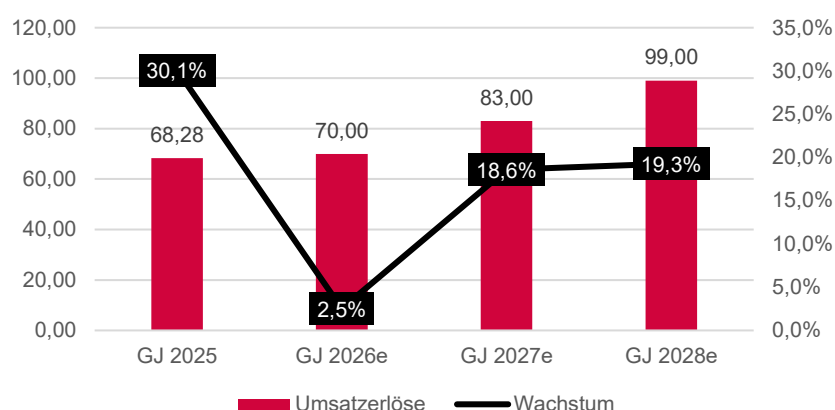
## PROGNOSE UND MODELLANNAHMEN

| GuV (in Mio. €) | GJ 2025 | GJ 2026e | GJ 2027e | GJ 2028e |
|-----------------|---------|----------|----------|----------|
| Umsatzerlöse    | 68,28   | 70,00    | 83,00    | 99,00    |
| EBITDA          | -0,33   | 0,50     | 11,50    | 22,00    |
| EBITDA-Marge    | -0,5%   | 0,7%     | 13,9%    | 22,2%    |
| EBIT            | -10,60  | -8,20    | 4,50     | 15,80    |
| EBIT-Marge      | -15,5%  | -11,7%   | 5,4%     | 16,0%    |
| Nettoergebnis   | -10,56  | -8,15    | 4,00     | 13,00    |
| EPS in €        | -0,63   | -0,49    | 0,24     | 0,77     |

Quelle: GBC AG

Die Gesellschaft bezeichnet ihre Jahresprognose als unverändert. Im Halbjahresbericht wird für 2026 ein Umsatzkorridor von 67,00 Mio. € bis 72,00 Mio. € genannt. Nach Auskunft des Managements ist die gegenüber der zuvor kommunizierten Untergrenze von 66,00 Mio. € höhere Angabe nicht als formale Prognoseanhebung zu verstehen. Die Bandbreite für das operative EBITDA nach Kundengewinnungskosten bleibt bei -1,50 Mio. € bis +1,50 Mio. €.

### Umsatzprognose (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

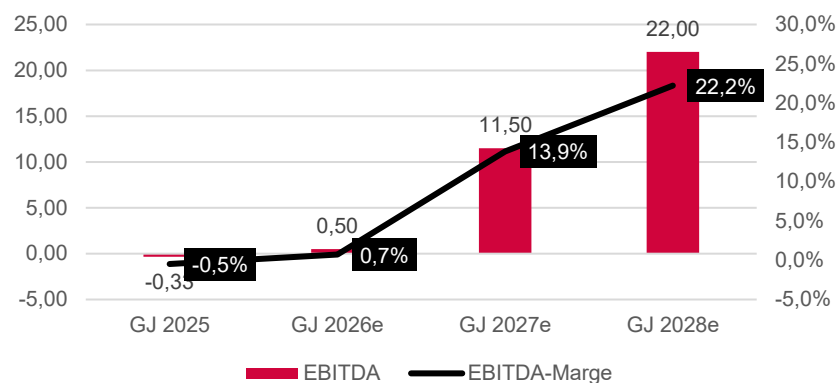
Wir bestätigen unsere Umsatzprognose von 70,00 Mio. € für 2026. Nach 35,42 Mio. € im ersten Halbjahr setzt diese Schätzung für die zweite Jahreshälfte Umsätze von 34,58 Mio. € voraus. Dies entspricht einem leichten Rückgang gegenüber dem zweiten Halbjahr 2025 und berücksichtigt den entfallenden PFOF-Umsatz, eine mögliche Normalisierung der außergewöhnlich hohen Handelsaktivität und die bislang schwächere Neukundengewinnung. Die stärkere Entwicklung im Media-Segment und die hohe Aktivität der Bestandskunden schaffen gleichzeitig einen Puffer gegenüber unserer Schätzung.

Auch die EBITDA-Prognose für 2026 belassen wir bei 0,50 Mio. €. Rechnerisch ergibt sich daraus für das zweite Halbjahr ein EBITDA von -1,70 Mio. €. Diese konservative Entwicklung ist plausibel, da das Management seine Marketingaktivitäten im Vorfeld des Altersvorsorgedepots im vierten Quartal ausweiten möchte. In der Unternehmensplanung sind für das Gesamtjahr Kundengewinnungskosten von rund 12,00 Mio. € vorgesehen, von denen im ersten Halbjahr erst 4,87 Mio. € angefallen sind. Die positive Planabweichung des ersten Halbjahres wird daher voraussichtlich teilweise für zusätzliche Akquisitionsmaßnahmen eingesetzt. Wir

bestätigen zudem unsere EBIT-Prognose von -8,20 Mio. € und die Nettoergebnisprognose von -8,15 Mio. €.

Für 2027 und 2028 bestätigen wir ebenfalls unsere bisherigen Prognosen. Ab 2027 sollte die größere und zunehmend reifere Kundenbasis höhere wiederkehrende Erlöse generieren, ohne dass die technische, regulatorische und personelle Infrastruktur proportional mitwachsen muss. Wir erwarten für 2027 Umsätze von 83,00 Mio. € und ein EBITDA von 11,50 Mio. €. Für 2028 prognostizieren wir Umsätze von 99,00 Mio. € und ein EBITDA von 22,00 Mio. €. Das Nettoergebnis sollte 2027 mit 4,00 Mio. € wieder positiv werden und 2028 auf 13,00 Mio. € steigen.

#### EBITDA-Prognose (in Mio. €) und EBITDA-Marge (in %)



Quelle: GBC AG

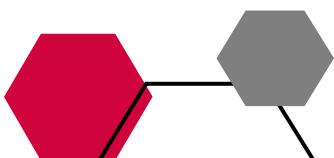
Das Altersvorsorgedepot ist in unseren Prognosen nur teilweise berücksichtigt. Depotführung, Sparpläne und Smartbroker-Orderprovisionen sollen entfallen; im Standarddepot werden die laufenden ETF-Kosten innerhalb bestimmter Grenzen in den ersten drei Jahren erstattet. Die aggressive Preispositionierung dürfte die Kundengewinnung unterstützen, begrenzt aber zunächst den unmittelbaren Ergebnisbeitrag. Der wirtschaftliche Wert liegt anfangs vor allem im Aufbau zusätzlicher Kundenbeziehungen und verwalteter Vermögen. Über Bestandsprovisionen, die Nutzung des Hauptdepots und zusätzliche Handelsaktivität kann die Monetarisierung im Zeitablauf zunehmen. Unsere EBITDA-Prognose für 2027 beruht daher überwiegend auf der Skalierung der bestehenden Plattform und der Reifung der bereits gewonnenen Kundenkohorten, nicht auf einem hohen kurzfristigen Gebührenbeitrag des Altersvorsorgedepots.

Die mittelfristigen Prognosen setzen voraus, dass sich die Neukundengewinnung wieder beschleunigt und die Akquisitionskosten relativ zum Umsatz normalisieren. Das erste Halbjahr 2026 belegt die operative Ertragskraft vor Marketingausgaben, beseitigt das Ausführungsrisiko aber nicht. Eine anhaltend hohe Handelsaktivität, die starke Media-Profitabilität und eine erfolgreiche AVD-Einführung stellen Aufwärtspotenziale dar. Risiken bestehen insbesondere in einem dauerhaft schwächeren Kundenwachstum, hohen Marketingkosten, einer Normalisierung der Trading-Aktivität, intensivem Preiswettbewerb sowie Verzögerungen bei der Produktumsetzung.

## Bewertung

**Auf Basis des unveränderten DCF-Modells bestätigen wir den fairen Wert von 17,80 € je Aktie. Die Bewertung reflektiert die stabile und profitable Basis des Media-Segments, die zunehmende Skalierung des Brokerage-Geschäfts**

sowie die erwartete Rückkehr zu positiven Jahresergebnissen ab 2027. Zusätzliche Potenziale aus dem Altersvorsorgedepot, dem Heavy-Trader-Angebot, der Trading-API und weiteren Konto- und Depottypen sind nur teilweise enthalten. Wir bestätigen daher das Kursziel von 17,80 € und das Rating **KAUFEN**.



## ANHANG

---

### §1 Research unter MiFID II – geringfügige nichtmonetäre Zuwendung

- I. Zwischen der GBC AG als Researchanbieter und dem Emittenten besteht eine Vereinbarung über die unabhängige Erstellung, Veröffentlichung und Verbreitung von Research über den jeweiligen Emittenten. Die GBC AG wird hierfür vom Emittenten vergütet. Die bestehende Vertrags- und Vergütungsbeziehung wird in der jeweiligen Researchstudie offengelegt.
- II. Das Research wird nicht exklusiv einzelnen Wertpapierfirmen, Kunden oder Investoren zur Verfügung gestellt, sondern interessierten Wertpapierfirmen bzw. der Allgemeinheit zugänglich gemacht.
- III. Vollständig vom Emittenten vergütetes Issuer-Sponsored Research wird öffentlich und kostenfrei verfügbar gemacht.
- IV. Schriftliches Researchmaterial, das von einem Emittenten beauftragt und bezahlt wird, kann unter den Voraussetzungen des Art. 12 Abs. 3 Buchst. b der Delegierten Richtlinie (EU) 2017/593 als zulässige geringfügige nichtmonetäre Zuwendung eingestuft werden, sofern die Vertragsbeziehung klar offengelegt wird und das Material interessierten Wertpapierfirmen oder der Allgemeinheit zugänglich gemacht wird.
- V. Vorliegendes Research erfüllt nach Einschätzung der GBC AG diese Voraussetzungen. Die abschließende regulatorische Beurteilung der Annahme und Verwendung des Research obliegt der jeweils empfangenden Wertpapierfirma unter Berücksichtigung ihrer eigenen regulatorischen Verpflichtungen und Kundenbeziehungen.
- VI. Soweit Research nicht durch einen Emittenten oder einen sonstigen Auftraggeber beauftragt wird, erfolgt die Erstellung auftragsunabhängig und ohne Beeinflussung durch Dritte.

### §2 Issuer-Sponsored Research gemäß EU-Verhaltenskodex

#### I. Einordnung und Vergütung

Diese Researchstudie ist Issuer-Sponsored Research und wurde von der GBC AG in Übereinstimmung mit dem jeweils anwendbaren EU-Verhaltenskodex für Issuer-Sponsored Research erstellt.

Der Emittent hat die GBC AG vollständig für die Erstellung, Veröffentlichung und laufende Aktualisierung dieser Researchstudie vergütet. Die vereinbarte Vergütung ist fix. Sie ist weder direkt noch indirekt an den Inhalt der Research, die Empfehlung, das Rating, das Kursziel, die Bewertung, die Kursentwicklung, die Investorennachfrage, die Kapitalmarktreaktion oder die Zufriedenheit des Emittenten gekoppelt.

#### II. Öffentliche Verfügbarkeit

Diese Researchstudie ist als „öffentlich“ klassifiziert und wird der Allgemeinheit öffentlich und kostenfrei zur Verfügung gestellt. Die Studie kann über die Website der GBC AG, Researchportale, E-Mail-Verteiler, Finanzdatenplattformen, Börsenveröffentlichungssysteme, Medien, Datenanbieter und sonstige geeignete Verbreitungs Kanäle veröffentlicht und verbreitet werden.

#### III. Unabhängigkeit und Verantwortung

Analyse, Methodik, Bewertungsansatz, Annahmen, Empfehlung, Rating, Kursziel, Investment Case und Schlussfolgerungen liegen ausschließlich in der Verantwortung der GBC AG und der verantwortlichen Analysten.

Die entgeltliche oder gesponserte Natur der Research darf die Unabhängigkeit und Objektivität der Analyse nicht beeinträchtigen. Die GBC AG, ihre Analysten und sonstigen relevanten Personen versprechen dem Emittenten keine positive Coverage, keine günstige Empfehlung, kein bestimmtes Rating, kein bestimmtes Kursziel und keine bestimmte Kapitalmarktreaktion.

#### IV. Interessenkonflikte

Die GBC AG unterhält eine Interessenkonflikt-Policy sowie ein Interessenkonfliktregister oder eine vergleichbare dokumentierte Aufzeichnung. Relevante bestehende oder potenzielle Interessenkonflikte werden in dieser Researchstudie, im Offenlegungsregister der GBC AG oder auf andere geeignete Weise offengelegt.

Die Interessenkonflikt-Policy und weitere Offenlegungen können auf der Website der GBC AG unter der Rubrik „Offenlegung“ eingesehen werden.

#### V. 5%-Umsatzschwelle

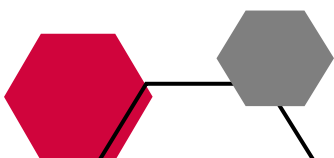
Die aus der Geschäftsbeziehung mit dem Emittenten erzielten Erlöse, einschließlich der Vergütung für Issuer-Sponsored Research und sonstiger emittentenbezogener Erlöse, überschritten im vorherigen Geschäftsjahr nicht 5 % der konsolidierten Bruttoerlöse der GBC AG.

#### VI. Vertrags- und Kundenbeziehung

Der Emittent ist Auftraggeber und Kunde der GBC AG. Innerhalb der letzten zwölf Monate vor Veröffentlichung dieser Researchstudie bestand eine vertragliche Beziehung zur entgeltlichen Erstellung, Veröffentlichung und Verbreitung von Research.

Weitere Vertrags- oder Kundenbeziehungen bestehen:

Teilnahme des Emittenten an einer Investorenkonferenz der GBC AG



## VII. Externe Researchanalysten

An der Erstellung dieser Researchstudie hat kein externer bzw. dritter Researchanalyst wesentlich mitgewirkt.

## VIII. Draft Review

Soweit dem Emittenten vor Veröffentlichung ein Entwurf der Researchstudie zur Verfügung gestellt wurde, erfolgte dies ausschließlich zur Prüfung der sachlichen Richtigkeit und/oder rechtlicher oder regulatorischer Verpflichtungen. Ein solcher Entwurf enthielt keine finale oder indikative Empfehlung, kein Rating, kein Kursziel, keinen Bewertungsteil, keinen Investment Case und keine Investment Conclusion. Der Emittent hatte kein Recht, die Research freizugeben, zu ändern, zu blockieren, zu verzögern oder ihre Veröffentlichung zu verhindern. Die GBC AG entschied unabhängig, ob und in welchem Umfang sachlich oder rechtlich begründete Hinweise berücksichtigt wurden.

## §3 Disclaimer/Haftungsausschluss

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen dieser Studie stammen aus Quellen, welche die GBC AG für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt darauf verwandt, sicherzustellen, dass die verwendeten Tatsachen und die dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind.

Trotz dieser Sorgfalt kann weder ausdrücklich noch stillschweigend eine Gewähr oder Haftung für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität der enthaltenen Informationen übernommen werden. Informationen können unvollständig, verkürzt oder zusammengefasst sein. Weder die GBC AG noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, die aufgrund der Nutzung dieses Dokuments, seines Inhalts oder auf andere Weise im Zusammenhang mit diesem Dokument entstehen, soweit ein Haftungsausschluss rechtlich zulässig ist.

Dieses Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Erwerb, zur Zeichnung, zum Halten oder zur Veräußerung eines Wertpapiers oder sonstigen Finanzinstruments dar. Es darf weder vollständig noch teilweise als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag verwendet oder in diesem Zusammenhang als alleinige oder verlässliche Entscheidungsgrundlage herangezogen werden.

Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem öffentlichen oder privaten Angebot von Wertpapieren eines in dieser Publikation besprochenen Unternehmens sollte ausschließlich auf Grundlage der hierfür veröffentlichten und rechtlich maßgeblichen Angebotsunterlagen, Wertpapierprospekte oder sonstigen Verkaufsdokumente getroffen werden.

Die GBC AG übernimmt keine Gewähr dafür, dass dargestellte Prognosen, Renditeerwartungen, Kursziele, Bewertungen oder sonstige zukunftsgerichtete Aussagen eintreten. Änderungen der Annahmen, Marktbedingungen, Unternehmensentwicklung oder sonstiger Faktoren können einen wesentlichen Einfluss auf die dargestellten Ergebnisse, Prognosen und Kursziele haben.

Erträge aus Investitionen sowie die Kurse von Finanzinstrumenten unterliegen Schwankungen. Anleger können das eingesetzte Kapital teilweise oder vollständig verlieren. Anlageentscheidungen sollten unter Berücksichtigung der persönlichen Verhältnisse, Anlageziele und Risikotoleranz sowie gegebenenfalls nach Beratung durch einen entsprechend qualifizierten Anlageberater getroffen werden.

Die vorliegende Researchstudie stellt keine individuelle Anlageberatung, keine Rechtsberatung, keine Steuerberatung und keine auf die persönlichen Verhältnisse eines bestimmten Empfängers zugeschnittene Empfehlung dar.

## Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland

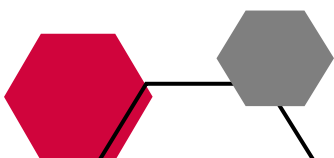
Diese Publikation darf, sofern sie im Vereinigten Königreich verbreitet wird, ausschließlich solchen Personen zugänglich gemacht werden, die (i) als authorised persons oder exempt persons im Sinne des Financial Services and Markets Act 2000 gelten oder (ii) als relevant persons im Sinne der Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 in ihrer jeweils geltenden Fassung anzusehen sind.

Diese Publikation richtet sich nicht an Privatkunden im Sinne der Regeln der Financial Conduct Authority und darf weder direkt noch indirekt an solche Personen weitergegeben oder von ihnen genutzt werden, soweit dies nach den anwendbaren Vorschriften nicht zulässig ist.

Diese Publikation stellt kein Angebot, keine Aufforderung und keine individuelle Empfehlung zum Erwerb oder zur Veräußerung von Finanzinstrumenten im Sinne des Financial Services and Markets Act 2000 dar.

Kein anderer Personenkreis als die vorgenannten relevanten Personen ist berechtigt, sich auf diese Publikation zu stützen oder Handlungen ausschließlich auf ihrer Grundlage vorzunehmen.

Die Verbreitung dieser Publikation kann in weiteren Rechtsordnungen gesetzlichen Beschränkungen unterliegen. Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sind verpflichtet, sich über einschlägige Beschränkungen zu informieren und diese



einzuhalten. Ein Verstoß gegen solche Beschränkungen kann eine Verletzung der jeweils geltenden Wertpapier- und Finanzmarktgesetze darstellen.

Durch die Entgegennahme dieses Dokuments werden die vorstehenden Haftungsbeschränkungen und Verbreitungsbeschränkungen anerkannt, soweit dies rechtlich zulässig ist.

#### **§4 Rechtshinweise und Offenlegungen gemäß § 85 WpHG, Art. 20 MAR und der Delegierten Verordnung (EU) 2016/958**

##### **I. Aktualisierung**

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell nicht terminiert. Die GBC AG behält sich vor, die Analyse unangekündigt zu aktualisieren.

Bei Issuer-Sponsored Research bemüht sich die GBC AG während des relevanten Coverage-Zeitraums nach besten Kräften um eine zeitnahe Aktualisierung, wenn wichtige Informationen veröffentlicht werden, die voraussichtlich einen wesentlichen Einfluss auf die von der Research erfassten Finanzinstrumente haben. Die GBC AG entscheidet unabhängig, ob und in welchem Umfang ein Update erforderlich ist.

##### **II. Empfehlungen/Einstufungen/Ratings**

Die GBC AG verwendet seit dem 1. Juli 2006 ein dreistufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1. Juli 2007 beziehen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von mindestens sechs bis maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu zwölf Monaten.

Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß den nachfolgend beschriebenen Einstufungen anhand der erwarteten Rendite festgelegt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, können jedoch Anlass zu einer Überprüfung der ursprünglichen Empfehlung geben.

##### **KAUFEN**

Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel und einschließlich erwarteter Dividendenzahlungen innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts, beträgt mindestens +10 %.

##### **HALTEN**

Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel und einschließlich erwarteter Dividendenzahlungen innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts, beträgt mehr als -10 % und weniger als +10 %.

##### **VERKAUFEN**

Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel und einschließlich erwarteter Dividendenzahlungen innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts, beträgt höchstens -10 %.

Kursziele der GBC AG werden anhand des ermittelten fairen Werts je Aktie festgelegt. Dieser wird auf Grundlage allgemein anerkannter und verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse ermittelt, beispielsweise anhand eines Discounted-Cash-flow-Verfahrens, eines Peer-Group-Vergleichs und/oder eines Sum-of-the-Parts-Verfahrens.

Dabei werden, soweit relevant, fundamentale Faktoren und Kapitalmaßnahmen wie Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen, M&A-Aktivitäten oder Aktienrückkäufe berücksichtigt.

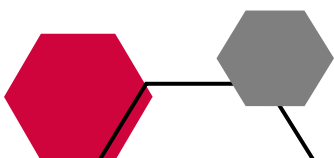
##### **III. Historische Empfehlungen**

Die historischen Empfehlungen der GBC AG zu der vorliegenden Analyse können im Offenlegungsregister auf der Website der GBC AG eingesehen werden.

##### **IV. Informationsbasis**

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse wurden öffentlich zugängliche Informationen über den Emittenten verwendet, die die GBC AG für zuverlässig hält. Hierzu können insbesondere Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekte, Unternehmenspräsentationen sowie sonstige öffentlich verfügbare Informationen gehören. Darüber hinaus können Gespräche mit dem Management oder sonstigen Vertretern des analysierten Unternehmens geführt worden sein, um öffentlich bekannte Sachverhalte, die Geschäftsaktivitäten und die Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

Der Emittent ist verpflichtet, nicht öffentliche, vertrauliche oder potenziell als Insiderinformationen einzustufende Informationen vor ihrer Übermittlung eindeutig als solche zu kennzeichnen. Die GBC AG kann die Entgegennahme solcher Informationen ablehnen.



## V. Interessenkonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR

Die GBC AG und die verantwortlichen Analysten erklären, dass zum Zeitpunkt der Veröffentlichung hinsichtlich des in der Analyse genannten Unternehmens die nachfolgend bezeichneten bestehenden oder potenziellen Interessenkonflikte vorliegen. Eine Erläuterung der einzelnen Interessenkonflikte ist im nachfolgenden Katalog möglicher Interessenkonflikte unter § 4 (VI) 2 enthalten.

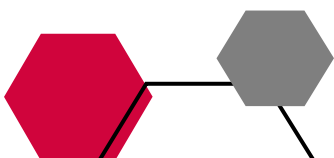
**Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente bestehen folgende mögliche Interessenkonflikte: 5a,7,11**

## VI. Katalog möglicher Interessenkonflikte

- (1) Die GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an dem analysierten Unternehmen oder dem analysierten Finanzinstrument oder Finanzprodukt.
- (2) Das analysierte Unternehmen hält mehr als 3 % der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) Die GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor für Finanzinstrumente des analysierten Unternehmens.
- (4) Die GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war innerhalb der letzten zwölf Monate bei einer öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten des analysierten Unternehmens federführend oder unterstützend beteiligt.
- (5a) Die GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat innerhalb der letzten zwölf Monate mit dem analysierten Unternehmen oder dem Emittenten des analysierten Finanzinstruments eine Vereinbarung über die entgeltliche Erstellung von Researchberichten geschlossen. Soweit dem Emittenten vor Veröffentlichung ein Entwurf der Research zur Verfügung gestellt wurde, erfolgte dies ausschließlich zur Prüfung der sachlichen Richtigkeit und/oder rechtlicher oder regulatorischer Verpflichtungen. Der Entwurf enthielt keine finale oder indikative Empfehlung, kein Rating, kein Kursziel, keinen Bewertungsteil, keinen Investment Case und keine Investment Conclusion.
- (5b) Der Entwurf der Research wurde aufgrund berechtigter sachlicher, öffentlich überprüfbarer oder rechtlicher Hinweise des Unternehmens oder Emittenten geändert. Die Entscheidung über die Berücksichtigung der Hinweise lag ausschließlich bei der GBC AG.
- (6a) Die GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat innerhalb der letzten zwölf Monate mit einem Dritten eine Vereinbarung über die entgeltliche Erstellung von Researchberichten über das analysierte Unternehmen oder Finanzinstrument geschlossen. Soweit ein Entwurf vor Veröffentlichung dem Dritten und/oder dem Emittenten zugänglich gemacht wurde, erfolgte dies ausschließlich zur Prüfung sachlicher Angaben und/oder rechtlicher oder regulatorischer Verpflichtungen. Der Entwurf enthielt keine finale oder indikative Empfehlung, kein Rating, kein Kursziel, keinen Bewertungsteil, keinen Investment Case und keine Investment Conclusion.
- (6b) Der Entwurf der Research wurde aufgrund berechtigter sachlicher, öffentlich überprüfbarer oder rechtlicher Hinweise des Dritten und/oder Emittenten geändert. Die Entscheidung über die Berücksichtigung der Hinweise lag ausschließlich bei der GBC AG.
- (7) Der verantwortliche Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und/oder eine sonstige an der Erstellung der Research beteiligte Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an dem analysierten Unternehmen.
- (8) Der verantwortliche Analyst des analysierten Unternehmens ist Mitglied eines Leitungs- oder Aufsichtsorgans dieses Unternehmens.
- (9) Der verantwortliche Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem analysierten Unternehmen vor deren öffentlicher Emission erhalten oder erworben.
- (10) Die GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat innerhalb der letzten zwölf Monate mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen geschlossen.
- (11) Die GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat sonstige bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen. Hierzu können insbesondere die Gewinnung oder Ausübung von Mandaten sowie die Erbringung sonstiger Dienstleistungen gehören, beispielsweise die Präsentation des Unternehmens auf Investorenkonferenzen, Roundtables oder Roadshows.
- (12) Das analysierte Unternehmen ist zum Zeitpunkt der Research Bestandteil eines von der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person betreuten oder beratenen Finanzinstruments oder Finanzprodukts, beispielsweise eines Zertifikats oder Fonds.
- (13) Die aus der Geschäftsbeziehung mit dem analysierten Unternehmen bzw. Emittenten erzielten Erlöse, einschließlich der Vergütung für Issuer-Sponsored Research und sonstiger emittentenbezogener Erlöse, überstiegen im vorherigen Geschäftsjahr 5 % der konsolidierten Bruttoerlöse der GBC AG. Der relevante Prozentsatz sowie die zur Vermeidung oder Steuerung des daraus resultierenden spezifischen Interessenkonflikts getroffenen Maßnahmen werden in der jeweiligen Researchstudie offengelegt.

## VII. Compliance

Die GBC AG hat interne regulatorische und organisatorische Vorkehrungen getroffen, um Interessenkonflikte zu identifizieren, zu vermeiden oder zu steuern und bestehende oder potenzielle Interessenkonflikte angemessen offenzulegen. Die GBC AG unterhält hierzu insbesondere eine Interessenkonflikt-Policy, ein Interessenkonfliktregister oder eine vergleichbare



dokumentierte Aufzeichnung, interne Compliance- und Restricted-List-Prozesse sowie Regelungen zu persönlichen Wertpapiergeschäften und Freigabeverfahren.

Verantwortlich für die Überwachung der Einhaltung der einschlägigen Compliance-Regelungen ist die Compliance-Funktion der GBC AG. Anfragen können an [compliance@gbc-ag.de](mailto:compliance@gbc-ag.de) gerichtet werden.

#### **VIII. Verantwortlich für die Erstellung**

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg.

Die GBC AG wird durch ihre Vorstände Manuel Hölzle und Jörg Grunwald vertreten.

#### **Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:**

Matthias Greiffenberger, M.Sc., M.A., Finanzanalyst

Cosmin Filker, Dipl.-Betriebswirt (FH), stellvertretender Chefanalyst

#### **§5. Urheberrechte**

Dieses Dokument ist urheberrechtlich geschützt. Es wird dem Empfänger ausschließlich zu Informationszwecken zur Verfügung gestellt.

Eine Vervielfältigung, Bearbeitung, Weitergabe oder sonstige Nutzung außerhalb der gesetzlichen Schranken des Urheberrechts bedarf grundsätzlich der vorherigen Zustimmung der GBC AG oder des jeweiligen Rechteinhabers.

Soweit dem Emittenten vertragliche Nutzungs- oder Veröffentlichungsrechte eingeräumt wurden, darf die Research nicht verfälscht, irreführend gekürzt, aus dem Zusammenhang gerissen oder in einer Weise verwendet werden, die einen irreführenden Eindruck hervorrufen kann.

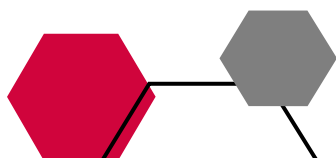
Bei einer Veröffentlichung oder Verbreitung durch den Emittenten ist die GBC AG als Researchanbieter zu nennen und auf die vollständige Researchstudie zu verweisen.

#### **GBC AG**

**Halderstraße 27**

**86150 Augsburg Deutschland**

E-Mail: [compliance@gbc-ag.de](mailto:compliance@gbc-ag.de)





GBC AG®  
- RESEARCH & INVESTMENTANALYSEN -

GBC AG  
Halderstraße 27  
86150 AugsburgDeutschland

Internet: <http://www.gbc-ag.de>  
Fax: ++49 (0)821/241133-30  
Tel.: ++49 (0)821/241133-0  
Email: [office@gbc-ag.de](mailto:office@gbc-ag.de)