

Empfehlung: Kaufen

Kursziel: 14,00 Euro

Kurspotenzial: +86 Prozent

Aktiendaten

| | |
|---------------------------------|-------------------|
| Kurs (Schlusskurs Vortag) | 7,52 Euro (XETRA) |
| Aktienanzahl (in Mio.) | 15,68 |
| Marktkap. (in Mio. Euro) | 117,9 |
| Enterprise Value (in Mio. Euro) | 106,8 |
| Ticker | SB1 |
| ISIN | DE000A2GS609 |

Kursperformance

| | |
|--------------------------|--------|
| 52 Wochen-Hoch (in Euro) | 20,20 |
| 52 Wochen-Tief (in Euro) | 5,39 |
| 3 M relativ zum CDAX | -8,6% |
| 6 M relativ zum CDAX | -64,5% |



Quelle: Capital IQ

Aktionärsstruktur

| | |
|-------------------------|-------|
| Streubesitz | 32,3% |
| André Kolbinger | 59,8% |
| Übriger Vorstand und AR | 7,9% |

Termine

| | |
|--------------------------|-----------------|
| Hamburger Investorentage | 8. Februar 2023 |
| Vorläufige Zahlen 2022 | März 2023 |

Prognoseanpassung

| | 2022e | 2023e | 2024e |
|--------------|-------|-------|-------|
| Umsatz (alt) | 52,0 | 54,1 | 70,9 |
| Δ in % | - | - | - |
| EBIT (alt) | -0,9 | -1,9 | 5,7 |
| Δ in % | - | - | - |
| EPS (alt) | -0,15 | -0,22 | 0,23 |
| Δ in % | - | - | - |

Analysten

| | |
|-----------------------|-------------------------|
| Christoph Hoffmann | Sebastian Weidhüner |
| +49 40 41111 37 85 | +49 40 41111 37 82 |
| c.hoffmann@montega.de | s.weidhuener@montega.de |

Publikation

| | |
|------------|-----------------|
| Erststudie | 7. Februar 2023 |
|------------|-----------------|

Ein führender Online Broker zum Nulltarif

Die Smartbroker Holding AG ist ein Finanzdienstleistungsunternehmen, das sich auf die Vermarktung von Finanzwebseiten und die Erbringung von digitalen Retail-Brokerage-Dienstleistungen spezialisiert hat. So erreicht die Gesellschaft als zweitgrößter Finanzportalbetreiber rund 40% der selbstentscheidenden Privatanleger im deutschsprachigen Raum und verfügt im **Medienbereich** über eine exzellente Monetarisierungsstrategie, die sich in einer stabilen, segmentspezifischen **EBITDA-Marge von rund 40%** widerspiegelt. In den letzten Jahren hat das Unternehmen den Geschäftsbereich Medien systematisch durch Übernahmen gestärkt und die **Segmentumsätze zwischen 2016 und 2021 um mehr als 60% p.a. gesteigert**.

Mit dem **Aufbau des synergetischen Retail-Brokerage-Segments seit Ende 2019** zielt die Smartbroker Holding AG auf die **Erschließung zusätzlicher Wachstumspotenziale** und die **Diversifikation des Geschäftsmodells** ab. Hierbei profitiert das Unternehmen insbesondere bei der Kundengewinnung von der großen Reichweite der eigenen Medienportale, indem hochwertige Werbeplätze kostenlos zur Verfügung gestellt werden. Zudem begünstigt die hohe Cashflow-Conversion des Stammgeschäfts durch die Reinvestition der Kapitalzuflüsse das Wachstum der Smartbroker-Wertpapierdepots (2021: +110% yoy bzw. +129.000 yoy auf 246.000). Das derzeit spürbar verringerte Wachstumstempo (2022: >30.000 Depots yoy) ist neben dem herausfordernden Marktumfeld auch auf eine planmäßige Reduzierung der Marketingausgaben im Zuge des **Relaunchs des Next-Generation-Brokers Mitte 2023 („Smartbroker 2.0“)** zurückzuführen. Die neue Version bietet dem Konzern durch die Erweiterung der Erlösquellen u.E. sowohl eine **Reduzierung des Risikoprofils** als auch eine **Erhöhung der langfristigen Rentabilität**. Der operative Break-Even dieses Segments wird im Geschäftsjahr 2024 avisiert.

Auf Basis unserer DCF-Bewertung weist die Aktie eine **erhebliche Unterbewertung** auf, die sich in einer **Free-Cashflow-Yield 2024e von 9,4%** widerspiegelt. Wird das EV/EBITDA (LTM) von europäischen Unternehmen aus dem Sektor „Interactive Media and Services“ (Median: 12,7x) auf das Mediensegment der Smartbroker Holding AG übertragen, ergibt sich alleine für diesen Geschäftsbereich ein fairer Enterprise Value von 190,5 Mio. Euro bzw. 12,15 Euro je Aktie der Smartbroker Holding AG. Angesichts dessen erachten wir das hohe Upside-Potenzial als plausibilliert und halten das **Potenzial des Smartbrokers 2.0 auf dem derzeitigen Bewertungsniveau sogar für gänzlich unberücksichtigt**.

Die jüngst vorgenommene Anpassung der FY-Prognose 2022 hatte der Kapitalmarkt bereits antizipiert. Aus unserer Sicht bieten nun die erneute Bekräftigung des diesjährigen Launches, die Veröffentlichung erster Produktdetails des Smartbrokers 2.0 und die Einführung einer dezidierten Segmentberichterstattung **Potenzial für eine nachhaltige Verbesserung des Sentiments gegenüber dem Unternehmen**.

Fazit: Derzeit verkennt der Kapitalmarkt sowohl die hohe Ertragskraft des Stammgeschäfts als auch das enorme Potenzial des Smartbrokers 2.0. Wir nehmen die Smartbroker Holding AG mit einer Kaufempfehlung sowie einem Kursziel von 14,00 Euro in unsere Coverage auf.

| Geschäftsjahresende: 31.12. | 2020 | 2021 | 2022e | 2023e | 2024e |
|-----------------------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| Umsatz | 28,2 | 48,2 | 52,0 | 54,1 | 70,9 |
| Veränderung yoy | 229,9% | 70,9% | 7,9% | 4,0% | 31,1% |
| EBITDA | 4,5 | 3,6 | 9,0 | 4,1 | 15,1 |
| EBIT | 2,0 | 0,3 | -0,9 | -1,9 | 5,7 |
| Jahresüberschuss | 3,5 | -0,5 | -2,3 | -3,4 | 3,6 |
| Rohertagsmarge | 52,3% | 48,2% | 70,2% | 70,5% | 70,4% |
| EBITDA-Marge | 16,0% | 7,4% | 17,4% | 7,5% | 21,3% |
| EBIT-Marge | 7,2% | 0,7% | -1,7% | -3,4% | 8,0% |
| Net Debt | -6,6 | -19,8 | -14,1 | -6,2 | -16,2 |
| Net Debt/EBITDA | -1,5 | -5,6 | -1,6 | -1,5 | -1,1 |
| ROCE | 8,4% | 1,3% | -2,5% | -4,1% | 12,9% |
| EPS | 0,24 | -0,03 | -0,15 | -0,22 | 0,23 |
| FCF je Aktie | 0,05 | 0,10 | -0,89 | -0,51 | 0,64 |
| Dividende | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Dividendenrendite | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| EV/Umsatz | 3,8 | 2,2 | 2,1 | 2,0 | 1,5 |
| EV/EBITDA | 23,6 | 30,0 | 11,8 | 26,3 | 7,1 |
| EV/EBIT | 52,6 | 309,2 | n.m. | n.m. | 18,8 |
| KGV | 31,3 | n.m. | n.m. | n.m. | 32,7 |
| KBV | 3,9 | 2,4 | 2,1 | 2,2 | 2,1 |

Quelle: Unternehmen, Montega, CapitalIQ

Angaben in Mio. EUR, EPS in EUR Kurs: 7,52

INHALTSVERZEICHNIS

| | |
|--|-----------|
| Investment Case | 3 |
| Smartbroker Holding AG vor Abschluss der Transformationsphase | 4 |
| Positionierung in attraktiven Marktnischen mit strukturellen Wachstumstreibern | 6 |
| Aussichtsreiche Wettbewerbsposition in beiden Kernmärkten | 9 |
| Smartbroker 2.0 ermöglicht dynamisches Top-Line-Wachstum | 13 |
| Margenexpansion durch Skalierung im Brokerage-Segment visibel | 16 |
| Solide Bilanz mit Nettoliquidität schafft Grundlage für zukünftiges Wachstum | 18 |
| Sukzessiv steigende Free Cashflows infolge abflachenden Investitionsbedarfs | 19 |
| Newsflow dürfte von Entwicklungsfortschritt des Smartbrokers 2.0 geprägt sein | 20 |
| Normalisierung der Kostenbasis und zukünftiges Wachstumspotenzial nicht ausreichend in Bewertung reflektiert | 20 |
| Fazit | 21 |
| SWOT | 22 |
| Stärken | 22 |
| Schwächen | 22 |
| Chancen | 22 |
| Risiken | 23 |
| Bewertung | 24 |
| DCF-Modell | 24 |
| Peergroup-Vergleich und Similar-Transactions-Analyse | 26 |
| Unternehmenshintergrund | 27 |
| Key Facts | 27 |
| Wesentliche Ereignisse der Unternehmenshistorie | 27 |
| Konsolidierungskreis | 28 |
| Geschäftsmodell und Segmentbetrachtung | 28 |
| Akquisitionshistorie | 30 |
| Management | 30 |
| Aktionärsstruktur | 32 |
| Anhang | 33 |
| Disclaimer | 37 |

INVESTMENT CASE

Die Smartbroker Holding AG ist ein etabliertes Finanzdienstleistungsunternehmen, das sich auf die Vermarktung von Finanzwebseiten und die Erbringung von Retail-Brokerage-Dienstleistungen spezialisiert hat. Als größter verlagsunabhängiger Finanzportalbetreiber im deutschsprachigen Raum verfügt die Smartbroker Holding auf vier Online-Plattformen über 970.000 registrierte Nutzer, die damit die größte Finanzcommunity des Landes bilden. Darüber hinaus launchte das Unternehmen Ende 2019 einen eigenen Online Broker, der mit über 270.000 Kunden und einem betreuten Vermögen von mehr als 9,2 Mrd. Euro (Stand: Dezember 2022) zu den größten Next-Generation-Brokern Deutschlands zählt. Dieser strategischen Ausrichtung entsprechend gliedert das Unternehmen sein operatives Geschäft in zwei Segmente:

1) Geschäftsfeld Transaktion (Pro-Forma-Umsatzanteil 2021: 31%)



Das Segment Transaktion umfasst sämtliche Brokerage-Dienstleistungen der Unternehmensgruppe und generierte 2021 bereits 31% des Konzernumsatzes. Der Großteil des Segmentumsatzes entfällt auf den Smartbroker, der Privatanlegern ein umfangreiches Produktangebot bei gleichzeitig niedrigen Gebühren bietet (Next-Generation-Broker). Das Leistungspaket des Online Brokers beinhaltet u.a. den Aktienhandel an sämtlichen deutschen und 23 internationalen Börsenplätzen. Neben dem auf Euro lautenden Basiskonto können insgesamt vier kostenlose optionale Währungskonten (USD, CHF, JPY, GBP) eröffnet werden. Des Weiteren stehen über 1,5 Mio. Derivate, mehr als 18.000 Fonds ohne Ausgabeaufschlag und 2.000 ETFs zum Handel zur Verfügung.

Die Umsätze dieses Bereichs setzen sich (zukünftig) aus folgenden Bestandteilen zusammen:

- **Transaktionsgebühren:** Transaktionsgebühren sind klassische Ordergebühren, die bei Kauf bzw. Verkauf von Wertpapieren anfallen. Hiermit erwirtschaftet Smartbroker den Großteil der Segmenterlöse.
- **Rückvergütungen:** Ein kleinerer Teil der Segmentumsätze des Smartbrokers resultieren aus Rückvergütungen, die von Börsenbetreibern, Derivateanbietern und Fondsgesellschaften gezahlt werden, wenn Kunden bestimmte Finanzprodukte handeln oder Wertpapiertransaktionen über spezifische Börsenplätze abwickeln. Hierbei überwiegt der Anteil der Vergütungen von Produktpartnern, sodass den Umsätzen aus Payment-for-Orderflow-Verträgen eine untergeordnete wirtschaftliche Bedeutung zukommt.
- **Zinsnahe Erträge:** Während Smartbroker Holding aktuell im Rahmen der bereits gekündigten DAB-Kooperation nicht an etwaigen Zinseinkünften partizipiert, die durch die Anlage überschüssiger Kundenliquidität erzielt werden, gehen wir davon aus, dass die voraussichtlich Mitte 2023 beginnende Kooperation mit der Baader Bank einen Split zwischen den beiden Vertragsparteien vorsieht. Dementsprechend sollte Smartbroker Holding u.E. ab 2024 zusätzliche, hochmarginale Umsätze erzielen. Der Vorstoß von Wettbewerbern wie Trade Republic und Scalable Capital, die Zinseinkünfte in Form von Guthabenzinsen an ihre Kunden weitergeben, dürfte das Potenzial dieser Erlöse allerdings limitieren.
- **Vermarktung des Frontends des Smartbrokers 2.0:** Ab dem Launch des Smartbrokers 2.0 Mitte 2023 wird das Unternehmen einen ganzheitlichen Zugriff auf die Benutzeroberflächen besitzen, was die Vermarktung von Werbeflächen und eine gezielte Einbindung von Produktpartnern ermöglicht.

Neben dem Smartbroker betreibt das Unternehmen die Online-Fondsvermittlungsplattform Fondsdiscount und den Anlagevermittler wallstreet:online capital, der primär für die Betreuung eines von der Volkswagen Bank erworbenen Kundenstammes (rund 23.000 Depots von VW-Mitarbeitern) dient. Die wirtschaftliche Bedeutung der beiden vorgenannten Leistungen ist für das Unternehmen ohnehin schon gering und wird sich

durch den strategischen Fokus auf den Smartbroker weiter verringern. Den auf die beiden Leistungen entfallenden Umsatzbeitrag im Jahr 2021 schätzen wir auf rund 4,5 Mio. Euro.

2) Geschäftsfeld Media (Pro-Forma-Umsatzanteil 2021: 69%)



Der Geschäftsbereich Media umfasst die vier Finanzportale ariva, finanznachrichten, boersennews und wallstreet:online sowie das Börsenmagazin Smart Investor. Diese bieten Anlegern sowohl eine umfassende Berichterstattung über aktuelle Wirtschafts- bzw. Börsennachrichten und Anlagetrends als auch den aktiven Austausch über Mitgliederforen. Neben der jeweiligen Webseite verfügt jedes Portal über eine eigene mobile App. Da die Werbeplätze aufgrund der homogenen Nutzergruppe aus Emittentensicht äußerst attraktiv sind, ist Smartbroker Holding in der Lage, nachhaltig hohe Kontaktpreise zu vereinnahmen. Geografisch fokussiert sich der Konzern mit seinem Medienangebot auf die DACH-Region.

Die Monetarisierung der Finanzportale erfolgt auf folgenden Ebenen:

- **Investor Relations-Marketing (Segmentanteil ~40%):** Hier arbeitet Smartbroker Holding mit führenden internationalen Partneragenturen zusammen. Diese werden vornehmlich von ausländischen Small- und MidCaps beauftragt, die ihre Equity Story auf den vier Portalen vermarkten.
- **Werbeverträge mit Key-Accounts (~40%):** Eine ebenso hohe Attraktivität der Werbeplätze ergibt sich für Banken und weitere Finanzdienstleister, die beispielsweise börsengehandelte Fonds oder derivative Finanzprodukte auf den Webseiten bewerben. Um die entsprechenden Kunden zu betreuen, verfügt die Unternehmensgruppe über ein eigenes Vertriebsteam sowie ein Key-Account-Management. In der Regel schließt Smartbroker Holding mit den betreffenden Kunden individuelle Werbeverträge ab, die eine bestimmte Anzahl von Werbeimpressionen garantieren und eine entsprechende Vergütung für diese Reichweite vorsehen.
- **Real-Time-Bidding (~5%):** Ein dritter Erlösstrom ergibt sich durch die programmatische Versteigerung von Werbeplätzen, dem sogenannten „Real-Time-Bidding“ (RTB). Hierbei werden Werbeplätze, die nicht durch Key-Accounts oder IR-Agenturen gebucht wurden, mithilfe eines Dienstleisters in Echtzeit an den Höchstbietenden versteigert. Obwohl die Erlöse pro geschalteter Anzeige im Key-Account- bzw. IR-Geschäft deutlich höher ausfallen, stellt die Nutzung von RTB einen festen Bestandteil der Monetarisierungsstrategie dar, die sicherstellt, dass das gesamte Umsatzpotenzial des Werbeinventars ausgeschöpft wird.
- **Paid-Content-Angebote (~0%):** Derzeit baut Smartbroker Holding interne Strukturen für die Herausgabe von Paid-Content-Angeboten wie exklusiven Börsenbriefen auf. Ziel ist es, die Wertschöpfungskette zu erweitern und der vorhandenen, aktiven Anlegercommunity professionelle Anlagetipps zu bieten. Mit der Vermarktung der Produkte hat das Unternehmen im Herbst 2022 begonnen.

Neben den Finanzportalen sind im Mediensegment zusätzlich Aktivitäten im B2B-Software-Bereich gebündelt. Hier bietet Smartbroker Holding Kunden aus der Finanzbranche individuelle Webservices und Datenlösungen an. Dazu zählen beispielsweise der Aufbau von Finanzwebseiten, die Einbindung von Echtzeit-Börsendaten oder die Bereitstellung von regulatorischen Dokumenten wie PRIIPs. Umsatzseitig generierte Smartbroker Holding in diesem Geschäftszweig zuletzt 5,3 Mio. Euro und damit rund 15% der Segmenterlöse.

Smartbroker Holding AG vor Abschluss der Transformationsphase

Ursprünglich verfolgte Smartbroker Holding mit der Vermarktung des Online-Portals wallstreet:online ein Single-Site-Geschäftsmodell, änderte seine Strategie ab 2016 jedoch grundlegend und akquirierte in den Folgejahren mehrere Finanzportalbetreiber. Dies führte im Medienbereich vor allem infolge einer Fixkostendegression zu Skalenvorteilen (EBITDA-Marge 2021 +4PP vs. 2017). Um die Erlösstruktur weiter zu diversifizieren und zusätzliche

Wachstumschancen zu erschließen, erfolgte mit dem Launch des Smartbrokers Ende 2019 der Einstieg in das Brokerage-Geschäft.

Entwicklungsstufen der Smartbroker Holding AG



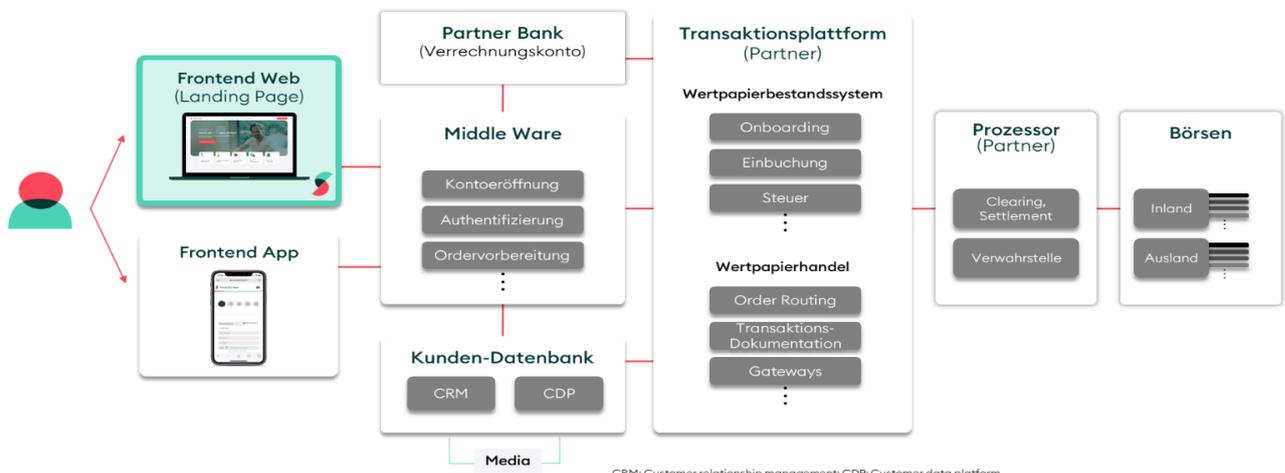
Quelle: Unternehmen

Hierbei steuerte die übernommene Konzerntochter wallstreet:online capital AG (heute Smartbroker AG) einerseits die erforderliche BaFin-Lizenz und andererseits das benötigte Know-how bei. Da die Smartbroker AG mit der Lizenz jedoch ausschließlich als Anlagevermittler agieren durfte, wurde eine Kooperation mit der zur BNP Paribas gehörenden DAB geschlossen. Diese stellt noch immer u.a. sämtliche Teile der Middleware und des Backends bereit, während Smartbroker sich als Markeninhaber gänzlich auf die Vermarktung, Kundengewinnung und Kundenbetreuung fokussiert. Da die BNP Paribas jedoch mit der Consorsbank über ein Konkurrenzprodukt verfügt und dadurch u.E. ein anhaltender Interessenkonflikt besteht, entschloss sich Smartbroker Holding bereits 2021 eine erweiterte BaFin-Lizenz zu beantragen und fortan große Teile der Brokerage-Wertschöpfungskette zu internalisieren. Das Go-Live des auch optisch und funktional verbesserten Produktes mit dem Projektnamen Smartbroker 2.0 sah das Unternehmen bereits für Mitte 2022 vor, verschob den Launch jedoch zuletzt auf Mitte 2023. Gleichzeitig rückte die Gesellschaft teilweise von der Internalisierungsstrategie ab und verkündete im Dezember 2022 eine Kooperation mit der Baader Bank, die mit dem Start des Smartbrokers 2.0 die Depot- und Kontoführung verantworten sowie sämtliche Backend-Prozesse abwickeln wird. Dieser strategische Schritt wird das operative Risiko u.E. signifikant verringern. Ebenso ist die derzeitige BaFin-Lizenz für sämtliche Prozessschritte ausreichend, die von Smartbroker ausgeführt werden, sodass die Bedeutung des etwaigen Erhalts der Lizenzerweiterung als gering einzustufen ist.

Die nachstehenden Abbildungen zeigen farblich grün hinterlegt die von Smartbroker selbst verantworteten Prozesse im Rahmen der aktuellen DAB- sowie der zukünftigen Baader-Kooperation. Es wird deutlich, dass sich die Wertschöpfungstiefe spürbar erhöht. Auf die grün schraffierten Bereiche in der unteren Abbildung wird das Unternehmen perspektivisch mehr direkten Einfluss haben und dadurch an Flexibilität und Entscheidungsspielraum in Hinblick auf die Produktgestaltung und -weiterentwicklung gewinnen.

Verantwortungsbereich von Smartbroker im Rahmen der DAB- und Baader-Kooperation

Smartbroker AG Status Quo
Geringe Wertschöpfungstiefe

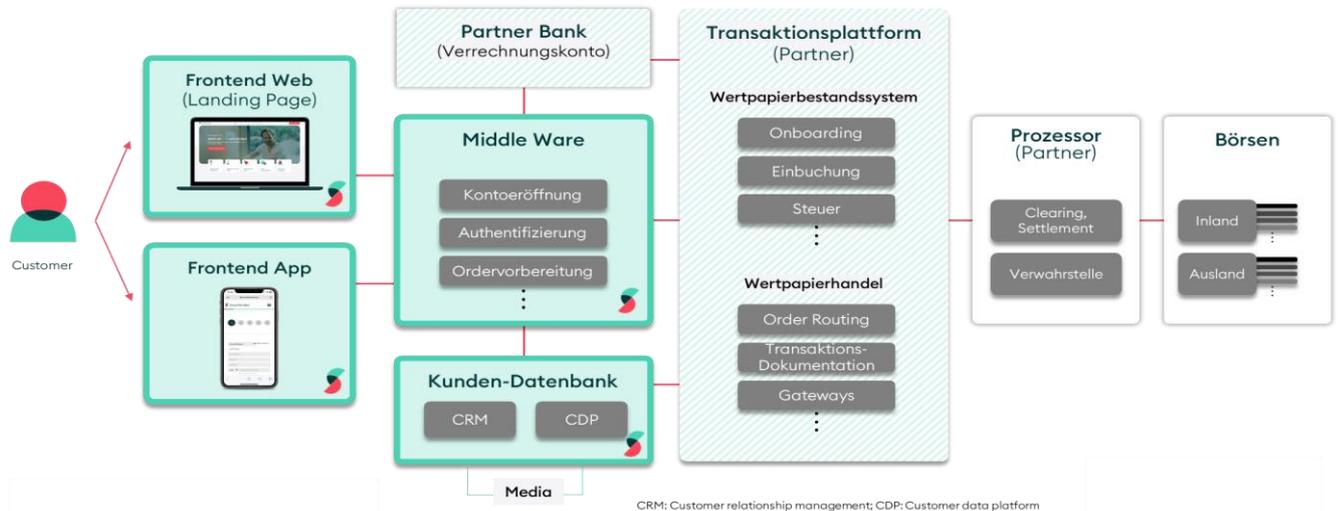


Quelle: Unternehmen

CRM: Customer relationship management; CDP: Customer data platform

Smartbroker 2.0 Wertschöpfungskette

Fokussierung auf Kernkompetenzen; Zusammenarbeit mit einer kleinen Anzahl erfahrener Partner



Quelle: Unternehmen

Positionierung in attraktiven Marktnischen mit strukturellen Wachstumstreibern

Im **Geschäftsbereich Transaktion** fokussiert sich Smartbroker Holding auf dem deutschen, digitalen Brokerage-Markt und somit auf die Betreuung inländischer Privatanleger. In der Vergangenheit unterlag die Zahl der deutschen Wertpapierbesitzer verschiedenen Trends und rangiert seit der Jahrtausendwende zwischen 8,4 Mio. und 12,9 Mio. Anlegern. Im Zuge des Börsenbooms im Jahr 2020 erlebte die Aktienanlage eine Renaissance, wodurch mehrere Millionen Menschen mit der Wertpapieranlage begannen. So haben insbesondere verschobene Urlaube, geschlossene Restaurants und geringere Einkaufsaktivitäten infolge von Lockdowns dazu geführt, dass die Menschen mehr Zeit hatten, sich mit der Thematik Aktienanlage zu beschäftigen und sie darüber hinaus über mehr Geld verfügten.

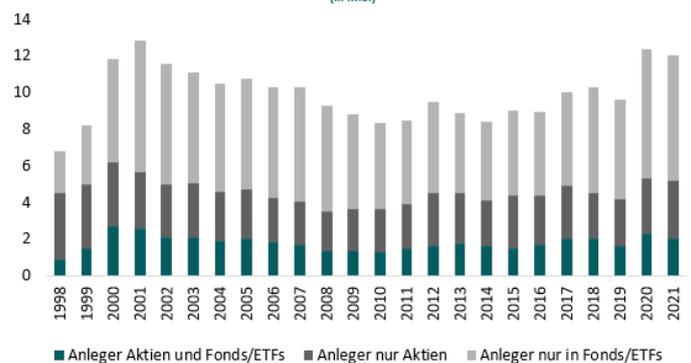
Eine Besonderheit des Marktes stellt der Umstand dar, dass die Anzahl der Depots die der Anleger deutlich übersteigt. So verfügen deutsche Anleger im Schnitt über mehr als zwei Depots, sodass sich das adressierbare Marktvolumen spürbar erhöht. Folglich bietet sich Brokern die Chance, sich bei Kunden, die ihre Wertpapiergeschäfte vornehmlich bei Konkurrenten abwickeln, zu etablieren und bei einer überzeugenden Dienstleistungsqualität sukzessive mehr Geschäft zu übernehmen. Aus Sicht der Broker sind insbesondere solche Anleger attraktiv, die nicht nur Fonds und ETFs, sondern auch Aktien handeln, da diese Assetklasse mehr Umsatz- und Gewinnpotenzial birgt. In den nachstehenden Abbildungen ist die historische Entwicklung der Anleger- und Depotzahlen dargestellt.

Anzahl inländischer Wertpapierdepots exkl. Leer- und Doppeldepots (in Mio.)

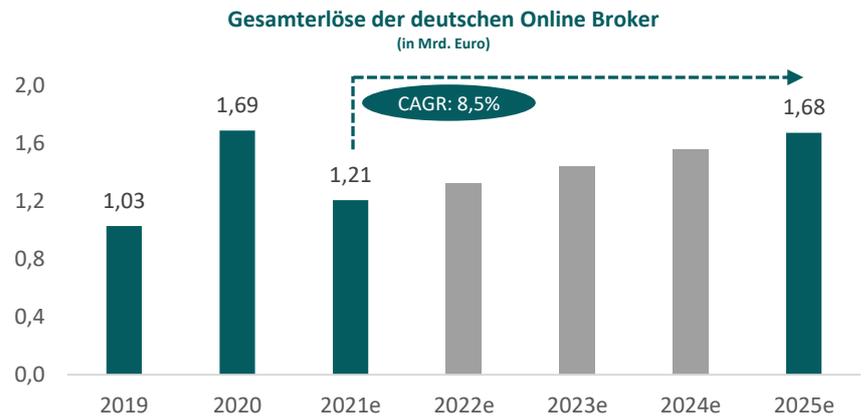


Quelle: Oliver Wyman, Deutsches Aktieninstitut, Deutsche Bundesbank

Entwicklung der deutschen Anlegerzahl (in Mio.)

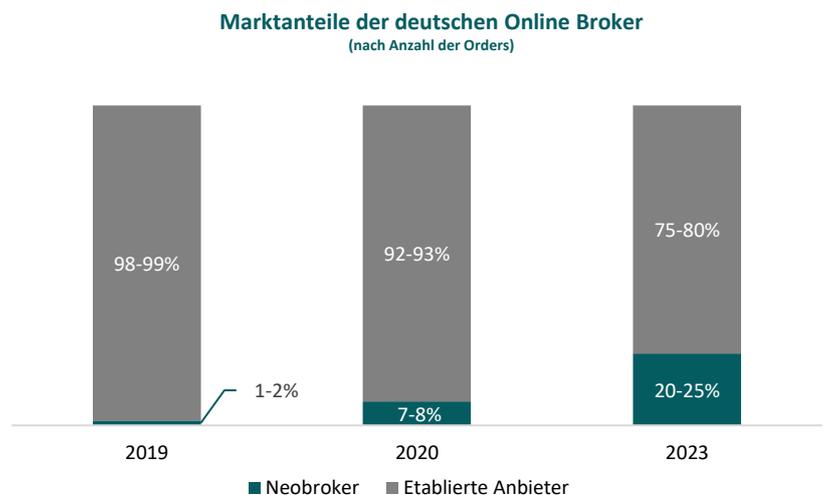


Neben der Anlegerzahl ist auch das Gesamterlösvolumen der deutschen Online Broker von spürbarer Volatilität geprägt, was auf den hohen Anteil transaktionsbasierter Umsätze zurückzuführen ist. Einer Studie der Managementberatung Oliver Wyman zufolge stiegen die branchenweiten Umsätze im Jahr 2020 schätzungsweise um 64,1% yoy auf 1,69 Mrd. Euro an, während für das Jahr 2021 von einem Rückgang in Höhe von 28,4% yoy auf 1,21 Mrd. Euro ausgegangen wird. Bis 2025 soll sich der Gesamtmarkt erneut dem Erlösniveau des Rekordjahres 2020 annähern und ein Volumen von 1,68 Mrd. Euro erreichen.



Quelle: Oliver Wyman

Analog zur erfolgreichen Nischenpositionierung im Mediensegment ist das Unternehmen auch im Transaktionsgeschäft mit dem gleichnamigen Smartbroker als „Next-Generation-Broker“ in einem überproportional wachsenden Teilmarkt zu verorten. Next-Generation zielt dabei auf die Kombination von einem sehr preiswerten oder kostenlosen Wertpapierhandel und einer breiten Produktpalette ab. Seit hierzulande 2019 die ersten Neobroker gestartet sind, ist eine Verschiebung der Marktanteile weg von etablierten Anbietern hin zu günstigeren Neo- und Next-Generation-Brokern zu beobachten. Diese trugen wesentlich zum Marktwachstum und der Erhöhung der Aktionärszahl bei und steigerten ihre Marktanteile gemessen an der Transaktionszahl von 1 bis 2% im Jahr 2019 innerhalb eines Jahres auf 7 bis 8%. Bis 2023 sollen sie bereits 20 bis 25% der Transaktionen auf sich vereinen.

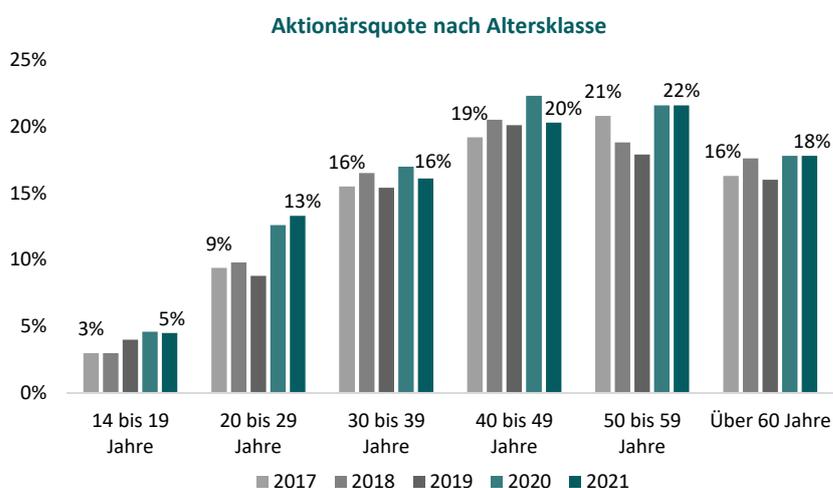


Quelle: Oliver Wyman

Neben den sich aus der Verschiebung der Marktanteile ergebenden Wachstumschancen bietet auch eine steigende Aktionärsquote großes Potenzial für den Smartbroker. Im internationalen Vergleich besteht in Deutschland seit Jahrzehnten signifikantes Aufholpotenzial im Bereich des Wertpapiersparens. Katalysatoren für eine nachhaltige

Bewusstseinsveränderung können einerseits in der immer klarer werdenden Rentenlücke und dem damit einhergehenden Bedarf privater Altersvorsorge gesehen werden. Darüber hinaus sind vonseiten der Politik zuletzt Initiativen in Bezug auf die Steigerung der Attraktivität der Aktienanlage zu beobachten. So ist derzeit ein Zukunftsfinanzierungsgesetz in Planung, welches unter anderem steuerliche Anreize für das Aktiensparen vorsieht. Ebenfalls vereinfachen und beschleunigen Neo- und Next-Generation-Broker den Kauf von Wertpapieren immens.

Schließlich wird u.E. auch die demografische Entwicklung einen spürbaren, nachhaltigen Wachstumsfaktor darstellen. Denn einerseits erreichen jährlich ca. 750.000 junge Menschen ein Alter von 18 Jahren, wodurch Sie mit dem eigenständigen Aktiensparen beginnen können. Andererseits erhöht sich die Aktionärsquote mit zunehmendem Alter deutlich, wobei die größte Dynamik in den Altersklassen bis zu 40 Jahren zu verzeichnen ist.



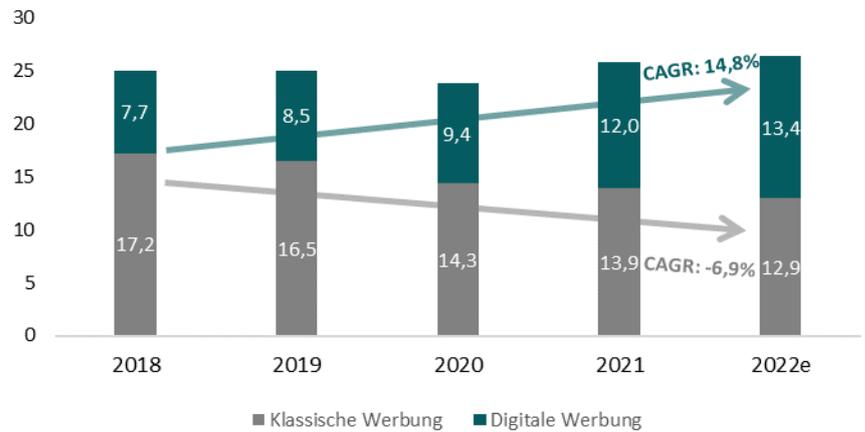
Quelle: Deutsches Aktieninstitut

Nicht zuletzt ermöglicht die Digitalisierung einen immer leichteren Zugang zu hochwertigen, relevanten Informationen sowie eine gezieltere Kundenansprache und -segmentierung, wodurch diesen zugeschnittene, individuelle Produktlösungen angeboten werden können.

Im **Geschäftsbereich Medien** profitiert Smartbroker Holding insbesondere von der fundamentalen Verlagerung der Werbebudgets weg von analogen hin zu digitalen Medien. Diese Entwicklung ist zunächst auf die grundsätzlich steigende Nutzung und Beliebtheit digitaler Medienangebote auf Adressatenseite zurückzuführen. Des Weiteren erfahren Werbetreibende bei Ausstrahlung von Online-Anzeigen geringere Streuverluste, da digitale Medien eine kontinuierliche Analyse der Nutzer ermöglichen und somit in der Regel ein genaueres Ansprechen von Kundengruppen erlauben. Nicht zu vernachlässigen ist aus Sicht der Werbetreibenden auch das überlegene Monitoring der Werbeeffekte, wie z.B. eine transparente Darstellung von Conversion-Rates der jeweiligen Werbekampagnen.

Während der Gesamtmarkt für Werbung in den letzten Jahren kaum Wachstum verzeichnete und traditionell einer starken Konjunktursensitivität unterliegt (Nettowerbeeinnahmen 2020: -4,9% yoy vs. nominaler BIP-Rückgang von -3,0% yoy), sorgte die Corona-Krise für eine zusätzliche Beschleunigung der Wachstumsdynamik im digitalen Werbemarkt. Das Wachstum dieses Bereichs lag in den Jahren 2018 bis 2022 mit durchschnittlich 14,8% p.a. deutlich über der Gesamtmarktentwicklung von 1,4% p.a. und überkompensierte gar die rückläufigen Werbebudgets der klassischen Medien.

Entwicklung des deutschen Werbemarktes
(in Mrd. Euro)

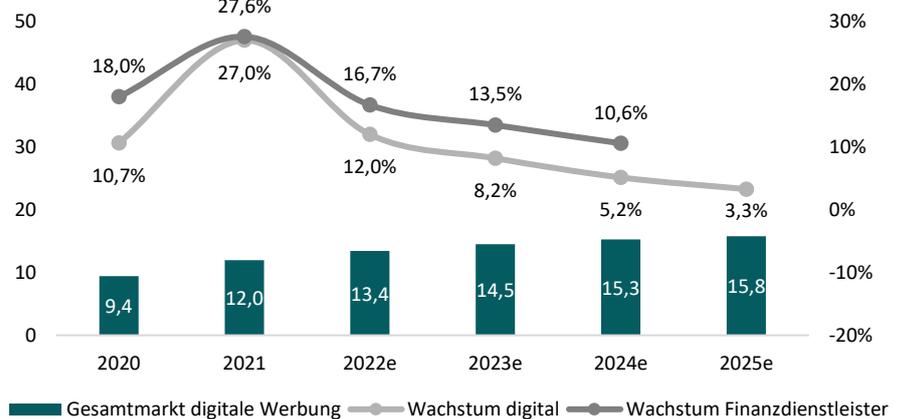


Quelle: PwC, ZAW

Einer von PwC veröffentlichten Studie zufolge wird sich diese Entwicklung, wenn auch in abgeschwächter Form, weiter fortsetzen. So soll der Markt für digitale Werbung zwischen 2022 (13,4 Mrd. Euro) und 2025 um jährlich 5,5% auf 15,8 Mrd. Euro wachsen.

Da Smartbroker im Medienbereich vornehmlich Finanzdienstleister zu seinen Kunden zählt, ist nicht nur die Gesamtentwicklung der digitalen Werbebudgets, sondern insbesondere die der Finanzindustrie relevant. Einer Studie von eMarketer zufolge sind die entsprechenden Werbebudgets in den Jahren 2020 und 2021 mit 18,0% yoy bzw. 27,6% yoy deutlich überproportional gestiegen. Auch für 2023 (+13,5% yoy) und 2024 (+10,6%) yoy geht das Marktforschungsinstitut von zweistelligen Wachstumsraten aus, sodass sich für Smartbroker auch zukünftig attraktive Chancen bieten sollten.

Deutscher digitaler Werbemarkt
(in Mrd. Euro)

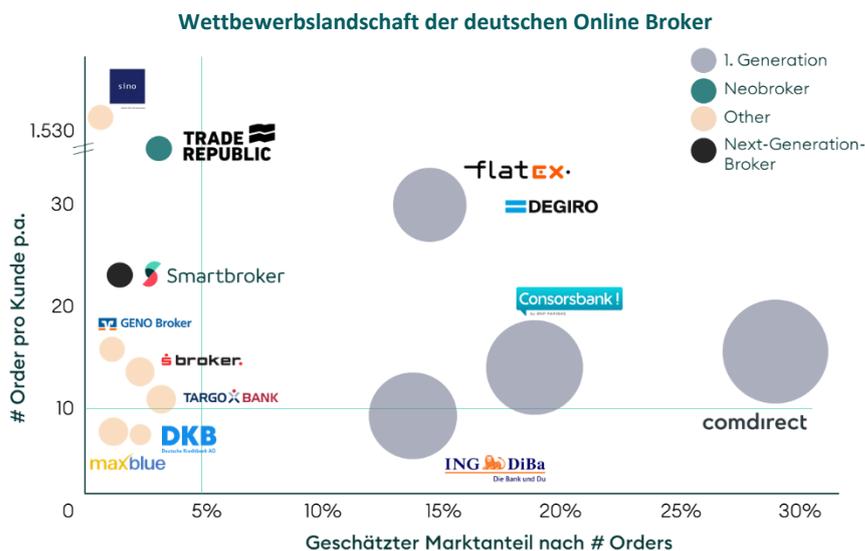


Quelle: PwC, eMarketer

Insgesamt liegen in beiden adressierten Zielmärkten unserer Ansicht nach vielfältige Wachstumsfaktoren vor, die Smartbroker in den nächsten Jahren zu weiterem Wachstum verhelfen sollten.

Aussichtsreiche Wettbewerbsposition in beiden Kernmärkten

Im **Transaktionsbereich** fokussiert sich Smartbroker auf den deutschen Privatanleger und konkurriert mit etwa zwei Dutzend anderen Brokern. Gemessen an der Gesamtzahl der Depots in Deutschland besitzt Smartbroker einen Marktanteil von 1%. In der nachfolgenden Abbildung ist das Gros der relevanten Wettbewerber dargestellt.



Quelle: Unternehmen, Oliver Wyman

Hierbei ist zu erkennen, dass die vier größten Anbieter comdirect (Eigentümer: Commerzbank), Consorsbank (Eigentümer: BNP Paribas), ING DiBa und flatexDEGIRO, gemessen an der Zahl der Transaktionen über einen kumulierten Marktanteil von rund 70% verfügen. Insgesamt lassen sich sämtliche Wettbewerber aus unserer Sicht in drei Kategorien einteilen:

- Neo- und Next-Generation-Broker (z. B. Trade Republic, Smartbroker)
- Unabhängige Online Broker der ersten Generation (z. B. flatex)
- Online Broker der führenden Geschäfts- bzw. Universalbanken (z. B. ING-DiBa)

Aufgrund der weitgehend homogenen Kerndienstleistung im Brokerage-Markt, die in der Ausführung von Wertpapiertransaktionen besteht, müssen sich die Wettbewerber auf andere Weise differenzieren, um Wettbewerbsvorteile zu erlangen. Dementsprechend stellen wir vor der Beurteilung etwaiger Wettbewerbsvorteile zunächst auf die aus Kundenperspektive wichtigsten Faktoren für die Auswahl bzw. den Wechsel eines Online Brokers ab. Gemäß einer Anleger-Befragung Oliver Wymans bestehen die fünf wichtigsten Auswahlkriterien in folgenden Aspekten:

- Höhe der Gebühren
- Broker ist gleichzeitig Hausbank des Kunden
- Marke, Reputation und Vertrauen
- Gesamt-Usability und Qualität der mobilen App
- Breite der Produktpalette

Nachfolgend haben wir den Smartbroker mit verschiedenen Wettbewerbern anhand der obigen Kriterien verglichen. Aus Gründen der Übersichtlichkeit und der vergleichbaren Preis-Leistungs-Profile der Anbieter einer Kategorie haben wir jeweils nur einen Wettbewerber herangezogen. Um eine möglichst objektive Beurteilung zu gewährleisten, wurde auf die Bewertung des Aspekts „Marke, Reputation und Vertrauen“ sowie eine Usability-Einschätzung verzichtet. In letzterer Kategorie dürfte die aktuelle Version des Online Brokers jedoch noch schlecht abschneiden.

Wettbewerbsvergleich ausgewählter Online Broker

| Leistung/Anbieter | Smartbroker | TRADE REPUBLIC | flatex | comdirect |
|---|--|---|------------------------|------------------------|
|  Breite der Produktpalette | Handelsplätze: 35 | 1 | 21 | 29 |
| Fonds | ✓ | ✗ | ✓ | ✓ |
| Derivate | 16 Emittenten | 3 Emittenten | 17 Emittenten | >23 Emittenten |
| CFD | ✗ | ✗ | ✓ | ✓ |
| Terminhandel | ✗ | ✗ | ✓ | ✓ |
| Margin Loans | Eingeschränkt | ✗ | ✓ | ✓ |
|  Höhe der Gebühren | Depotführung: Kostenfrei | Kostenfrei | 0,1% des Depotvolumens | Kostenfrei für 3 Jahre |
| Kosten Inlandshandel | Standard: 4,00 € gettex: 0,00 €; L&S: 1,00 € | 1,00 € | 5,90 € | 9,99 – 59,99 € |
| Kosten Auslandshandel | 9,00 € zzgl. Handelsplatzentgelt | Nicht verfügbar | 5,90 € | 12,90 – 62,90 € |
| Sparplankosten | Fonds: Kostenfrei Aktien, ETFs: 0,2%, min. 0,80 € | Kostenfrei (jedoch nur ETFs von 5 Emittenten) | Kostenfrei | ETFs, Aktien: 1,5% |
|  Klassische Bankingdienstl. | ✗ | ✗ | ✗ | ✓ |
|  Mobile App | ✗ | ✓ | ✓ | ✓ |

Quelle: Smartbroker, Trade Republic, flatexDEGIRO, comdirect

Bei einem Vergleich des Leistungsumfangs geht der Smartbroker in der Assetklasse Aktien aufgrund der hohen Anzahl angebundener Börsenplätze und der verschiedenen, günstigen Preismodelle als bester Anbieter hervor. Im Gegensatz zu flatex und comdirect bietet der Smartbroker allerdings weder den Handel mit CFDs noch mit Optionen bzw. Futures an. Dies stellt u.E. jedoch nur einen geringfügigen Nachteil dar, da jene für den Großteil der deutschen Privatanleger keine Relevanz besitzen und der Handel der betreffenden Instrumente zuletzt durch zunehmende Regulatorik an Attraktivität verloren hat. Als größte Schwachstelle im Produktportfolio des Smartbrokers sehen wir die nur eingeschränkt verfügbaren Margin Loans sowie die noch fehlende mobile App an, deren Launch zur Jahresmitte 2023 angekündigt wurde.

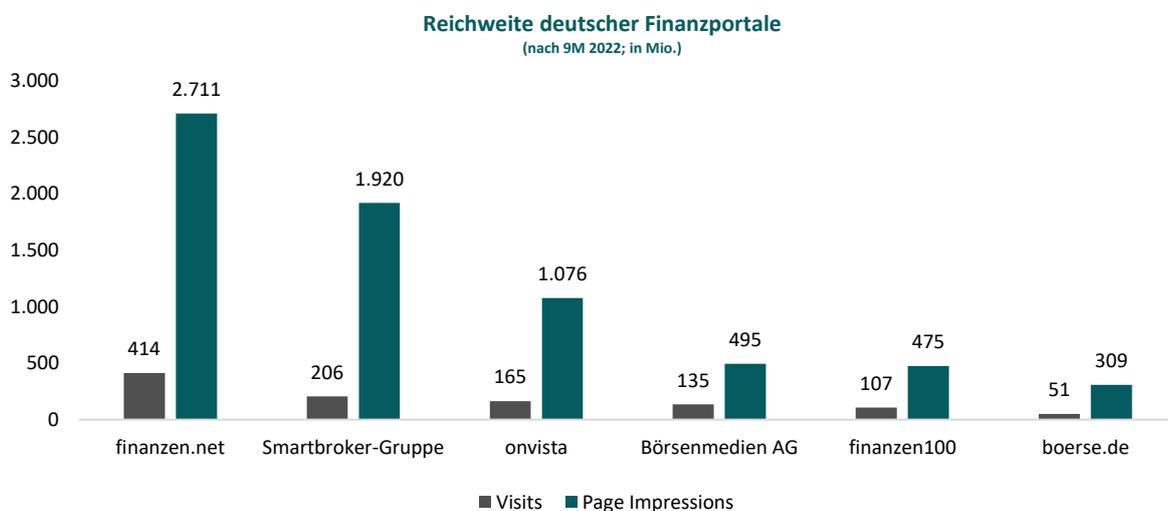
Insgesamt sehen wir den Smartbroker aus folgenden Gründen in einer vielversprechenden Wettbewerbsposition:

- **Preisführerschaft und breite Produktpalette:** Der Smartbroker ist eine Symbiose aus günstigem Neobroker und leistungsstarkem First-Generation-Broker, da den Kunden einerseits der 0-Euro-Handel und andererseits eine Vielzahl von Börsenplätzen und Finanzprodukten zur Verfügung steht. Derzeit ist uns weder ein weiterer Anbieter mit einem ähnlich attraktiven Preis-Leistungs-Verhältnis in Bezug auf den inländischen Aktienhandel bekannt noch erkennen wir Ambitionen relevanter Wettbewerber ein ähnliches Modell zu verfolgen. Da aktive Anleger mit einer hohen Handelsfrequenz besonders stark von der attraktiven Gebührenstruktur des Smartbrokers profitieren, dürften diese in den nächsten Jahren sukzessive auf kostengünstigere, aber gleichzeitig leistungsstarke Broker umsteigen.
- **Eigene Medienreichweite ermöglicht günstige und effiziente Kundenakquise:** Mit den konzerneigenen Finanzportalen verfügt Smartbroker Holding über einen strukturellen Wettbewerbsvorteil, da das Unternehmen über die zweithöchste Reichweite aller deutschen Betreiber verfügt und dem Smartbroker so auf den vier Portalen exklusive Werbeplätze zur Verfügung stellen kann. Da diese monatlich mehr als 3 Mio. Menschen erreichen und der Smartbroker knapp unter 300.000 Depots aufweist, besteht auch bei einer geringen Durchdringung der Nutzergruppe noch signifikantes Neukundenpotenzial.
- **Geringe Abhängigkeit von Rückvergütungen:** Mit einer im Dezember 2022 getroffenen Entscheidung der EU-Mitgliedsstaaten ist die unmittelbare Gefahr eines EU-weiten Verbots von Payment-for-Orderflow-Vergütungen zunächst gebannt. Da die Entscheidungsgewalt und die Durchsetzung eines etwaigen Verbots jedoch de facto an die einzelnen Mitgliedsstaaten delegiert wurde, steht eine finale Entscheidung weiterhin aus. Angesichts der zahlreichen Verbote in westlichen Ländern ist u.E. auch ein deutschlandweites Verbot bzw. eine wesentliche Einschränkung nicht

auszuschließen. Aufgrund des vergleichsweise geringen Umsatzanteils von Rückvergütungen verfügt Smartbroker hier insbesondere gegenüber Neobrokern bzw. reinen Zero-Commission-Brokern über ein deutlich resilienteres Geschäftsmodell. So könnten die Payment-for-Orderflow-Umsätze laut Vorstand im Falle eines Verbots durch eine Preisanhebung ausgeglichen werden, die keine wesentliche Auswirkung auf die Wettbewerbsstellung des Smartbrokers hätte, da sämtliche Online Broker ihre Preisstrukturen korrigieren müssten.

Abschließend sei auf die bereits heute visible Verbesserung der Wettbewerbsposition hingewiesen, die auf die nächste Produktversion Smartbroker 2.0 zurückzuführen ist. Diese wird die u.E. größten Schwachpunkte der gegenwärtigen Produktversion beheben. So gehen wir davon aus, dass sowohl die mobile App als auch die komplett überarbeitete grafische Oberfläche die Gesamt-Usability und Optik mindestens auf Niveau der Wettbewerber heben wird. Insgesamt sollte der Smartbroker somit zu einem der attraktivsten Online Broker in Deutschland werden, der aus technischer Sicht in den wesentlichen Kundenansprüchen mindestens auf Höhe der Wettbewerber liegt.

Im **Mediensegment** verfügt Smartbroker Holding mit den vier zugehörigen Finanzportalen über eine vielversprechende Wettbewerbsposition und ist sowohl gemessen an den Visits (Besuch einer Webseite) als auch den Page Impressions (Seitenaufrufe) nach dem zum Axel-Springer-Verlag gehörenden Marktführer finanzen.net die Nummer zwei der deutschen Finanzportalbetreiber. In der nachstehenden Abbildung ist die jeweilige Reichweite der größten inländischen Konkurrenten dargestellt. Hierbei wird die oligopolistische Marktstruktur ersichtlich, die durch eine Konsolidierungswelle nochmals verstärkt wurde. So vereinen bereits die größten drei Unternehmen den überwiegenden Teil der Reichweite auf sich.



Quelle: IVW

Neben finanzen.net zählen das Portal onvista (Eigentümer: Commerzbank), die Webseiten der Börsenmedien AG (Der Aktionär, boerse-online, finanztreff) sowie finanzen100 (Eigentümer: Hubert Burda Media-Gruppe) und das unabhängige Portal boerse.de zu den direkten Konkurrenzangeboten. Wettbewerbsseitig sehen wir Smartbroker Holding im Mediensegment aus folgenden Gründen in einer aussichtsreichen Position:

- **Zweithöchste Reichweite der Branche:** Aufgrund der verhältnismäßig geringen Anzahl von relevanten Wettbewerbern und der großen Reichweite der zu Smartbroker Holding gehörenden Finanzportale führt für die werbenden Finanzdienstleister auf dem deutschen Markt nahezu kein Weg an den Angeboten von Smartbroker Holding vorbei. So erreichen diese nach Vorstandsangaben mehr als 40% der selbstentscheidenden Anleger in Deutschland. Die gute Marktpositionierung hat folglich zu einer sehr hohen Eintrittsbarriere für neue, potenzielle Wettbewerber geführt.

- **Größte Finanzcommunity im deutschsprachigen Raum:** Einen weiteren, wesentlichen Wettbewerbsvorteil sehen wir in der registrierten Nutzerbasis und den intensiv genutzten Mitgliederforen. Denn während die bloße Programmierung einer Finanzwebseite leicht umsetzbar ist, ist der Aufbau einer vergleichbar großen Community bislang keinem Wettbewerber gelungen.
- **Hohe Attraktivität der Werbeplätze:** Das Werbeinventar von Smartbroker ist für Werbetreibende aufgrund der homogenen Zielgruppe, der starken Kundenbindung und der hohen Kaufkraft bzw. Handelsaktivität äußerst attraktiv. Dies unterstreicht eine unabhängige Studie des Marktforschungsunternehmens Investment Trends, das eine jährliche Erhebung unter den Nutzern der Smartbroker-Portale durchführt. So verfügen die User nicht nur über überdurchschnittliche Nettoeinkommen (> 50% über 3 Tsd. Euro monatlich) und Depotgrößen (150 Tsd. Euro vs. \approx 50 Tsd. Euro bundesweit), sondern weisen ebenso eine stark erhöhte Handelsaktivität auf (ca. 15 Transaktionen pro Monat).
- **Adressierte Werbekunden:** Während sämtliche vorgenannten Unternehmen um die Werbebudgets der Finanzindustrie konkurrieren, adressieren lediglich eine untergeordnete Zahl der Wettbewerber den Markt für Investor Relations-Marketing, wodurch Smartbroker über eine nochmals attraktivere Marktposition verfügt. Aufgrund des geringen Angebots von Werbeplätzen auf Webseiten mit einer vergleichbar einschlägigen Zielgruppe und Marktabdeckung besitzt Smartbroker eine gewisse Preissetzungsmacht.
- **Gewohnheitseffekt der Nutzer mit „Unique Content“:** Überdies stellen die Nutzerbeiträge ein einzigartiges Asset dar, die bei Web-Suchen aufgrund des langjährigen Bestehens der Community, die dieses Jahr ihren 25. Geburtstag feiert, oftmals unter den Top 10 der Suchergebnisse rangieren. Darüber hinaus sorgen die unzähligen Verlinkungen auf anderen Webseiten für stetigen „Traffic“.

Smartbroker 2.0 ermöglicht dynamisches Top-Line-Wachstum

In der jüngeren Vergangenheit konnte Smartbroker Holding seinen Umsatz mit hohen zweistelligen Wachstumsraten steigern (5-Jahres-CAGR 2016-2021: 76,3%), was einerseits auf die Zukäufe im Medienbereich und die anschließende Optimierung der Monetarisierungsstrategie der akquirierten Plattformen zurückzuführen ist (Mediensegment CAGR 2016-2021: 60,9%). Andererseits sorgt das Segment Transaktion seit Ende 2019 für zusätzliche Wachstumsimpulse. So beliefen sich die initialen Umsätze in 2020 auf 1,3 Mio. Euro, die anschließend innerhalb eines Jahres auf 12,3 Mio. Euro gesteigert und somit nahezu verzehnfacht werden konnten.

Für 2022 erwarten wir im Geschäftsbereich Transaktion einen Umsatz i.H.v. 18,1 Mio. Euro und rechnen aus folgenden Gründen auch zukünftig mit dynamischen Zuwächsen:

- **Erleichterte Kundenakquise durch verbessertes Produkt:** Der wichtigste Faktor für das zukünftige Umsatzwachstum liegt u.E. in der Gewinnung weiterer Neukunden, die idealerweise eine vergleichbare Qualität (betreutes Kundenvermögen, Handelsaktivität) wie die bestehende Kundenbasis aufweisen. Durch die umfangreichen Produktverbesserungen, die insbesondere die Usability & Optik betreffen, sollte Smartbroker auch künftig in der Lage sein, Marktanteile zu gewinnen und zahlreiche aktive Anleger von seinem Leistungsangebot zu überzeugen. Ebenso wichtig wie eine erfolgreiche Neukundengewinnung ist eine niedrige Churn-Rate, die sich u.E. durch die Produktverbesserungen auch zukünftig auf einem niedrigen Niveau bewegen wird. In Anbetracht der hohen Wettbewerbsintensität gehen wir zukünftig von einer Churn-Rate von 5,0% aus.
- **Umsätze aus der Vermarktung des Frontends des Smartbrokers 2.0:** Mit dem Go-Live des Smartbrokers 2.0 wird das Unternehmen ab 2024 vollen Zugriff auf sämtliche Benutzeroberflächen besitzen. Dies ermöglicht eine zusätzliche Vermarktung von Werbeplätzen des Next-Generation-Brokers und setzt dadurch weiteres Umsatzpotenzial frei.

- **Steigerung der Handelsaktivität durch Verfügbarkeit einer mobilen App:** Durch den Launch der Smartbroker-App wird der Zugang zum Handelssystem erleichtert und gleichzeitig der Aufwand zur Durchführung einer Transaktion reduziert. Dies sollte sich positiv auf die Handelsaktivität auswirken.
- **Partizipation an Zinseinkünften:** Im Zuge der jüngst vermeldeten Kooperation mit der Baader Bank wird Smartbroker Holding künftig zusätzliche zinsnahe Erträge erzielen, die aus der kurzfristigen Anlage überschüssiger Kundenliquidität generiert werden. Hierbei wird das Unternehmen von den hohen Assets unter Custody (AuC: 9,2 Mrd. Euro) profitieren, die bei ca. 33.000 Euro pro Kunde liegen. Typischerweise halten die Kunden von Smartbroker rund 10% Cash für weitere Wertpapierkäufe vor, welches die Basis für die Zinserträge bildet. Wir gehen davon aus, dass Smartbroker mit seinem Vertragspartner einen Erlös-Split vereinbart hat, was bei einer Zinsmarge von 1,0% ein zusätzliches initiales Umsatzpotenzial in 2024 von 4,5 Mio. Euro bedeutet.
- **Wiedereinführung von Margin Loans:** Aufgrund der fehlenden Bewilligung neuer Kreditlinien vonseiten der Partnerbank ist es Anlegern derzeit nicht möglich, neue Wertpapierkredite aufzunehmen. Da Smartbroker die Dienstleistung jedoch bereits 2021 angeboten hat und diese eine durchaus attraktive Zinsmarge von 1-3 Prozentpunkten aufweist, gehen wir davon aus, dass Margin Loans nach der Migration der Bestandskunden auf das System der Baader Bank (MONE: Anfang 2024) erneut verfügbar sein und zu weiterem Umsatzwachstum beitragen sollten. Aus Vorsichtsgründen lassen wir diese Erlösquelle noch unberücksichtigt.
- **Steigerung der Handelsaktivität durch Integration des Smartbrokers auf den Online-Portalen:** Mittelfristig erwarten wir eine noch tiefere Integration des Smartbrokers in die Medienplattformen, sodass auf diesen ein Depot-Login zur Verfügung steht und Kunden mit wenigen Klicks auf ariva, wallstreet:online, boersennews oder finanznachrichten Wertpapiere handeln können.

Basierend auf den vorgenannten Faktoren gehen wir im Folgenden dezidiert auf das Preis-Mengen-Gerüst unserer Top-Line-Planung ein, das sich auf drei Variablen bezieht: Die Anzahl der Kunden, die Handelsaktivität und die durchschnittlich erzielbaren Transaktionsgebühren.

- **Anzahl der Kunden:** Zum 30.06.22 wies Smartbroker einen Bestand von mehr als 269.000 Depots aus (+23.000 in H1/22). Für 2023 gehen wir infolge der strategischen Reduktion der Werbebudgets von nur 14.850 neueröffneten Depots aus und rechnen in der Migrationsphase (MONE: ab Q4/23) der Bestandskunden mit einem Verlust von rund 15% der Kunden. Da der Migrationsprozess aus Kundensicht jedoch mit wenigen Klicks abgeschlossen ist, erwarten wir, dass sich unter den verlorenen Kunden auch Leerdepots und inaktive Kunden befinden, was zu unterproportionalen Umsatz- und AuC-Einbußen führen sollte. Da mit dem Go-Live des Smartbrokers 2.0 gleichzeitig das Werbebudget wieder hochgefahren werden sollte, rechnen wir mit ab 2024 mit jährlich netto 75.000 Neukunden sowie einer Churn-Rate von 5,0%.
- **Handelsaktivität:** In der noch jungen Vergangenheit handelten die Kunden von Smartbroker durchschnittlich 29x pro Jahr. Grundsätzlich gehen wir davon aus, dass sich die Kundenstruktur von Smartbroker am ehesten mit der von flatexDEGIRO vergleichen lässt, die in den letzten Jahren konstant eine rund 50% höhere Transaktionsaktivität aufwies. Nachdem das Handelsvolumen im Jahr 2022 ein mehrjähriges Tief erreichte, sollte sich dieses mittelfristig stabilisieren, sodass wir in 2023 mit durchschnittlich 22 und ab 2024 mit 25 Transaktionen pro Kunde rechnen.
- **Durchschnittliche Transaktionsgebühr:** Im derzeitigen Modell vereinnahmt Smartbroker lediglich einen Teil der gesamten Transaktionsumsätze (MONE: 66%), während wir davon ausgehen, dass die neue Kooperation eine vollständige Erfassung bei einer unterproportional steigenden Kostenbasis vorsieht. So rechnen wir für die Endkunden zukünftig mit einer gleichbleibenden Gebührenstruktur und einem unveränderten Absatzmix, wodurch wir einen Umsatz pro Trade von 3,50 Euro sowie Rückvergütungen und sonstige transaktionsbasierte Erlöse von bis zu 1,15 Euro avisieren.

Zusätzlich planen wir ab 2024 mit besagten Zinseinnahmen, die wir basierend auf den prognostizierten AuC, einer durchschnittlichen Cashquote von 10% und einer Zinsmarge von 1,0% auf 4,5 Mio. Euro beziffern.

Außerdem erwarten wir im zweiten Halbjahr 2024 erste Werbeerlöse des Smartbroker-Frontends in Höhe von 2,5 Mio. Euro. In den darauffolgenden Jahren rechnen wir mit zusätzlichen Umsätzen in Höhe von 5,0 Mio. Euro p.a.

Erlösarithmetik des Transaktionssegments

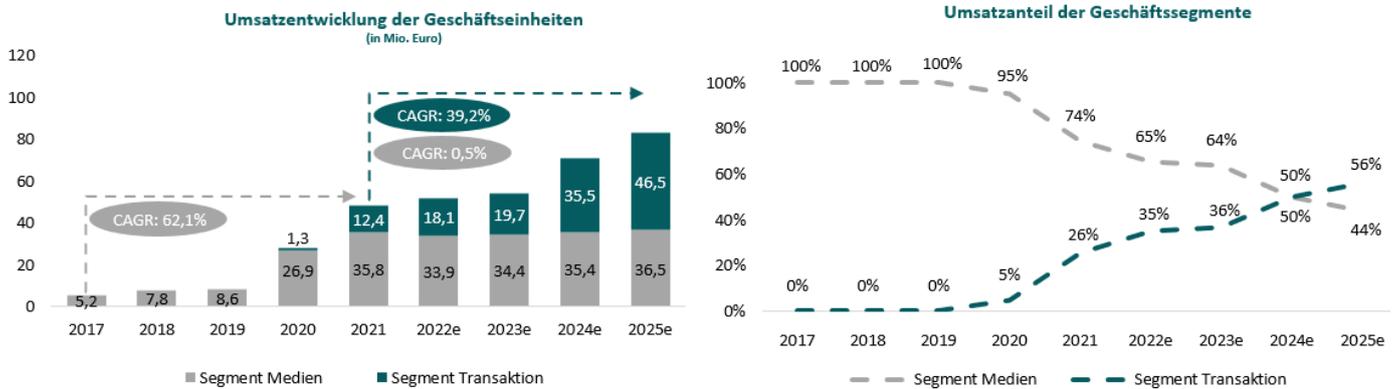
| | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e | 2028e |
|---|---------------|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Veränderung der von Smartbroker geführten Depots | | | | | | | |
| Anzahl Depots Jahresanfang | 246.000 | 274.000 | 247.750 | 322.750 | 397.750 | 472.750 | 547.750 |
| Depotschließungen in % | 5,0% | 15,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% |
| Anzahl geschlossener Depots | 12.300 | 41.100 | 12.388 | 16.138 | 19.888 | 23.638 | 27.388 |
| Anzahl neu geöffneter Depots | 40.300 | 14.850 | 87.388 | 91.138 | 94.888 | 98.638 | 102.388 |
| Netto-Neueröffnungen (Depots) | 28.000 | -26.250 | 75.000 | 75.000 | 75.000 | 75.000 | 75.000 |
| Depots zum Jahresende | 274.000 | 247.750 | 322.750 | 397.750 | 472.750 | 547.750 | 622.750 |
| Transaktions-KPIs von Smartbroker | | | | | | | |
| Anzahl jährlicher Transaktionen pro Kunde | 20 | 22 | 25 | 25 | 25 | 25 | 25 |
| Gesamtanzahl Transaktionen | 5.200.000 | 5.739.250 | 7.131.250 | 9.006.250 | 10.881.250 | 12.756.250 | 14.631.250 |
| Durchschnittliches Orderentgelt je Transaktion | 2,33 € | 2,33 € | 3,50 € | 3,50 € | 3,50 € | 3,50 € | 3,50 € |
| Sonstige Umsätze je Transaktion ¹ | 1,15 € | 1,10 € | 0,50 € | 0,55 € | 0,60 € | 0,65 € | 0,75 € |
| Transaktionsbasierter Umsatz in Mio. Euro | 18,1 | 19,7 | 28,5 | 36,5 | 44,6 | 52,9 | 62,2 |
| Assets under Custody und zinsbasierte Erlöse | | | | | | | |
| Durchschnittliche Assets under Custody je Neukunde | | | 15.000 | 15.000 | 15.000 | 15.000 | 15.000 |
| Assets under Custody (in Mrd. Euro) | | | 9,5 | 10,6 | 11,7 | 12,8 | 14,0 |
| Cashquote | | | 10,0% | 10,0% | 10,0% | 10,0% | 10,0% |
| Cash (in Mrd. Euro) | | | 0,9 | 1,0 | 1,1 | 1,2 | 1,3 |
| Zinsmarge | | | 1,0% | 1,0% | 1,0% | 1,0% | 1,0% |
| Umsätze Zinseinkünfte | | | 4,5 | 5,0 | 5,6 | 6,1 | 6,7 |
| Werbeerlöse des Smartbrokers | | | | | | | |
| Umsätze Frontend Smartbroker | | | 2,5 | 5,0 | 5,0 | 5,0 | 5,0 |
| Gesamtumsatz Segment Transaktion | 18,1 | 19,7 | 35,5 | 46,5 | 55,2 | 64,1 | 73,9 |

Quelle: Montega; ¹darunter Umsätze aus Sparplänen, Bestandsprovisionen (Fonds), Rückvergütungen

Hinsichtlich der ausgewiesenen Gesamtanzahl an Transaktionen gilt es zu beachten, dass für die geschlossenen und neu eröffneten Depots im jeweiligen Geschäftsjahr jeweils nur eine durchschnittliche Zugehörigkeit von sechs Monaten unterstellt wird.

Im **Mediensegment** gehen wir nach einem Rückgang 2022 infolge der zurückgegangenen Aufrufzahlen (Finanzportale: -35% yoy; Umsatz Media: -4% yoy in H1 2022) aufgrund des hohen Marktanteils zukünftig von Wachstumsraten im unteren einstelligen Prozentbereich aus. Das extrem starke Niveau aus 2021 scheint u.E. erst wieder 2025 erreichbar.

Umsatzentwicklung auf Segmentebene der Smartbroker Holding AG



Quelle: Unternehmen, Montega

Mit unseren Prognosen positionieren wir uns deutlich unterhalb der im Sommer 2022 herausgegebenen Mittelfristguidance 2026, die infolge des im Dezember kommunizierten Strategiewechsels und der Verschiebung des Smartbrokers 2.0 jedoch bereits zurückgestellt wurde. So sah das Unternehmen in einem Base-Case-Szenario ursprünglich eine Kundenbasis von 600.000 Kunden und 14,5 Mrd. Euro AuC vor, die bei durchschnittlich 30 Transaktionen p.a. einen Konzernumsatz in Höhe von 163 Mio. Euro generieren sollten (MONE: 92,8 Mio. Euro). Aufgrund des angespannten Kapitalmarkts verlangsamte sich die Erlösdynamik der Gesellschaft im abgelaufenen Jahr, sodass das Umsatzwachstum 2022 auf Basis vorläufiger Zahlen lediglich 7,9% yoy betrug. So sollte sich unter anderem die niedrige Transaktionsaktivität je Kunde (11 Transaktionen in H1/22; MONE: 9 in H2/22) weiter verschärft haben. Gleichwohl dürfte das schwache Börsenumfeld auch zu einer Zurückhaltung bei Werbeausgaben geführt haben.

Guidance für die Umsatzerwartung in 2022

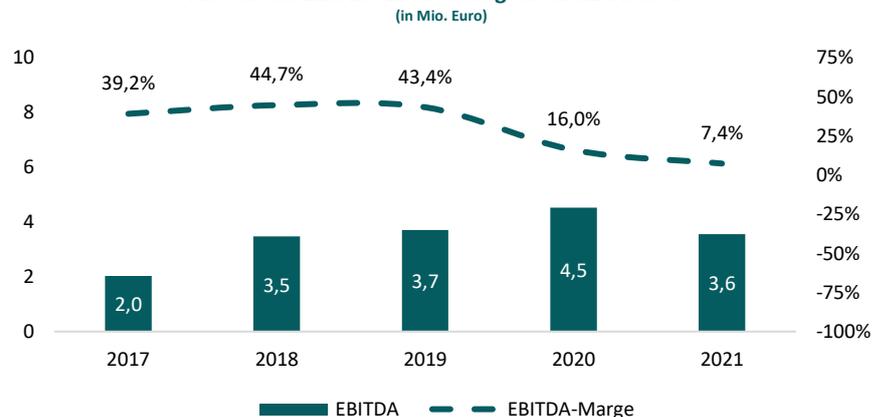
| Umsatz 2021 | Guidance 03/22 (alt) | Guidance 08/22 (alt) | Guidance 01/23 (neu) | Umsatz H1 2022 | Implizierter H2-Umsatz |
|-------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------|------------------------|
| 48,2 | 62,0 - 67,0 | 54,0 - 57,0 | 52,0 | 27,7 | 24,3 |

Quelle: Unternehmen

Margenexpansion durch Skalierung im Brokerage-Segment visibel

In der jüngeren Vergangenheit war die Profitabilität der Smartbroker Holding AG maßgeblich durch hohe Anlaufkosten für das Brokerage-Geschäft geprägt und überschattete infolgedessen ab Dezember 2019 die erfolgreiche Entwicklung im Mediensegment. So investierte das Unternehmen von Januar 2020 bis Juli 2022 mehr als 23,5 Mio. Euro in die Kundengewinnung und baute gleichzeitig einen hohen Headcount auf, wodurch die EBITDA-Marge von über 43,4% in 2019 auf 7,4% in 2021 sank.

Historische EBITDA-Entwicklung auf Konzernebene



Quelle: Unternehmen

Während das Segmentergebnis im Bereich Transaktion u.E. in 2023 noch von hohen Einmalaufwendungen im Zuge des Launchs des Smartbrokers 2.0 belastet sein sollte, gehen wir anschließend von einer sukzessiven Steigerung der Konzern-EBITDA-Marge aus. Dies ist einerseits auf eine stabile Profitabilität im Mediengeschäft und andererseits auf sich sukzessiv einstellende Skaleneffekte im Transaktionssegment zurückzuführen.

Die Kostenstruktur des Smartbrokers (Geschäftsbereich Transaktion) ist maßgeblich von drei Faktoren geprägt:

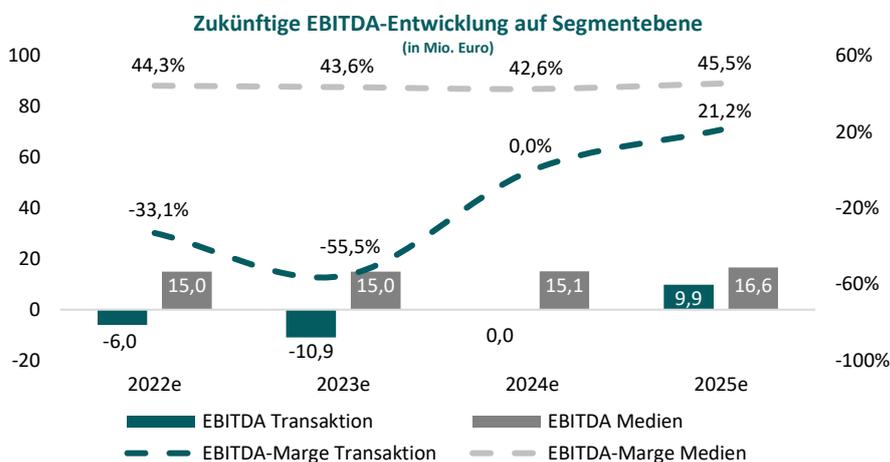
- Den variablen Kosten für die abzuwickelnden Trades
- Den Aufwendungen für Kundengewinnung (CAC bzw. customer acquisition costs)
- Den fixen Personalaufwendungen

Im derzeitigen DAB-Kooperationsmodell gehen wir von vergleichsweise hohen direkten Transaktionskosten aus, die im Zuge des Wechsels der Partnerbank wesentlich sinken sollten. Zwar setzt das Baader-Modell einen höheren Fixkostenblock voraus, sollte unserer Ansicht nach jedoch in Summe zu einer höheren Profitabilität je Orderausführung führen.

Ferner stellen die Personalaufwendungen für die derzeit 122 Beschäftigten des Brokerage-Segments (Stand: Juni 2022) mit einem erwarteten Niveau von rund 10,5 Mio. Euro in 2022 eine weitere bedeutende Kostenposition des Geschäftsbereichs dar. Zwar sucht Smartbroker aktuell noch zusätzliches Personal, befindet sich laut Vorstandsaussagen jedoch nahe dem avisierten Zielniveau, sodass wir in 2023 mit einem Personalaufwand von 12,0 Mio. Euro im Geschäftsbereich Transaktion planen. Aufgrund der verfolgten partiellen Outsourcing-Strategie gehen wir davon aus, dass das von uns prognostizierte Top-Line-Wachstum im Zeitverlauf mit einer unterproportionalen Steigerung der Mitarbeiterbasis realisierbar ist.

Die Aufwendungen für die Kundengewinnung kann Smartbroker gänzlich nach Belieben steuern. So avisierte der Vorstand in seiner ursprünglichen Mittelfristplanung einen jährlichen Kundenzuwachs von 75.000 Kunden. Angesichts des geringen Marktanteils und der bisherigen dynamischen Entwicklung der Kundenzahl erachten wir dies als visibel und gehen von zukünftigen Kosten in Höhe von 100 bis 110 Euro pro eröffnetem Depot aus. Aufgrund der strategischen Entscheidung des Managements, die Marketingaktivitäten bis zur Markteinführung des Smartbrokers 2.0 nahezu vollständig zu stoppen, planen wir erst wieder ab 2024 mit substanziellen Kundengewinnungskosten. Ab 2024 wirken sich ebenso die hochmargigen Zinseinnahmen und Vermarktungsumsätze des Smartbroker-Frontends positiv auf die EBITDA-Marge aus.

Analog der bereits aufgezeigten stabilen Erlösentwicklung des Mediensegments erwarten wir auch ergebnisseitig eine hohe Konstanz. So gehen wir davon aus, dass sich die EBITDA-Marge in den nächsten Jahren leicht erhöhen und 2025 auf einem Niveau von 45,5% rangieren wird. Infolgedessen wird die konzernweite EBITDA-Marge u.E. in den nächsten Jahren sukzessive ansteigen und in 2025 bereits ein Niveau von 31,9% erreichen.



Quelle: Unternehmen, Montega

Insgesamt positionieren wir uns somit auch ergebnisseitig deutlich unter der ehemaligen Mittelfristguidance des Unternehmens, die im Base-Case-Szenario für das Geschäftsjahr 2026 ein EBITDA nach CAC von 61 Mio. Euro vorsah (MONE: 32,2 Mio. Euro). Dies ist jedoch in erster Linie auf eine signifikant geringere Umsatzbasis in 2026 zurückzuführen, da wir mit einer vergleichbaren EBITDA-Marge von 34,7% gegenüber einer ursprünglich avisierten Profitabilität des Smartbroker-Managements von 37,0% planen. Für das Geschäftsjahr 2022 korrigierte das Unternehmen seine Bottom-Line-Guidance zweimal, was primär auf die schwächere Umsatzentwicklung zurückzuführen war.

Guidance für die Ergebniserwartung in 2022

| | Ergebnis 2021 | Guidance 03/22 (alt) | Guidance 08/22 (alt) | Guidance 01/23 (neu) | Ergebnis H1 2022 | Impliziertes H2-Ergebnis |
|------------------------------|---------------|----------------------|----------------------|----------------------|------------------|--------------------------|
| EBITDA nach CAC | 4,4 | 10,0 - 12,0 | 10,0 - 12,0 | 9,0 | 4,7 | 4,3 |
| <i>EBITDA-Marge nach CAC</i> | 8,6% | 16,1 - 17,9% | 18,5 - 21,1% | 17,3% | 17,0% | 17,7% |
| EBITDA vor CAC | 17,5 | 16,0 - 18,0 | 14,0 - 16,0 | - | 7,9 | - |
| CAC | 13,1 | 6,0 | 4,0 | - | 3,2 | - |
| <i>EBITDA-Marge vor CAC</i> | 34,0% | 25,8 - 26,9% | 25,9 - 28,1% | - | 28,5% | - |

Quelle: Unternehmen

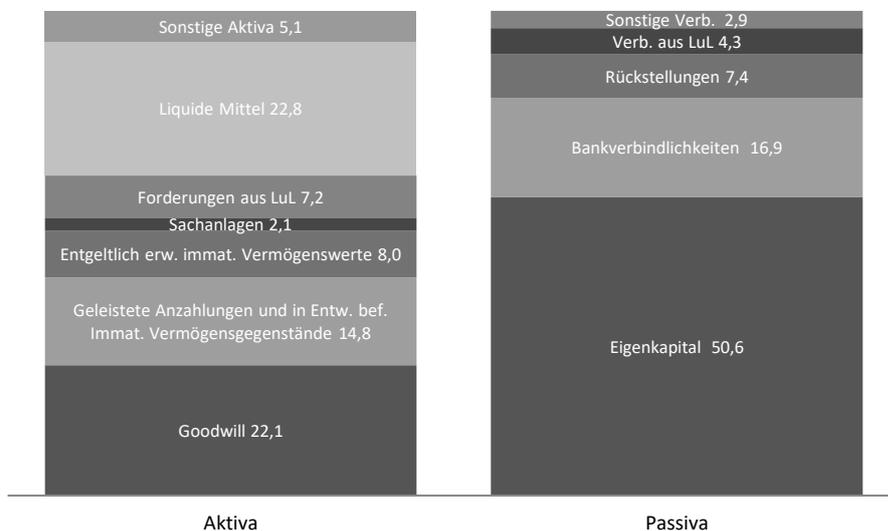
Solide Bilanz mit Nettoliquidität schafft Grundlage für zukünftiges Wachstum

Das digitale Geschäftsmodell der Smartbroker Holding AG spiegelt sich auch in der schlanken Bilanz des Unternehmens wider. Die **Aktivseite** ist maßgeblich durch den hohen Cashbestand von 22,8 Mio. Euro (27,7%) sowie durch entgeltlich erworbene Software, Lizenzen und ähnliche Rechte und Werte geprägt (8,0 Mio. Euro; 9,7%). Durch die in der Vergangenheit durchgeführten Akquisitionen der Finanzportale und des Anlagevermittlers wallstreet:online capital stellt der Goodwill mit 22,1 Mio. Euro bzw. 26,9% die zweitgrößte Bilanzposition auf der Aktivseite dar. An dieser Stelle sei auch auf die HGB-Bilanzierung des Unternehmens hingewiesen, nach der Smartbroker Holding den Geschäfts- und Firmenwert abschreiben und seine Bilanzqualität in dieser Hinsicht fortlaufend verbessern wird. Auch die Entwicklung des Smartbrokers 2.0 schlägt sich zum 30.6.2022 bereits mit 14,8 Mio. Euro (18,1%) in Form des Postens „Geleistete Anzahlungen und in Entwicklung befindlicher immaterieller Gegenstände“ nieder und bildet neben den Forderungen aus Lieferungen und Leistungen (7,2 Mio. Euro; 8,7%) den letzten wesentlichen Bilanzposten.

Die **Passivseite** ist im Wesentlichen durch die hohe Eigenkapitalquote von 61,6% geprägt. Darüber hinaus bilden Bankverbindlichkeiten in Höhe von 16,9 Mio. Euro (20,5%) eine bedeutende Position, wobei der Großteil (12,6 Mio. Euro) eine mittelfristige Laufzeit zwischen einem und fünf Jahren aufweist. Ferner stellen Rückstellungen mit insgesamt 7,4 Mio. Euro bzw. 9,1% der Bilanzsumme einen weiteren wesentlichen Posten dar, die für Steuerzahlungen, ausstehende Rechnungen und verschiedene Mitarbeiterverpflichtungen gebildet wurden.

Trotz der fundamentalen Transformation der Smartbroker Holding AG erwarten wir auch zukünftig keine substanziellen Veränderungen der Bilanzstruktur, da das Unternehmen auch innerhalb des Brokerage-Segments ein Asset-Light-Modell verfolgt und sich dementsprechend trotz hoher Wachstumsgeschwindigkeit keinem signifikanten Aufbau von Working Capital ausgesetzt sieht.

Bilanzstruktur
(per 30.06.2022; in Mio. Euro)

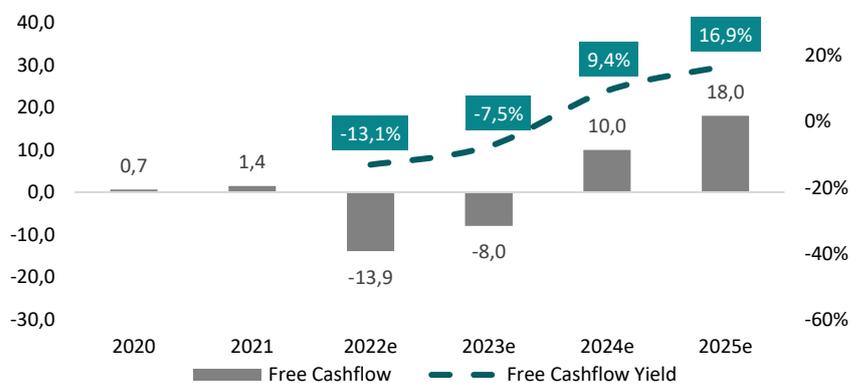


Quelle: Unternehmen

Sukzessiv steigende Free Cashflows infolge abflachenden Investitionsbedarfs

Während die erfreuliche operative Entwicklung des stark gewachsenen und anhaltend profitablen Mediengeschäfts (MONE 2022: EBITDA rund 15 Mio. Euro; FCF ca. 10 Mio. Euro) in den Jahren 2021 und 2022e weitgehend durch die hohen Entwicklungskosten für den Smartbroker überschattet wurde und 2022 sogar zu einem zweistellig negativen Free Cashflow geführt haben sollte (MONE: -13,9 Mio. Euro), erwarten wir bereits in 2023 eine deutliche Verbesserung dieses KPIs. Dies ist primär auf den abflachenden Investitionsbedarf in Bezug auf den Smartbroker 2.0 zurückzuführen, für dessen Fertigstellung das Unternehmen im laufenden Geschäftsjahr jüngst einen verbleibenden Investitionsbetrag von 5,0 Mio. Euro aufrief. Zuletzt lagen die den Cashflow aus Investitionstätigkeit zugeordneten Ausgaben für das Front- und Backend im Projekt „Smartbroker 2.0“ deutlich höher (2021: 6,4 Mio. Euro; H1/22: 14,3 Mio. Euro). In der zweiten Jahreshälfte 2022 haben wir weitere 3,5 Mio. Euro berücksichtigt. Ab dem Jahr 2024 gehen wir von einem stabilen CAPEX-Niveau i.H.v. 2,0 Mio. Euro p.a. aus. Mittelfristig bietet sich Investoren dadurch eine attraktive Free Cashflow Yield, die sich angesichts eines derzeitigen EVs von 106,8 Mio. Euro 2024 auf 9,4% belaufen sollte.

Entwicklung des Free Cashflows
(in Mio. Euro)



Quelle: Unternehmen, Montega

Newsflow dürfte von Entwicklungsfortschritt des Smartbrokers 2.0 geprägt sein

Die Aktie der Smartbroker Holding AG weist seit Abschluss der M&A-Phase und dem Einstieg ins Brokerage-Geschäft im Jahr 2019 eine äußerst volatile Entwicklung auf. So stieg die Aktie von rund 5,00 Euro in 2019 auf in der Spitze 29,20 Euro an. Nach dem Hoch in Q2 2021 litt das Papier sowohl unter dem zunehmend negativen Kapitalmarktssentiment als auch unter zwei Gewinnwarnungen und der Verschiebung des Smartbrokers 2.0, sodass sämtliche Kursgewinne wieder abgegeben wurden.

Kursentwicklung der Smartbroker Holding AG



Quelle: CapitalIQ

Im März 2023 dürften zunächst die kompletten vorläufigen Zahlen des Geschäftsjahres 2022 veröffentlicht werden, die nach der Ende Januar herausgegebenen Guidance-Senkung jedoch bereits vom Kapitalmarkt im Kurs reflektiert sein sollten. Auch der darauffolgende Ausblick 2023 (MONe Umsatz +4,0% yoy; EBITDA-Marge -9,9 PP yoy) wird u.E. noch keine Impulse für die Aktie liefern.

Dagegen stellen die Bekräftigung der diesjährigen Markteinführung des Smartbrokers 2.0 sowie die Veröffentlichung erster Produktdetails echte Trigger für die Aktie dar. Wir rechnen zudem damit, dass dem Markt erneut das Abflachen der hohen Entwicklungskosten signalisiert wird und die Investoren die Implikationen auf die Ertragskraft allmählich antizipieren können.

Flankierend erwarten wir unterjährig die Einführung einer dezidierten Segmentberichterstattung und ggf. die Ankündigung der Umstellung des aktuell halbjährlich erfolgenden Reportings auf ein vierteljährliches Modell.

Normalisierung der Kostenbasis und zukünftiges Wachstumspotenzial nicht ausreichend in Bewertung reflektiert

Wir haben die Aktie der Smartbroker Holding AG auf Basis eines DCF-Modells bewertet und das Ergebnis anhand einer Peergroup- und Similar-Transactions-Analyse plausibilisiert. Sämtliche Bewertungsverfahren deuten hierbei auf eine signifikante Unterbewertung der Aktie hin.

DCF-Szenario: Angesichts des strukturellen Nachfragewachstums in den adressierten Marktsegmenten erwarten wir mittelfristig eine dynamische Entwicklung der Erlöse (organische Umsatz-CAGR 2022e bis 2025e: 16,9%). In Kombination mit Skaleneffekten führt dies u.E. zu einem positiven Verlauf des Free Cashflows. Unter Annahme eines Betas von 1,4 und eines WACC von 9,0% ergibt sich ein fairer Wert je Aktie von 14,00 Euro. Auf Basis des letzten Schlusskurses impliziert dies ein attraktives Upside von 86%.

Peergroup-Vergleich und Similar-Transactions-Analyse: Unsere zweigeteilte Plausibilisierung untermauert das Ergebnis der DCF-Bewertung. Selbst unter Anwendung eines Abschlags von 33% auf die hergeleiteten Werte für die Segmente Medien (12 Euro je Aktie) und Transaktion (9 Euro je Aktie) lässt sich unser DCF-basiertes Kursziel rechtfertigen.

Fazit

Die Smartbroker Holding AG wurde in der jüngeren Vergangenheit kräftig vom Kapitalmarkt abgestraft. Dabei agiert das Unternehmen in seinem traditionellen Kerngeschäft überaus erfolgreich und hat seine Umsätze und Gewinne auch durch mehrere Akquisitionen erheblich steigern können. In Anbetracht der langjährigen Branchenerfahrung im Bereich der Online-Finanzmedien und der gefestigten, aussichtsreichen Marktposition sehen wir das Mediensegment auch in der Zukunft als stabile Basis des Unternehmens. Im Transaktionssegment profitierte Smartbroker in den letzten Jahren von den außergewöhnlich guten Marktbedingungen und hat mit seinem attraktiven Preis-Leistungs-Verhältnis bereits eine große Kundenbasis aufgebaut. Mit der nächsten Produktversion Smartbroker 2.0 wird das Unternehmen u.E. einige zentrale Schwachpunkte beheben (u.a. Verfügbarkeit einer mobilen App, neue Benutzeroberfläche) und seine Wettbewerbsposition spürbar verbessern. Der im Dezember 2022 kommunizierte Strategiewechsel und die neue Kooperationsvereinbarung verringern u.E. das operative Risiko in hohem Maße. Letztendlich sehen wir das hochgradig skalierbare, margenstarke Brokerage-Geschäft im aktuellen Aktienkurs gänzlich vernachlässigt, sodass sich Investoren eine attraktive Einstiegsgelegenheit bietet, einen aufstrebenden Online Broker zum Nulltarif zu erwerben.

SWOT

Die Smartbroker Holding AG hat sich im Laufe ihrer 25-jährigen Branchenerfahrung eine führende Stellung im Bereich der Online-Finanzportale erarbeitet und verfügt hier über eine exzellente Monetarisierungsstrategie. Eine weitere Stärke sehen wir in der hohen Reichweite und Bekanntheit der Medienportale, deren Cashflows das Unternehmen seit Ende 2019 zur Kundengewinnung für den Smartbroker nutzt.

Wesentliche Risiken sehen wir in einer anhaltenden Börsenschwäche, die zu einer nachhaltigen Abkehr deutscher Privatanleger und einer erschwerten Neukundengewinnung führen könnte. Darüber hinaus stellen eine erneute Verzögerung des Smartbrokers 2.0 oder etwaige Produktschwächen sowie die bevorstehende Migration der Kunden potenzielle Risikofaktoren dar.

Stärken

- Smartbroker verfügt im Medienbereich über etablierte Online-Portale mit einer treuen Nutzerschaft und langjährigen Kundenbeziehungen.
- Das Werbegeschäft im Investor Relations-Bereich (Segmentanteil ca. 40%) wird lediglich von wenigen Konkurrenten adressiert, wodurch Smartbroker Holding hier über eine hohe Preissetzungsmacht verfügt. Gleichzeitig ist der Markt in dieser spitzen Zielgruppe vergleichsweise wenig volatil.
- Die reichweitestarken Finanzportalen stellen exklusive und kostenfreie Werbeplätze für den eigenen Online Broker dar.
- Die Erträge aus dem hochprofitablen, cashflow-starken Mediengeschäft können zur Finanzierung der Kundengewinnung bei externen Publishern genutzt werden.
- Der Smartbroker verfügt als Next-Generation-Broker über eines der besten Preis-Leistungs-Verhältnisse der Branche.

Schwächen

- Die Finanzportale bzw. -apps der Smartbroker Holding AG haben im Vergleich zu vielen Konkurrenzprodukten ein unterlegenes User Interface.
- Smartbroker Holding verfügt über eine geringere Kapitalausstattung als einige Wettbewerber, sodass im direkten Vergleich teilweise weniger Mittel zur Kundengewinnung zur Verfügung stehen.
- Die zunehmende Bedeutung des Brokerage-Segments führt zu einer steigenden Umsatz- und Ergebnisvolatilität.

Chancen

- Die bestehende Nutzerbasis der vier Finanzportale im Medienbereich beträgt ein Vielfaches der derzeitigen Depotanzahl und könnte erfolgreich für den Ausbau des Kundenstamms des Smartbrokers 2.0 genutzt werden.
- Der Launch des Smartbrokers 2.0 hat das Potenzial, die Churn-Rate zu senken, da mit der Verfügbarkeit einer mobilen App und einer moderneren Benutzeroberfläche wesentliche Gründe für einen Brokerwechsel wegfallen.
- Die Neukundengewinnung erfährt von politischer Seite Rückenwind. Das Ziel des sogenannten „Zukunftsfinanzierungsgesetzes“ liegt z.B. darin, die Attraktivität der privaten Geldanlage nachhaltig durch steuerliche Anreize zu erhöhen.
- Mit der Markteinführung des Smartbrokers 2.0 verfügt das Unternehmen über die Möglichkeit, die Benutzeroberfläche seines Online Brokers zu monetarisieren und so zusätzliche Werbeerlöse, z.B. von Produktpartnern, zu vereinnahmen.
- Der Launch des Smartbrokers 2.0 und der zugehörigen mobilen App sollten zu einer nachhaltigen Erhöhung der Transaktionszahlen führen. Anschließend könnte die Implementierung des 3-Klick-Handels über die Finanzportale einen ähnlichen Effekt auf die Handelsaktivität haben.

Risiken

- Der nachhaltige Verlust von Nutzern und Reichweite im Medienbereich könnte zu signifikanten Umsatzeinbußen führen.
- Die Neukundengewinnung könnte sowohl durch die Senkung der Gebührenstruktur anderer Online Broker als auch infolge sinkender Anlegerzahlen durch eine anhaltende Abkehr vom Kapitalmarkt erschwert werden.
- Der erwartete Verlust von Kunden (MONE: 15%) im Zuge der Migration der Bestandskundendepots von der DAB zur Baader Bank könnte höher als erwartet ausfallen.
- Weitere Verzögerungen und Produktschwächen des Smartbrokers 2.0 würden das Konsumentenvertrauen nochmals belasten und könnten somit die Churn-Rate erhöhen.
- Eine Rückkehr zur Nullzins-Politik würde die Erzielung von Zinseinkünften verhindern, denen eine Grenzmarke von 100% zugrunde liegt (MONE: 4,5 Mio. Euro in 2024).

BEWERTUNG

Wir haben die Bewertung von Smartbroker Holding anhand eines DCF-Modells durchgeführt und zur Plausibilisierung sowohl eine Peergroup- als auch eine Similar-Transactions-Analyse herangezogen. Die Annahmen des DCF-Modells werden im Folgenden dargestellt.

DCF-Modell

Das DCF-Modell reflektiert die mittel- bis langfristigen Wachstumsperspektiven, die aus einer starken Positionierung innerhalb zukunftsreicher Marktsegmente resultieren. Im mittelfristigen Prognosezeitraum (2022e bis 2025e) sollte Smartbroker u.E. in der Lage sein, den Konzernumsatz mit einer durchschnittlichen Wachstumsrate von 16,9% p.a. zu steigern. Als wesentliche Erlöstreiber im künftig bedeutendsten Segment Transaktion erachten wir die stetig wachsende Kundenbasis, die Normalisierung der Handelsaktivität sowie zusätzliche Zinseinnahmen und Werbeerlöse aus der Vermarktung des Smartbroker-Frontends. Langfristig haben wir einen sukzessiven Rückgang der Wachstumsraten unterstellt, um v.a. dem intensiven Wettbewerb im Brokerage-Markt Rechnung zu tragen. Zur Ermittlung des Terminal Value wurde eine ewige Wachstumsrate von 2,0% verwendet.

Ergebnisseitig gehen wir davon aus, dass sich nach Abschluss der angelaufenen Investitionsphase erhebliche Skaleneffekte realisieren lassen. Dadurch sollte sich die EBITDA-Marge mittelfristig sukzessive von 7,4% (2021) auf 31,9% (2025e) erhöhen und sich damit in Richtung des historischen Niveaus bewegen ($\bar{\varnothing}$ 2017 bis 2019: 41,1%). Zur Berechnung des Terminal Value legen wir einen deutlichen Abschlag auf das mittelfristig erwartete Profitabilitätsniveau (EBIT-Marge 2028e: 32,2%) zugrunde (EBIT-Marge Terminal Value: 25,0%; -7,2 PP).

Das verwendete Beta von 1,4 reflektiert einerseits das stabile Mediengeschäft und die starke Bilanzstruktur des Unternehmens, andererseits spiegelt es die erhöhte Volatilität des Brokerage-Segments und das intensive Wettbewerbsumfeld wider.

Die risikolose Rendite wird auf Basis langfristiger, festverzinslicher Wertpapiere mit 2,5% angenommen. Für die Marktrendite werden 9,0% unterstellt, was insgesamt zu einer Risikoprämie von 6,5% führt. Unter Annahme einer langfristigen Fremdkapitalquote von 30% ergibt sich ein WACC von 8,96%.

Für die Smartbroker Holding AG ermittelt sich somit aus dem DCF-Modell ein **fairer Wert je Aktie von 14,00 Euro**.

DCF Modell

| Angaben in Mio. Euro | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e | 2028e | Terminal Value |
|-------------------------------------|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|--------------|--------------|----------------|
| Umsatz | 52,0 | 54,1 | 70,9 | 83,0 | 92,8 | 102,8 | 113,8 | 116,0 |
| <i>Veränderung</i> | 7,9% | 4,0% | 31,1% | 17,0% | 11,8% | 10,8% | 10,7% | 2,0% |
| EBIT | -0,9 | -1,9 | 5,7 | 18,0 | 24,4 | 30,5 | 36,7 | 29,0 |
| <i>EBIT-Marge</i> | -1,7% | -3,4% | 8,0% | 21,7% | 26,3% | 29,7% | 32,2% | 25,0% |
| NOPAT | -1,6 | -2,6 | 4,0 | 12,6 | 17,1 | 21,3 | 25,7 | 20,3 |
| Abschreibungen | 9,9 | 5,9 | 9,4 | 8,5 | 7,7 | 7,1 | 6,5 | 2,0 |
| <i>in % vom Umsatz</i> | 19,1% | 10,9% | 13,3% | 10,2% | 8,3% | 6,9% | 5,8% | 1,7% |
| Liquiditätsveränderung | | | | | | | | |
| - Working Capital | -0,3 | -3,5 | -1,0 | -0,6 | -0,3 | -0,4 | -0,4 | -0,1 |
| - Investitionen | -21,3 | -7,0 | -2,0 | -2,0 | -2,0 | -2,0 | -2,0 | -2,0 |
| <i>Investitionsquote</i> | 40,9% | 12,8% | 2,8% | 2,4% | 2,2% | 1,9% | 1,8% | 1,7% |
| Übriges | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Free Cash Flow (WACC-Modell) | -13,2 | -7,2 | 10,4 | 18,5 | 22,5 | 26,0 | 29,8 | 20,2 |
| WACC | 9,0% | 9,0% | 9,0% | 9,0% | 9,0% | 9,0% | 9,0% | 9,0% |
| Present Value | -13,3 | -6,6 | 8,8 | 14,4 | 16,1 | 17,1 | 17,9 | 160,5 |
| Kumuliert | -13,3 | -19,9 | -11,1 | 3,3 | 19,4 | 36,4 | 54,4 | 214,8 |

Wertermittlung (Mio. Euro)

| | |
|---------------------------|--------------|
| Total present value (Tpv) | 214,8 |
| Terminal Value | 160,5 |
| Anteil vom Tpv-Wert | 75% |
| Verbindlichkeiten | 16,9 |
| Liquide Mittel | 28,0 |
| Eigenkapitalwert | 225,9 |

| | |
|-----------------------------|--------------|
| Aktienzahl (Mio.) | 15,68 |
| Wert je Aktie (Euro) | 14,41 |
| +Upside / -Downside | 92% |
| Aktienkurs (Euro) | 7,52 |

Modellparameter

| | |
|---------------------|-------|
| Fremdkapitalquote | 30,0% |
| Fremdkapitalzins | 4,0% |
| Markttrendite | 9,0% |
| risikofreie Rendite | 2,50% |

| | |
|-----------------|------|
| Beta | 1,40 |
| WACC | 9,0% |
| ewiges Wachstum | 2,0% |

Quelle: Montega

Annahmen: Umsatzwachstumsraten und Margenerwartungen

| | | |
|--------------------------------|-----------|-------|
| Kurzfristiges Umsatzwachstum | 2022-2025 | 16,8% |
| Mittelfristiges Umsatzwachstum | 2022-2028 | 13,9% |
| Langfristiges Umsatzwachstum | ab 2029 | 2,0% |
| EBIT-Marge | 2022-2025 | 6,1% |
| EBIT-Marge | 2022-2028 | 16,1% |
| Langfristige EBIT-Marge | ab 2029 | 25,0% |

Sensitivität Wert je Aktie (Euro)

ewiges Wachstum

| WACC | 1,25% | 1,75% | 2,00% | 2,25% | 2,75% |
|--------------|-------|-------|--------------|-------|-------|
| 9,46% | 12,49 | 13,04 | 13,34 | 13,66 | 14,37 |
| 9,21% | 12,94 | 13,53 | 13,85 | 14,20 | 14,98 |
| 8,96% | 13,41 | 14,05 | 14,41 | 14,79 | 15,64 |
| 8,71% | 13,92 | 14,62 | 15,00 | 15,42 | 16,36 |
| 8,46% | 14,46 | 15,22 | 15,65 | 16,11 | 17,14 |

Sensitivität Wert je Aktie (Euro)

EBIT-Marge ab 2029e

| WACC | 20,00% | 22,50% | 25,00% | 27,50% | 30,00% |
|--------------|--------|--------|---------------|--------|--------|
| 9,46% | 11,48 | 12,41 | 13,34 | 14,27 | 15,19 |
| 9,21% | 11,90 | 12,88 | 13,85 | 14,83 | 15,81 |
| 8,96% | 12,35 | 13,38 | 14,41 | 15,44 | 16,46 |
| 8,71% | 12,84 | 13,92 | 15,00 | 16,09 | 17,17 |
| 8,46% | 13,36 | 14,50 | 15,65 | 16,79 | 17,93 |

Peergroup-Vergleich und Similar-Transactions-Analyse

Die Beurteilung der Branchenverhältnisse wird durch mehrere Einschränkungen erschwert. So sind weder im Mediensegment vergleichbare Unternehmen oder direkte Wettbewerber börsennotiert noch werden Gesellschaften an der Börse gehandelt, die ein ähnliches zweigliedriges Geschäftsmodell wie die Smartbroker Holding AG verfolgen. Aufgrund der steigenden und zukünftig übergeordneten Bedeutung des Transaktionssegments erscheint u.E. grundsätzlich vor allem ein Vergleich mit börsennotierten Retail-Brokerage-Unternehmen angemessen. Hierzu zählen auf europäischer Seite flatexDEGIRO (DE), Avanza (SE) und Nordnet (SE). Im US-amerikanischen Markt weist beispielsweise Interactive Brokers ein vergleichbares Geschäftsmodell auf. Problematisch ist hierbei jedoch die Tatsache, dass sämtliche Peers als Vollbank agieren, was einen Vergleich auf Basis des Enterprise Values verhindert. Gleichwohl wird Smartbroker u.E. erst in 2025 einen positiven Ergebnisbeitrag im Brokerage-Segment erzielen, sodass eine herkömmliche Peergroup-Analyse nicht anwendbar erscheint.

Ein mithilfe von Capital IQ durchgeführtes Screening von europäischen Unternehmen aus dem für Smartbroker Holding relevanten Sektor „Interactive Media and Services“ zeigt auf, dass die Gesellschaften im Median mit einem EV/ EBITDA (LTM) in Höhe von 12,7x bewertet werden. Da wir für 2022 im **Mediensegment** ein EBITDA in Höhe von 15,0 Mio. Euro prognostizieren und ein vergleichbares Multiple dadurch einen EV von **190,5 Mio. Euro** (12,15 Euro je Aktie) alleine für den Geschäftsbereich Medien rechtfertigen würde, halten wir das Potenzial des Smartbrokers 2.0 auf dem derzeitigen Bewertungsniveau vom Kapitalmarkt für völlig unberücksichtigt.

Zu den Similar-Transactions zählen wir die Übernahme des niederländischen Konkurrenten DEGIRO durch flatex im Jahr 2019. So betrug der Kaufpreis auf einer Debt-Free-Basis 250 Mio. Euro, was eine Bewertung des 25-fachen Gewinns 2019 bzw. ein EV/EBITDA-Verhältnis von 18x impliziert. Setzt man die Kundenbasis von 470.000 Anlegern in Relation zum aufgerufenen Kaufpreis, zahlte flatex knapp 532 Euro je DEGIRO-Kunde. Wird ein identischer Multiple auf den **Geschäftsbereich Transaktion** der Smartbroker Holding AG übertragen, liegt allein der Wert dieses Segments mit rund 270.000 Depots bei **143,6 Mio. Euro** (9,16 Euro je Aktie).

Damit lässt sich unser DCF-basiertes Kursziel von 14,00 Euro je Aktie selbst unter Heranziehung eines Abschlags i.H.v. 35% auf die hergeleiteten Werte der beiden Geschäftsbereiche rechtfertigen.

UNTERNEHMENSHINTERGRUND

Die Smartbroker Holding AG ist ein Finanzdienstleistungsunternehmen, das sich auf die Vermarktung von Finanzwebseiten und die Erbringung von Brokerage-Dienstleistungen spezialisiert hat. Als größter verlagsunabhängiger Finanzportalbetreiber im deutschsprachigen Raum verfügt die Gesellschaft auf vier Online-Plattformen mit 3,9 Mrd. Seitenaufrufen in 2021 über 970.000 registrierte Nutzer, die hierzulande die größte Finanzcommunity bilden. Während das traditionelle Kerngeschäft des Unternehmens im Medienbereich liegt, wird sich der Fokus künftig zunehmend in Richtung des Ende 2019 gestarteten Brokerage-Geschäfts verschieben. So reinvestiert das Management die im Mediensegment erwirtschafteten Cashflows systematisch in das Kundenwachstum des Smartbrokers und wird diese Strategie auch nach dem für Mitte 2023 avisierten Launch der neuen, verbesserten Produktversion Smartbroker 2.0 fortsetzen. Im Dezember 2022 betreute der Smartbroker über 270.000 Depots und ein Kundenvermögen von über 9,2 Mrd. Euro.

Key Facts

| | | | |
|-----------------------|---|-------------------|----------------|
| Ticker | SB1 | Umsatz | 48,2 Mio. Euro |
| Sektor | Finanztechnologie | EBIT | 0,3 Mio. Euro |
| Mitarbeiter | 244 | EBIT-Marge | 0,7% |
| Kernkompetenz | Betrieb und Vermarktung von Finanzportalen, Erbringung von digitalen Brokerage-Dienstleistungen | | |
| Standorte | Berlin (Hauptsitz), Kiel, Leipzig, München, Zürich | | |
| Kundenstruktur | <ul style="list-style-type: none"> • Segment Media: Unternehmen unterschiedlichster Branchen, mit Schwerpunkt auf Finanzinstituten und -dienstleistern sowie börsennotierte Small- und MidCaps • Segment Transaktion: Privatanleger | | |

Quelle: Unternehmen

Stand: Geschäftsjahr 2021

Wesentliche Ereignisse der Unternehmenshistorie

- 1998** Gründung der GIS Wirtschaftsdaten GmbH: Vermarktung von wallstreet-online.de
- 2000** Umfirmierung in wallstreet:online GmbH und Formwechsel in eine AG
- 2003** Übernahme aller Gesellschaftsanteile durch die Familie Kolbinger
- 2006** Börsengang der wallstreet:online AG (Freiverkehr der Frankfurter Börse)
- 2007** Übernahme von 50,10% der Anteile durch die Axel Springer SE
- 2008** Aufstockung auf 71,54% der Anteile durch die Axel Springer SE
- 2009** Aufstockung auf 75,01% der Anteile durch die Axel Springer SE
- 2010** André Kolbinger erwirbt 75,01% der Firmenanteile von Axel Springer zurück
- 2017** Scheitern eines mehrheitlichen Anteilserwerbs an der Smartbroker Holding AG infolge nicht erfüllter aufschiebender Bedingungen vonseiten des Käufers
- 2018** Fusion mit der Markets Inside Media GmbH, einem deutschen Finanzportalbetreiber (boersennews.de)
- 2019** Übernahme der Betreibergesellschaften der Finanzportale ariva.de und finanznachrichten.de sowie des Magazins Smart Investor

Anteilserwerb von 30% an der Smartbroker AG (vormals wallstreet:online capital AG) und Sicherung einer Kaufoption zur Aufstockung auf einen Mehrheitsanteil

Launch des Smartbrokers
- 2021** Aufstockung der Beteiligung an der wallstreet:online capital AG auf über 95%

2022 Durchführung einer Kapitalerhöhung (Emissionsvolumen: 10,0 Mio. Euro)
 Erwerb der übrigen Anteile der wallstreet:online capital AG durch Squeeze-Out
 Umfirmierung in Smartbroker Holding AG

Entwicklungsstufen der Smartbroker Holding AG

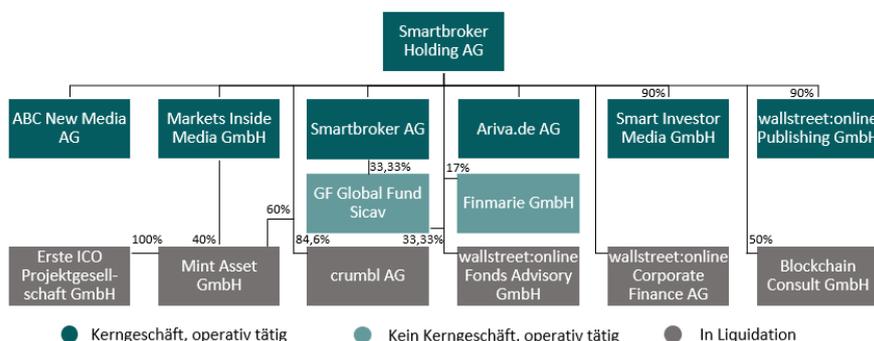


Quelle: Unternehmen

Konsolidierungskreis

In der Organisationsstruktur des Konzerns fungiert die Smartbroker Holding AG als Dachgesellschaft. Die operative Geschäftstätigkeit des Geschäftsbereichs Transaktion wird durch die Smartbroker AG gesteuert, während im Medienbereich fünf separate Tochterunternehmen bestehen, die jeweils die Aktivitäten der einzelnen Finanzportale bündeln bzw. die Redaktionstätigkeit der Gruppe verantworten. Derzeit arbeitet die Smartbroker Holding AG an der Vereinfachung ihrer Organisationsstruktur, weshalb sich aktuell sechs Tochtergesellschaften in Liquidation befinden. Darüber hinaus besitzt die Unternehmensgruppe zwei Beteiligungen, die eine zu vernachlässigende kommerzielle Bedeutung aufweisen.

Organisationsstruktur der Smartbroker Holding AG



Quelle: Unternehmen

Geschäftsmodell und Segmentbetrachtung

Die Smartbroker Holding AG gliedert ihre Geschäftstätigkeit in zwei Segmente:

Das **Segment Transaktion (Pro-Forma-Umsatzanteil 2021: 31%)** umfasst sämtliche digitale Brokerage-Dienstleistungen des Unternehmens. Hierzu zählt insbesondere der Smartbroker, der die Vorteile eines preiswerten Neobrokers und eines klassischen Online Brokers mit breiter Produktpalette verbindet. So bietet Smartbroker einerseits den Null- bzw. Ein-Euro-Handel über gettex bzw. Lang & Schwarz an und verfügt ebenso über eine Anbindung zu allen anderen deutschen Handelsplätzen, worüber die Kunden für vier bzw. fünf Euro handeln können. Darüber hinaus zeichnet sich der Smartbroker durch die kostenlose Depotführung, vier optionale Währungskonten und die große Auswahl internationaler Handelsplätze aus. Neben Aktien stehen den Kunden über 1,5 Millionen Derivate von 16 Emittenten, zahlreiche Fonds und ETFs sowie Sparpläne zur Verfügung. Umsätze erzielt der Online Broker vornehmlich durch **Transaktionsgebühren** und in einem geringeren Umfang durch **Rückvergütungen** und andere Erlöse, die von Derivateanbietern und Börsenbetreibern gezahlt werden.

Ferner betreibt Smartbroker Holding die Online-Fondsvermittlungsplattform Fondsdiscout und den Anlagevermittler wallstreet:online capital. Erstere ermöglicht Privatanlegern den Kauf von über 24.000 Fonds ohne Ausgabeaufschlag. Letzterer dient der exklusiven

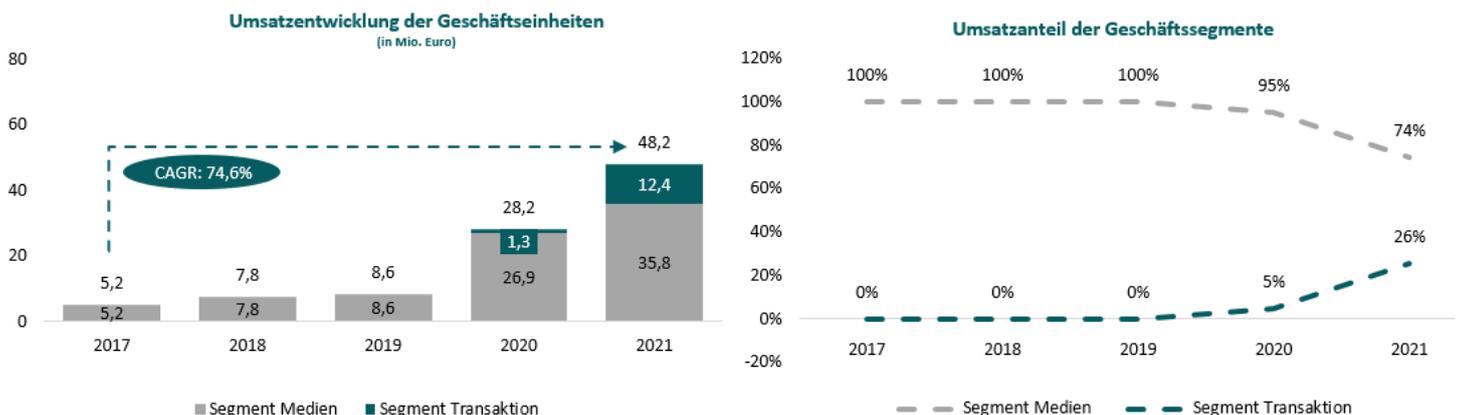
Betreuung eines von der VW-Bank erworbenen Kundenstammes (rund 23.000 Depots von VW-Mitarbeitern). Insgesamt sind die beiden Produkte von untergeordneter kommerzieller Bedeutung, die auch zukünftig durch die auf den Smartbroker ausgerichtete Wachstumsstrategie weiter abnehmen wird.

Im **Mediensegment (Pro-Forma-Umsatzanteil 2021: 69%)** sind die vier Online-Finanzportale wallstreet:online, börsennews, ariva, finanznachrichten und das Magazin Smart Investor gebündelt. Neben Finanzdaten und einer umfassenden Berichterstattung über das aktuelle Wirtschafts- und Börsengeschehen beinhalten die Portale eine Vielzahl themenspezifischer Mitgliederforen, die den Austausch mit anderen Nutzern ermöglichen. Zusätzlich zur individuellen Webpräsenz wurde für jedes Finanzportal eine eigene mobile App entwickelt. Die Reichweite der Online-Plattformen monetarisiert der Konzern überwiegend in einem B2B-Modell auf den nachfolgenden vier Ebenen.

- Rund **40%** der Segmenterlöse erzielt das Unternehmen durch Werbeverträge, die mit langjährigen **Key-Accounts** (zumeist Banken oder andere Finanzdienstleister) geschlossen werden. Hierbei agiert Smartbroker Holding mit einem eigenen Vertriebsteam, das mit den betreffenden Kunden in der Regel Verträge abschließt, die eine festgelegte Anzahl von Werbeimpressionen vorsehen. Aufgrund der homogenen Nutzerschaft der Finanzportale, die überwiegend aus deutschsprachigen Privatanlegern besteht, ist das Werbeinventar beispielsweise für Emittenten von Finanzprodukten wie Derivaten, Fonds und ETFs attraktiv.
- Weitere **40%** der Segmentumsätze entfallen auf **Investor Relations-Marketing**, welches über spezialisierte Agenturen oft von ausländischen Small- und MidCaps gebucht wird, um die eigene Equity-Story exklusiv auf den Finanzportalen zu vermarkten. Aus Sicht der Werbetreibenden ist dieses Angebot nicht nur aufgrund der Charakteristika der Nutzerschaft, sondern auch aufgrund der hohen Reichweite der Medienportale interessant. So erreicht Smartbroker Holding regelmäßig rund 40% der deutschen Privatanleger, wodurch die Kunden mit nur einem Werbepartner bereits einen Großteil des relevanten deutschen Marktes abdecken können.
- Rund **5%** der Segmentumsätze stammen aus dem programmatischen Advertising (**Real-Time-Bidding**), bei dem übrige Werbeplätze in Echtzeit mithilfe eines Partners an Werbetreibende unterschiedlichster Branchen versteigert werden.
- Eine vierte Säule der Monetarisierungsstrategie bilden die im Herbst 2022 gelaunchten **Paid-Content-Angebote** (z.B. Börsenbriefe), deren aktive Vermarktung Smartbroker Holding im Januar 2023 aufgenommen hat. Somit liegt der historische Umsatzbeitrag noch bei **0%**.

Ergänzend betreibt der Konzern ein B2B-Geschäft, das **individuelle Software- und Finanzdatenlösungen** für Kunden aus der Finanzbranche entwickelt und für **15%** der Segmenterlöse steht.

Segmentberichterstattung der Smartbroker Holding AG



Quelle: Unternehmen

Akquisitionshistorie

In den vergangenen Jahren hat die Smartbroker Holding AG diverse Übernahmen getätigt, die vornehmlich auf die Stärkung des Mediengeschäfts abzielten.

| Akquisition | Datum | Kaufpreis | Anteil |
|--|-------------------|------------------------------|------------------|
| Markets Inside Media GmbH | 31.01.2018 | 520.000 Aktien | 100,00% |
| Die Markets Inside Media GmbH betreibt das Finanzportal boersennews.de sowie die gleichnamige App. Die Gesellschaft wurde als Sacheinlage gegen Gewährung neuer Aktien eingebracht. | | | |
| Trade Republic UG | 05.07.2018 | 0,885 Mio. Euro | ca. 2,00% |
| Die Trade Republic UG ist ein deutscher Neobroker, der eine Mobile-Only-Strategie verfolgt. Die Beteiligung wurde im April 2020 für einen Betrag im niedrigen bis mittleren einstelligen Millionenbereich verkauft. | | | |
| wallstreet:online capital AG | 17.10.2018 | MONE: 3,00 Mio. Euro | 30,00% |
| Die wallstreet:online capital AG fungiert als Vertreiber von Finanzprodukten und ist seit 2006 ein von der BaFin zugelassenes Finanzdienstleistungsinstitut. Im Rahmen des Einstiegs vereinbarten die Parteien eine Kaufoption über die Aufstockung auf >50%. Die Gesellschaft wurde im April 2022 vollständig übernommen und firmiert seitdem unter dem Namen Smartbroker AG. | | | |
| ABC New Media AG | 27.02.2019 | MONE: 2,800 Mio. Euro | 100,00% |
| Die übernommene Gesellschaft ist Betreiber des Finanzportals finanznachrichten.de. | | | |
| Ariva AG | 24.06.2019 | MONE: 7,500 Mio. Euro | 100,00% |
| Die Gesellschaft betreibt das gleichnamige Finanzportal ariva.de. | | | |
| Smart Investor Media GmbH | 21.08.2019 | n.a. | 90,00% |
| Das Unternehmen betreibt das gleichnamige Print- und Digitalmagazin Smart Investor. | | | |
| FinMarie GmbH | 2021 | 0,533 Mio. Euro | 17,00% |
| FinMarie ist nach eigenen Angaben die erste europäische Finanzplattform von Frauen für Frauen. | | | |

Quelle: Unternehmen

Management

Die Smartbroker Holding AG wird von einem fünfköpfigen Vorstandsteam geführt.



André Kolbinger (CEO) ist der Gründer der Unternehmensgruppe und übernahm den Vorstandsvorsitz zuletzt im August 2022. In der Vergangenheit baute er die Gesellschaft während seiner knapp zwanzigjährigen Tätigkeit als CEO zu einem der führenden Finanzmedien- und Brokerage-Unternehmen in Deutschland aus, ehe er 2017 in den Aufsichtsrat wechselte und dem Gremium als Vorsitzender beisaß. Darüber hinaus ist Herr Kolbinger Mehrheitsaktionär der Smartbroker Holding AG.



Roland Nicklaus wurde im April 2021 als Finanzvorstand (CFO) in das Leitungsgremium der Smartbroker Holding AG berufen, nachdem er das Unternehmen bereits knapp 13 Jahre als Aufsichtsrat begleitete. Zuvor war Herr Nicklaus 23 Jahre in diversen Führungspositionen der Investmentbanken Salomon Brothers, Rothschild und HSBC in London tätig, wodurch er über ein exzellentes Netzwerk und eine umfangreiche Erfahrung in der Finanzbranche verfügt.



Oliver Haugk (CTO) ist seit November 2017 Vorstandsmitglied der Smartbroker Holding AG. Zuvor leitete der studierte Betriebswirt das akquirierte Portal boersennews.de während seiner Tätigkeit bei der Unister-Gruppe, wodurch er über eine langjährige Erfahrung im Bereich der Online-Finanzmedien und des Online-Marketings verfügt.



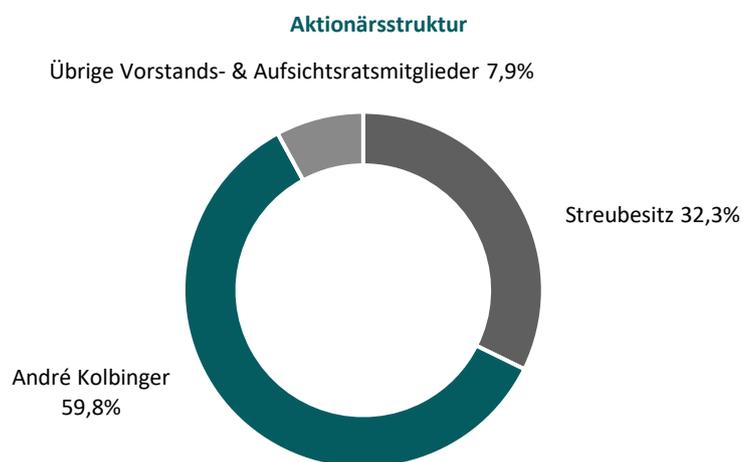
Michael Bulgrin gehört dem Vorstand seit November 2017 an und ist in der Rolle des Chief Content Officer insbesondere für die Steuerung der produzierten Medieninhalte zuständig. Nach seinem betriebswirtschaftlichen Studium war Herr Bulgrin unter anderem als Public- bzw. Investor Relations-Consultant tätig, ehe er im August 2015 zur Smartbroker Holding wechselte und die Leitung der Unternehmenskommunikation übernahm.



Stefan Zmojda verantwortet seit April 2021 als Chief Revenue Officer den Vertrieb der Gruppe. Nach seinem Eintritt in die Smartbroker Holding AG in 2013 durchlief er verschiedenste Positionen und war zuletzt zwischen 2019 und 2021 als Vorstandsvorsitzender tätig. Zuvor arbeitete der studierte Betriebswirt u.a. als Produkt- und Projektmanager in verschiedenen, auf Finanzmedien spezialisierten, Unternehmen.

Aktionärsstruktur

Die Smartbroker Holding AG hat 15.681.252 Inhaberaktien ausgegeben. Mit einem Anteil von 59,8% hält der Gründer und Vorstandsvorsitzende André Kolbinger die Mehrheit der Anteile. Auf die übrigen Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder entfallen weitere 7,9%. Der Streubesitz liegt bei 32,3%.



Quelle: Unternehmen

ANHANG

| G&V (in Mio. Euro) Smartbroker Holding AG | 2020 | 2021 | 2022e | 2023e | 2024e |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Umsatz | 28,2 | 48,2 | 52,0 | 54,1 | 70,9 |
| Bestandsveränderungen | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Aktivierete Eigenleistungen | 0,0 | 0,9 | 2,5 | 3,0 | 0,0 |
| Gesamtleistung | 28,2 | 49,1 | 54,5 | 57,1 | 70,9 |
| Materialaufwand | 13,5 | 25,9 | 18,0 | 19,0 | 21,0 |
| Rohhertrag | 14,8 | 23,2 | 36,5 | 38,1 | 49,9 |
| Personalaufwendungen | 8,0 | 12,6 | 20,0 | 21,6 | 23,1 |
| Sonstige betriebliche Aufwendungen | 2,5 | 7,7 | 8,0 | 13,0 | 12,4 |
| Sonstige betriebliche Erträge | 0,3 | 0,6 | 0,5 | 0,5 | 0,7 |
| EBITDA | 4,5 | 3,6 | 9,0 | 4,1 | 15,1 |
| Abschreibungen auf Sachanlagen | 0,4 | 0,3 | 0,5 | 0,5 | 0,6 |
| EBITA | 4,1 | 3,2 | 8,5 | 3,5 | 14,5 |
| Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände | 0,7 | 1,1 | 6,8 | 2,7 | 6,2 |
| Impairment Charges und Amortisation Goodwill | 1,3 | 1,8 | 2,6 | 2,6 | 2,6 |
| EBIT | 2,0 | 0,3 | -0,9 | -1,9 | 5,7 |
| Finanzergebnis | 2,5 | -0,3 | -0,4 | -0,6 | -0,6 |
| Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit | 4,6 | 0,0 | -1,3 | -2,4 | 5,1 |
| Außerordentliches Ergebnis | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| EBT | 4,6 | 0,0 | -1,3 | -2,4 | 5,1 |
| EE-Steuern | 1,0 | 0,6 | 1,0 | 1,0 | 1,5 |
| Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit | 3,6 | -0,5 | -2,3 | -3,4 | 3,6 |
| Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto) | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter | 3,6 | -0,5 | -2,3 | -3,4 | 3,6 |
| Anteile Dritter | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Jahresüberschuss | 3,5 | -0,5 | -2,3 | -3,4 | 3,6 |

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

| G&V (in % vom Umsatz) Smartbroker Holding AG | 2020 | 2021 | 2022e | 2023e | 2024e |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Umsatz | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% |
| Bestandsveränderungen | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Aktivierete Eigenleistungen | 0,0% | 1,8% | 4,8% | 5,5% | 0,0% |
| Gesamtleistung | 100,0% | 101,8% | 104,8% | 105,5% | 100,0% |
| Materialaufwand | 47,7% | 53,6% | 34,6% | 35,1% | 29,6% |
| Rohhertrag | 52,3% | 48,2% | 70,2% | 70,5% | 70,4% |
| Personalaufwendungen | 28,3% | 26,2% | 38,5% | 40,0% | 32,6% |
| Sonstige betriebliche Aufwendungen | 8,9% | 15,9% | 15,3% | 24,0% | 17,5% |
| Sonstige betriebliche Erträge | 0,9% | 1,3% | 1,0% | 1,0% | 1,0% |
| EBITDA | 16,0% | 7,4% | 17,4% | 7,5% | 21,3% |
| Abschreibungen auf Sachanlagen | 1,6% | 0,7% | 1,0% | 1,0% | 0,8% |
| EBITA | 14,5% | 6,7% | 16,4% | 6,5% | 20,5% |
| Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände | 2,6% | 2,3% | 13,1% | 5,1% | 8,8% |
| Impairment Charges und Amortisation Goodwill | 4,7% | 3,7% | 5,1% | 4,9% | 3,7% |
| EBIT | 7,2% | 0,7% | -1,7% | -3,4% | 8,0% |
| Finanzergebnis | 9,0% | -0,6% | -0,7% | -1,1% | -0,8% |
| Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit | 16,2% | 0,1% | -2,5% | -4,5% | 7,2% |
| Außerordentliches Ergebnis | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| EBT | 16,2% | 0,1% | -2,5% | -4,5% | 7,2% |
| EE-Steuern | 3,6% | 1,2% | 1,9% | 1,8% | 2,2% |
| Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit | 12,6% | -1,1% | -4,4% | -6,4% | 5,0% |
| Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto) | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter | 12,6% | -1,1% | -4,4% | -6,4% | 5,0% |
| Anteile Dritter | 0,2% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Jahresüberschuss | 12,4% | -1,1% | -4,4% | -6,4% | 5,0% |

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

| Bilanz (in Mio. Euro) Smartbroker Holding AG | 2020 | 2021 | 2022e | 2023e | 2024e |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| AKTIVA | | | | | |
| Immaterielle Vermögensgegenstände | 20,5 | 37,5 | 48,5 | 49,5 | 42,1 |
| Sachanlagen | 0,4 | 0,9 | 2,4 | 2,4 | 2,5 |
| Finanzanlagen | 7,9 | 2,2 | 2,5 | 2,5 | 2,5 |
| Anlagevermögen | 28,8 | 40,6 | 53,5 | 54,5 | 47,1 |
| Vorräte | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Forderungen aus Lieferungen und Leistungen | 2,8 | 7,0 | 7,5 | 7,8 | 6,8 |
| Liquide Mittel | 14,1 | 25,5 | 31,0 | 23,0 | 33,0 |
| Sonstige Vermögensgegenstände | 5,5 | 2,3 | 2,3 | 2,3 | 2,3 |
| Umlaufvermögen | 22,4 | 34,8 | 40,8 | 33,1 | 42,1 |
| Bilanzsumme | 51,2 | 75,4 | 94,2 | 87,6 | 89,2 |
| PASSIVA | | | | | |
| Eigenkapital | 30,2 | 49,1 | 56,5 | 53,1 | 56,7 |
| Anteile Dritter | 0,0 | 0,4 | 0,4 | 0,4 | 0,4 |
| Rückstellungen | 2,7 | 6,1 | 6,1 | 6,1 | 6,1 |
| Zinstragende Verbindlichkeiten | 7,5 | 5,7 | 16,9 | 16,9 | 16,9 |
| Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen | 1,6 | 8,9 | 9,1 | 5,9 | 3,9 |
| Sonstige Verbindlichkeiten | 9,1 | 5,2 | 5,2 | 5,2 | 5,2 |
| Verbindlichkeiten | 20,9 | 25,9 | 37,3 | 34,1 | 32,1 |
| Bilanzsumme | 51,2 | 75,4 | 94,2 | 87,6 | 89,2 |

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

| Bilanz (in % der Bilanzsumme) Smartbroker Holding AG | 2020 | 2021 | 2022e | 2023e | 2024e |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| AKTIVA | | | | | |
| Immaterielle Vermögensgegenstände | 40,0% | 49,7% | 51,5% | 56,6% | 47,2% |
| Sachanlagen | 0,8% | 1,2% | 2,6% | 2,8% | 2,8% |
| Finanzanlagen | 15,5% | 3,0% | 2,7% | 2,9% | 2,8% |
| Anlagevermögen | 56,2% | 53,8% | 56,7% | 62,2% | 52,8% |
| Vorräte | 0,1% | 0,1% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Forderungen aus Lieferungen und Leistungen | 5,5% | 9,2% | 8,0% | 8,9% | 7,6% |
| Liquide Mittel | 27,5% | 33,9% | 32,9% | 26,3% | 37,0% |
| Sonstige Vermögensgegenstände | 10,7% | 3,0% | 2,4% | 2,6% | 2,6% |
| Umlaufvermögen | 43,8% | 46,2% | 43,3% | 37,8% | 47,2% |
| Bilanzsumme | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% |
| PASSIVA | | | | | |
| Eigenkapital | 59,0% | 65,1% | 60,0% | 60,6% | 63,5% |
| Anteile Dritter | 0,0% | 0,5% | 0,4% | 0,5% | 0,4% |
| Rückstellungen | 5,3% | 8,1% | 6,5% | 7,0% | 6,9% |
| Zinstragende Verbindlichkeiten | 14,7% | 7,6% | 17,9% | 19,3% | 18,9% |
| Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen | 3,1% | 11,8% | 9,7% | 6,7% | 4,4% |
| Sonstige Verbindlichkeiten | 17,8% | 6,9% | 5,5% | 6,0% | 5,9% |
| Verbindlichkeiten | 40,9% | 34,4% | 39,6% | 38,9% | 36,0% |
| Bilanzsumme | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% |

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

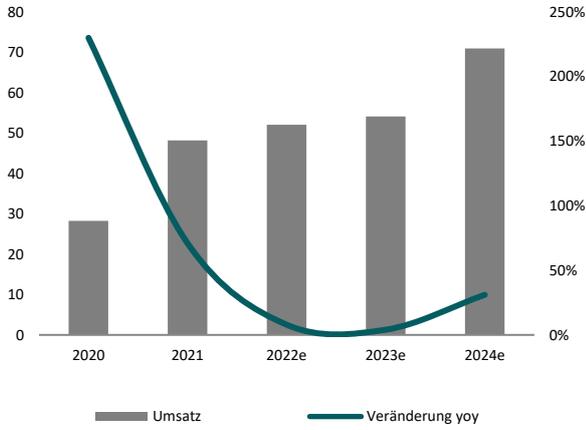
| Kapitalflussrechnung (in Mio. Euro) Smartbroker Holding AG | 2020 | 2021 | 2022e | 2023e | 2024e |
|--|-------------|--------------|--------------|-------------|-------------|
| Jahresüberschuss/ -fehlbetrag | 3,6 | -0,5 | -2,3 | -3,4 | 3,6 |
| Abschreibung Anlagevermögen | 0,4 | 0,3 | 0,5 | 0,5 | 0,6 |
| Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände | 2,5 | 3,5 | 9,4 | 5,4 | 8,9 |
| Veränderung langfristige Rückstellungen | 0,3 | 3,3 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen | -4,7 | 4,2 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Cash Flow | 2,1 | 10,7 | 7,6 | 2,5 | 13,0 |
| Veränderung Working Capital | -0,9 | 3,2 | -0,3 | -3,5 | -1,0 |
| Cash Flow aus operativer Tätigkeit | 1,2 | 13,9 | 7,4 | -1,0 | 12,0 |
| CAPEX | -0,5 | -12,5 | -21,3 | -7,0 | -2,0 |
| Sonstiges | -0,8 | -7,3 | -1,5 | 0,0 | 0,0 |
| Cash Flow aus Investitionstätigkeit | -1,3 | -19,8 | -22,8 | -7,0 | -2,0 |
| Dividendenzahlung | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Veränderung Finanzverbindlichkeiten | -2,8 | -1,8 | 11,2 | 0,0 | 0,0 |
| Sonstiges | 7,3 | 19,0 | 9,7 | 0,0 | 0,0 |
| Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit | 4,5 | 17,2 | 20,9 | 0,0 | 0,0 |
| Effekte aus Wechselkursänderungen | 0,0 | 0,2 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Veränderung liquide Mittel | 4,4 | 11,3 | 5,5 | -8,0 | 10,0 |
| Endbestand liquide Mittel | 14,1 | 25,5 | 31,0 | 23,0 | 33,0 |

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

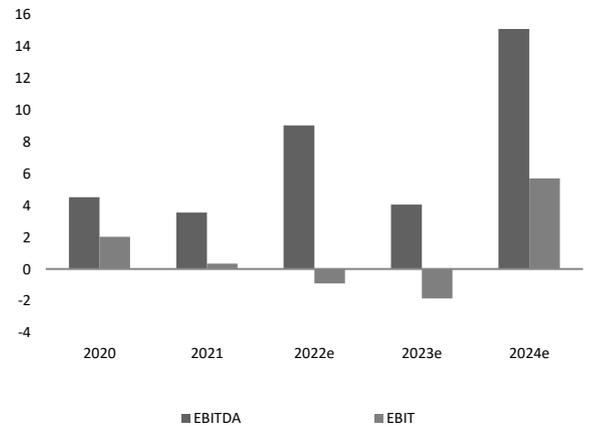
| Kennzahlen Smartbroker Holding AG | 2020 | 2021 | 2022e | 2023e | 2024e |
|-------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Ertragsmargen | | | | | |
| Rohertragsmarge (%) | 52,3% | 48,2% | 70,2% | 70,5% | 70,4% |
| EBITDA-Marge (%) | 16,0% | 7,4% | 17,4% | 7,5% | 21,3% |
| EBIT-Marge (%) | 7,2% | 0,7% | -1,7% | -3,4% | 8,0% |
| EBT-Marge (%) | 16,2% | 0,1% | -2,5% | -4,5% | 7,2% |
| Netto-Umsatzrendite (%) | 12,6% | -1,1% | -4,4% | -6,4% | 5,0% |
| Kapitalverzinsung | | | | | |
| ROCE (%) | 8,4% | 1,3% | -2,5% | -4,1% | 12,9% |
| ROE (%) | 12,9% | -1,7% | -4,6% | -6,0% | 6,7% |
| ROA (%) | 6,9% | -0,7% | -2,4% | -3,9% | 4,0% |
| Solvenz | | | | | |
| Net Debt zum Jahresende (Mio. Euro) | -6,6 | -19,8 | -14,1 | -6,2 | -16,2 |
| Net Debt / EBITDA | -1,5 | -5,6 | -1,6 | -1,5 | -1,1 |
| Net Gearing (Net Debt/EK) | -0,2 | -0,4 | -0,2 | -0,1 | -0,3 |
| Kapitalfluss | | | | | |
| Free Cash Flow (Mio. EUR) | 0,7 | 1,4 | -13,9 | -8,0 | 10,0 |
| Capex / Umsatz (%) | 14,0% | 27,0% | 41,5% | 12,8% | 2,8% |
| Working Capital / Umsatz (%) | 6,7% | 0,8% | -3,5% | 0,1% | 3,3% |
| Bewertung | | | | | |
| EV/Umsatz | 3,8 | 2,2 | 2,1 | 2,0 | 1,5 |
| EV/EBITDA | 23,6 | 30,0 | 11,8 | 26,3 | 7,1 |
| EV/EBIT | 52,6 | 309,2 | - | - | 18,8 |
| EV/FCF | 160,8 | 73,8 | - | - | 10,7 |
| KGV | 31,3 | - | - | - | 32,7 |
| KBV | 3,9 | 2,4 | 2,1 | 2,2 | 2,1 |
| Dividendenrendite | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

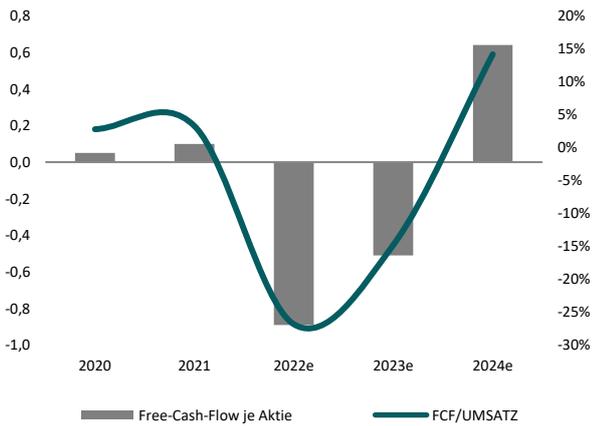
Umsatzentwicklung



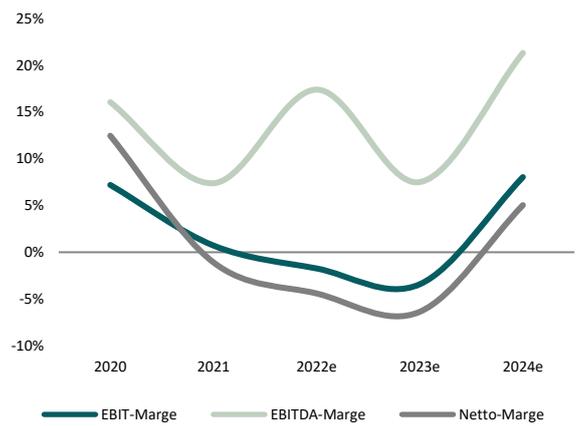
Ergebnisentwicklung



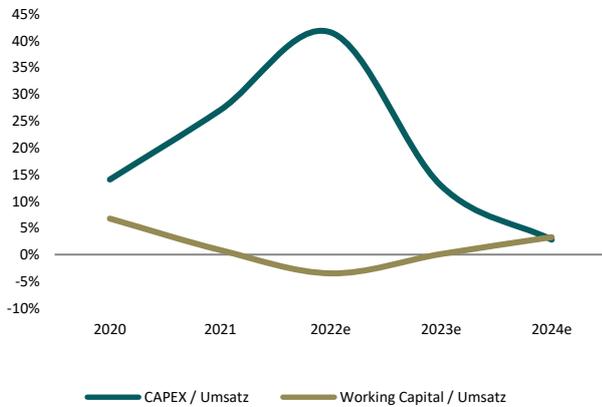
Free-Cash-Flow Entwicklung



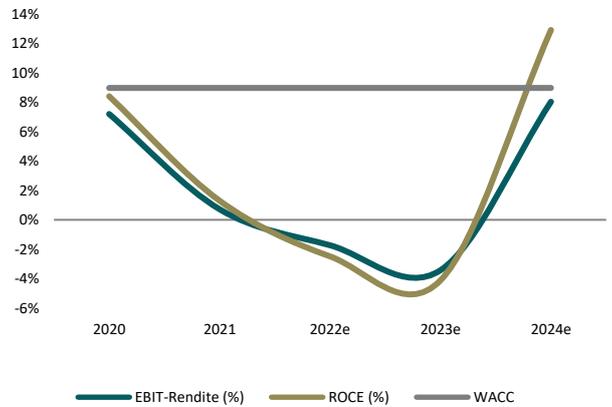
Margenentwicklung



Investitionen / Working Capital



EBIT-Rendite / ROCE



Kurs- und Empfehlungs-Historie

| Empfehlung | Datum | Kurs | Kursziel | Potenzial |
|---------------------|--------------|-------------|-----------------|------------------|
| Kaufen (Erststudie) | 07.02.2023 | 7,52 | 14,00 | +86% |
