



Researchstudie (Anno)

Smartbroker Holding AG

SMARTBROKER HOLDING

**GJ 2022 mit robuster Umsatzentwicklung und Neuausrichtung
des Smartbrokers abgeschlossen**

-

**Positive operative Umsatz- und Ergebnisentwicklung auch für
laufende GJ 2023 erwartet**

-

**Der starke Ausbau des plattformbasierten Transaktions-
geschäfts sollte zukünftig für eine dynamische
Umsatz- und Ergebnisentwicklung sorgen**

Kursziel: 17,90 € (bisher: 17,70 €)

Rating: Kaufen

WICHTIGER HINWEIS:

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 21

Hinweis gemäß MiFID II Regulierung für Research „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“: Vorliegendes Research erfüllt die Voraussetzungen für die Einstufung als „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“. Nähere Informationen hierzu in der Offenlegung unter „I. Research unter MiFID II“

Datum und Zeitpunkt der Fertigstellung der Studie: 30.08.2023 (9:24 Uhr)

Datum und Zeitpunkt der ersten Weitergabe: 30.08.2023 (10:30 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2024

Smartbroker Holding AG*5a,5b,11

Rating: Kaufen
Kursziel: 17,90 €
(bisher: 17,70 €)

aktueller Kurs: 12,05 €
29.08.2023 / ETR
(17:36 Uhr)
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A2GS609
WKN: A2GS60
Börsenkürzel: SB1
Aktienanzahl³: 15,68
Marketcap³: 188,94
EnterpriseValue³: 176,44
³ in Mio. / in Mio. EUR
Streubesitz: 35,0%

Transparenzlevel:-

Marktsegment:
Freiverkehr
(Open Market)

Rechnungslegung:
HGB

Geschäftsjahr: 31.12

Designated Sponsor:
mwb fairtrade

Analysten:

Marcel Goldmann
goldmann@gbc-ag.de

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 22

Unternehmensprofil

Branche: Fintech / Internet-Dienstleister

Fokus: Online-Brokerage, Online-Werbung, Finanz-Community/Finanznachrichten

Mitarbeiter Smartbroker-Gruppe: 239 (Ø-Anzahl, GJ 2022)

Gründung: 1998

Firmensitz: Berlin

Vorstand: André Kolbinger (CEO), Roland Nicklaus (CFO), Michael Bulgrin, Stefan Zmojda, Oliver Haugk

Die Smartbroker-Gruppe betreibt den Smartbroker - einen mehrfach ausgezeichneten Online-Broker, der als einziger Anbieter in Deutschland das umfangreiche Produktspektrum der klassischen Broker mit den äußerst günstigen Konditionen der Neobroker verbindet und den Zugang zum Kapitalmarkt kostenfrei ermöglicht. Mit rund 267.000 Depots und einem betreuten Kundenvermögen von rund 9,2 Mrd. € gehört der Berliner Finanzdienstleister bereits rund vier Jahre nach dem Start des Smartbrokers zu den führenden Anbietern auf dem Neobroker-Markt. Die Smartbroker Holding AG und ihre Tochtergesellschaften stehen für über 20 Jahre Erfahrung im Vertrieb von Kapitalanlageprodukten, gleichzeitig betreibt das Unternehmen vier reichweitenstarke Börsenportale sowie die dazugehörigen Apps (wallstreet-online.de, boersenNews.de, FinanzNachrichten.de und ARIVA.de). Mit zuletzt rund 2,60 Mrd. Seitenaufrufen (zum 31.12.2022) ist die Gruppe der mit Abstand größte verlagsunabhängige Finanzportalbetreiber im deutschsprachigen Raum und unterhält die größte Finanz-Community.



GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023e	31.12.2024e	31.12.2025e
Umsatz	48,20	52,79	52,70	66,75	76,30
EBITDA	3,56	8,77	1,04	13,97	20,68
EBIT	0,35	-8,41	-5,48	5,76	13,05
Jahresüberschuss	-0,54	-10,07*	-4,10	3,70	8,72

*beeinflusst durch eine Sonderabschreibung von rund 13,0 Mio. € auf aktivierte Entwicklungskosten

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	-0,04	-0,64	-0,26	0,24	0,56
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen

EV/Umsatz	3,66	3,34	3,35	2,64	2,31
EV/EBITDA	49,56	20,12	169,66	12,63	8,53
EV/EBIT	504,13	neg.	neg.	30,63	13,52
KGV	neg.	neg.	neg.	51,07	21,67
KBV		3,82			

Finanztermine

18.09.2023: Baader Investment Konferenz 2023

27.11.2023: Deutsches Eigenkapitalforum 2023

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

27.03.2023: RS / 17,70 € / KAUFEN

20.06.2022: RS / 37,55 € / KAUFEN

30.03.2022: RS / 38,60 € / KAUFEN

09.08.2021: RS / 37,70 € / KAUFEN

** oben aufgeführte Researchstudien können unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

EXECUTIVE SUMMARY

- Gemäß veröffentlichter Geschäftszahlen hat der Smartbroker-Konzern im abgelaufenen Geschäftsjahr im Vergleich zum Vorjahr einen signifikanten Konzernumsatzanstieg um 9,5% auf 52,79 Mio. € (VJ: 48,20 Mio. €) erzielt. Dieser signifikante Umsatzzuwachs resultierte hierbei aus einer ganzjährigen Vollkonsolidierung der Smartbroker AG (ehemals wallstreet:online capital AG), die 2021 zunächst „at equity“-konsolidiert und ab August 2021 vollkonsolidiert wurde.
- Auf Ergebnisebene stieg das operative EBITDA überproportional zur Umsatzentwicklung um 146,3% auf 8,77 Mio. € (VJ: 3,56 Mio. €). Die dynamische Ergebnisverbesserung basiert im Wesentlichen auf deutlich reduzierten Kundengewinnungskosten für den Smartbroker, die sich aus der geplanten Umstrukturierung des Setups des Smartbroker 2.0 ergaben. Korrigiert um Neukundengewinnungskosten für den Smartbroker, welche sich auf 4,02 Mio. € (VJ: 12,87 Mio. €) beliefen, wurde ein bereinigtes EBITDA in Höhe von 12,79 Mio. € (VJ: 16,43 Mio. €) erzielt. Auf Nettobasis führten insbesondere hohe außerplanmäßige Abschreibungen auf das alte Setup des Großprojektes Smartbroker 2.0 in Höhe von 12,59 Mio. € zu einem im Vergleich zum Vorjahr deutlich negativeren Nettoergebnis in Höhe von -10,07 Mio. € (VJ: -0,54 Mio. €).
- Für das aktuelle Geschäftsjahr 2023 rechnet das Smartbroker-Management trotz herausfordernder Rahmenbedingungen und umfangreicher Kostenbelastungen bis zum Abschluss des Großprojektes-Smartbroker 2.0 mit einer positiven operativen Entwicklung. Entsprechend erwartet das Unternehmen Konzernumsatzerlöse zwischen 51,0 Mio. € bis 56,0 Mio. € und ein um Neukundengewinnungskosten bereinigtes EBITDA (operatives Ergebnis) zwischen 1,0 Mio. € bis 4,0 Mio. €.
- Im Rahmen der Veröffentlichung unserer Researchstudie zu den vorläufigen Jahresergebnissen des Smartbroker-Geschäftsjahres 2022, haben wir unsere bisherigen Umsatz- und Ergebnisschätzungen für das aktuelle Geschäftsjahr und auch für die Folgejahre nach unten angepasst. In Anbetracht der bekräftigten positiven Unternehmensguidance, bestätigen wir ebenfalls unsere bisherigen Umsatz- und Ergebnisprognosen für das aktuelle Geschäftsjahr und die Folgejahre. Für die laufende Geschäftsperiode rechnen wir dabei unverändert mit Umsatzerlösen in Höhe von 52,70 Mio. € und einem EBITDA von 1,04 Mio. €. Für die Folgejahre 2024 und 2025 gehen wir unverändert von Umsatzerlösen (EBITDA) in Höhe von 66,75 Mio. € (13,97 Mio. €) bzw. 76,30 Mio. € (20,68 Mio. €) aus.
- Insgesamt sehen wir die Smartbroker-Gruppe weiterhin gut positioniert, um durch die kurz bevorstehende Einführung des vielversprechenden Launch des Smartbroker 2.0 kombiniert mit dem angestrebten Hochlauf der Marketing-Aktivitäten ab dem Geschäftsjahr 2024 wieder in den dynamischen Wachstumsmodus zurückzukehren. Durch die erwarteten Skaleneffekte aus dem prognostizierten starken Ausbau des Transaktionsgeschäfts, sollte es dem Unternehmen gelingen überproportionale Ergebniszuwächse zu erzielen und hierdurch die Konzernprofitabilität dynamisch zu steigern. Daneben sollte die verstärkte Verzahnung der beiden sich ergänzenden Geschäftsfelder (Media & Transaktion) zu deutlich positiven Synergieeffekten führen und damit auch die zukünftige Umsatz- und Ergebnisentwicklung zusätzlich voranbringen können.

- **Basierend auf unseren bestätigten Prognosen für das laufende Geschäftsjahr 2023 und die Folgejahre und dem eingetretenen Roll-Over-Effekt (Kursziel bezogen auf darauffolgende GJ 2024 statt zuvor 2023), haben wir unser bisheriges Kursziel leicht auf 17,90 € (zuvor: 17,70 €) je Aktie erhöht. Kurszielmindernd haben sich hingegen angestiegene Kapitalkosten (Anstieg des risikofreien Zinses auf 2,00%, statt zuvor 1,50%) ausgewirkt. In Anbetracht des aktuellen Kursniveaus vergeben wir damit weiterhin das Rating „Kaufen“ und sehen ein deutliches Kurspotenzial in der Smartbroker-Aktie.**

INHALTSVERZEICHNIS

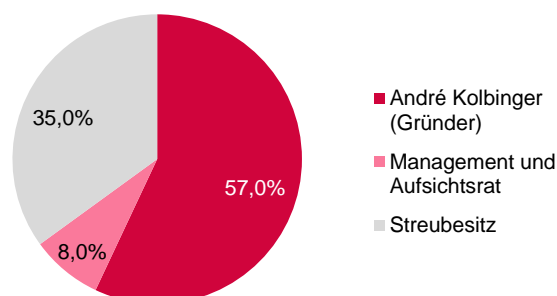
Executive Summary	2
Unternehmen	5
Aktionärsstruktur	5
Geschäftsmodell allgemein	5
Transaktion (Marke Smartbroker).....	5
B2C-Media (Portalbusiness mit Privatkunden – B2C-Media)	6
B2B (Medienbusiness mit Gewerbekunden – B2B-Media).....	7
Markt und Marktumfeld	8
Unternehmensentwicklung & Prognose.....	11
Geschäftsentwicklung 2022	11
Umsatzentwicklung	11
Ergebnisentwicklung	12
Bilanzielle und finanzielle Situation	14
SWOT-Analyse	16
Prognose und Modellannahmen	17
Umsatz- und Ergebnisprognosen	17
Bewertung	19
Modellannahmen.....	19
Bestimmung der Kapitalkosten	19
Bewertungsergebnis	19
DCF-Modell.....	20
Anhang	21

UNTERNEHMEN

Aktionärsstruktur

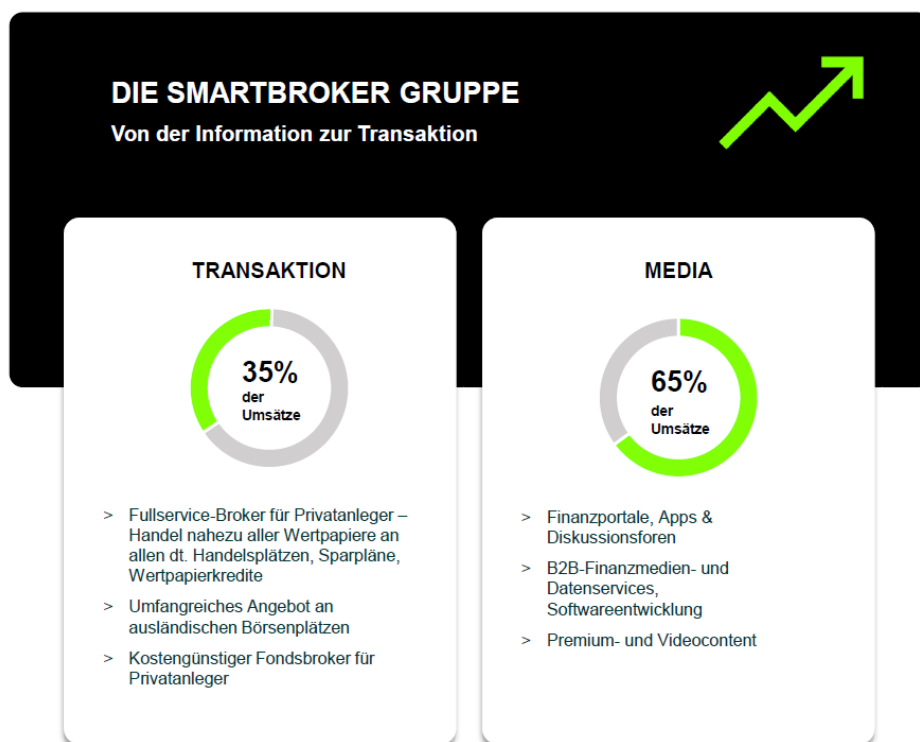
Anteilseigner in %	(Stand: 31.12. 2022)
André Kolbinger (Gründer)	57,0%
Vorstand und Aufsichtsrat*	8,0%
Streubesitz	35,0%

Quelle: Smartbroker Holding AG, GBC
*exkl. A.Kolbinger (CEO)



Geschäftsmodell allgemein

Die Smartbroker-Gruppe ist ein Finanztechnologieanbieter (Fintech / Online-Services) mit einem umfassendem Produktangebot, der digitale private Vermögensanlage mit der Bereitstellung von Finanzmedien und Börseninformationen verbindet. Der Konzern entwickelt und betreibt Brokerage-Plattformen für Privatanleger (Transaktionsgeschäft) sowie Deutschlands größte Finanz-Communitys und -portale (Media-Geschäft). Zudem bietet die Unternehmensgruppe maßgeschneiderte B2B-Softwarelösungen in den Bereichen Finanzdaten, Webservices und regulatorische Dokumente an.



Quelle: Smartbroker Holding AG; GBC AG

Transaktion (Marke Smartbroker)

Der wichtigste Bestandteil und zugleich größte Umsatz- und Wachstumstreiber im Geschäftsfeld Transaktion stellt der Smartbroker dar. Dieser ist ein preisgekrönter Online-Broker, der die umfangreiche Produktpalette traditioneller Broker und Direktbanken (z.B. Comdirect oder ING) mit den äußerst günstigen Konditionen von Neobrokern verbindet.

Die Marke Smartbroker wurde im Dezember 2019 eingeführt, um dem Marktbedürfnis nach einem Premium-Broker für selbst entscheidende Anleger möglichst zum Nulltarif gerecht zu werden. Die Investitionen in die Brokerage-Technologie, kombiniert mit der langjährigen Marktpräsenz und dem umfangreichen Branchennetzwerk der Gruppe, ermöglichen die Einführung eines digitalen Brokers ohne die Produktbeschränkungen, die oft bei klassischen Neobrokern bestehen.

Mit Smartbroker handeln Anleger nahezu alle zugelassenen Wertpapiere und haben dabei die freie Auswahl in Bezug auf ihren präferierten Handelsplatz. Das Angebot umfasst den Handel an allen deutschen Börsen, im Direkthandel, über gettex, Lang & Schwarz, TradeGate und Xetra. Daneben bietet Smartbroker die Möglichkeit, internationale Aktien an den jeweiligen Heimatbörsen zu handeln, einschließlich des Handels über Nasdaq, NYSE und LSE. Aufgeschlüsselt nach Anlageklassen bietet der Broker den kostenlosen Handel von Aktien, Fonds, ETFs, Sparplänen und Anleihen über gettex, den Handel über Lang & Schwarz zu 1,00 € pro Trade sowie den Derivatehandel zum Nulltarif über ausgewählte Premiumpartner. Für ein Ordervolumen von unter 500,00 € fallen lediglich Handelsgebühren von 4,00 € innerhalb Deutschlands an.

Der Smartbroker, der sich primär an Privatanleger richtet, ist über eine Werbefläche und nach Einführung von Smartbroker 2.0 auch über mobile Apps für iOS und Android zugänglich. Die Depotführung und die technische Durchführung des Wertpapierhandels erfolgt bis zum Umzug der Bestandskunden über die Partnerbank DAB BNP Paribas S.A. . Im neuen System Smartbroker 2.0 obliegt die Depotführung und Transaktionsabwicklung der Baader Bank AG. Über das gesamte Transaktions- bzw. Brokerage-Geschäftsfeld hinweg betreut die Smartbroker-Gruppe Ende 2022 rund 267.000 Wertpapierdepots und Kundenvermögen von ca. 9,2 Mrd. €. Hieraus ergibt sich ein durchschnittliches Kundenvolumen von mehr als 34.000 €.

Die Haupteinnahmequellen im Transaktionssegment stammen traditionell aus Transaktions-, Abschluss-, Bestands- und Innenprovisionen sowie Rückvergütungen von Bankpartnern und Handelsplätzen.

B2C-Media (Portalbusiness mit Privatkunden – B2C-Media)

Die Smartbroker-Gruppe betreibt mit wallstreet-online.de, FinanzNachrichten.de, börsenNews.de und ARIVA.de vier reichweitenstarke Finanz- und Börsenportale sowie die dazugehörigen Apps, Communitys, Diskussionsforen. Ergänzt wird das Medienangebot durch das Printmedium Smart Investor (auch digital unter smartinvestor.de) sowie eine 2022 gestartete Börsenredaktion, die das bisherige medienbezogene Leistungsangebot erstmals durch Bezahlprodukte (Börsenbriefe) erweitert.

Mit mehreren Hundert Millionen monatlichen Seitenaufrufen und mehr als 500.000 registrierten Nutzern ist die Gruppe der mit Abstand größte verlagsunabhängige Finanzportalbetreiber im deutschsprachigen Raum und zugleich die größte Finanz-Community.

Neben internationalen Nachrichtenagenturen beleuchten die eigene Börsenredaktion, renommierte Finanzprofis, ausgewählte Community-Experten und Fachautoren das Geschehen rund um die Themen Wirtschaft, Börse und Politik auf den Portalen. Damit bietet die Smartbroker-Gruppe Werbetreibenden eine große Reichweite und zugleich eine klar definierte Zielgruppe von Investoren, Sparern, Anlegern und allgemein Kapitalmarktinteressierten.

Die werbliche Vermarktung der Portale wird unternehmensintern gesteuert. Eine Kombination aus Direktgeschäften mit Werbetreibenden und Agenturen und der automatisierten Vergabe von Werbeplätzen an spezialisierte Technologieanbieter („Real Time Bidding“,

„RTB“) ermöglicht dem Unternehmen eine hohe Auslastung, Planungssicherheit und stabile Gewinnspannen.

Innerhalb des Portalbusiness-Geschäftssegments stammen die Haupteinnahmequellen der Gesellschaft aus der Werbung, die auf den verschiedenen Medien von Bankpartnern, Emittenten von Finanzprodukten sowie Werbeagenturen im Auftrag von Verbrauchermarken und Unternehmen platziert werden. Zudem werden geringe Einnahmen aus Abonnements für Börsenbriefe und für das Magazin Smart Investor in der Print- und Digitalausgabe erwirtschaftet.

B2B (Medienbusiness mit Gewerbekunden – B2B-Media)

Die Tochtergesellschaft ARIVA.DE AG (Ariva) bietet neben ihrem Börsenportal und der zugehörigen App ein umfangreiches Angebot an maßgeschneiderten Software-Lösungen an – von der Verarbeitung und Bereitstellung hochwertiger Finanzdaten und regulatorischer Dokumente bis hin zur Erstellung und Betreuung individueller Webservices und kompletten Internetauftritten (Web, App). Wertpapierinformationen, Marktdaten, Kennzahlen und regulatorisch erforderliche Dokumente werden je nach individuellem Kundenwunsch zur Verfügung gestellt.

Mit ihrem Leistungsangebot adressiert Ariva sowohl Privatanleger als auch Banken und Finanzinstitute. Die Umsätze aus dem Geschäftsfeld B2B-Media resultieren traditionell aus der Lizenzierung von Software (software as a service) und dem Verkauf von Produkten und Dienstleistungen rund um die Entwicklung und Bereitstellung digitaler Inhalte.

Geschäftsfelder der Smartbroker-Gruppe

The infographic is divided into two main vertical sections. The left section, titled 'TRANSAKTION | DIGITAL BROKERAGE', features logos for SMARTBROKER AKTIENGESELLSCHAFT, SMARTBROKER+, FondsDISCOUNT.de, and capital. It includes a quote: 'Deutschlands einziger Anbieter, der das umfangreiche Produktspektrum der klassischen Broker mit den äußerst günstigen Konditionen der Neobroker verbindet.' Below this is 'AKTUELLE AUSZEICHNUNGEN' with award logos for 'Online-Broker SUPER GATE' and '1000 Kundenempfehlungen'. The right section, titled 'FINANZMEDIEN | COMMUNITY', features the wallstreet ONLINE logo and logos for börsennews.de, FinanzNachrichten.de, ARIVA.DE, and Smart Investor. It includes a quote: 'Die Smartbroker Gruppe ist der mit Abstand größte verlagsunabhängige Finanzportalbetreiber im deutschsprachigen Raum und unterhält die größte Finanz-Community.' Below this is 'UNSERE REICHWEITE' with statistics: '2,6 Mrd. Seitenimpressionen in 2022' and 'Ca. 3 Mio. Nutzer pro Monat in 2022; damit erreicht die Gruppe min. 40% aller selbst entscheidenden Investoren und Sparer in Deutschland'. At the bottom, two boxes show 'AUSWAHL AN PARTNERN' (Morgan Stanley, UBS, HSBC, Vontobel, citi, BNP PARIBAS, gettex, tradegateexchange, LS, Quotrix) and 'AUSWAHL AN WERBEPARTNERN' (citi, Amundi, Morgan Stanley, SOCIETE GENERALE, DZ BANK, BNP PARIBAS).

Quelle: Smartbroker Holding AG; GBC AG

MARKT UND MARKTUMFELD

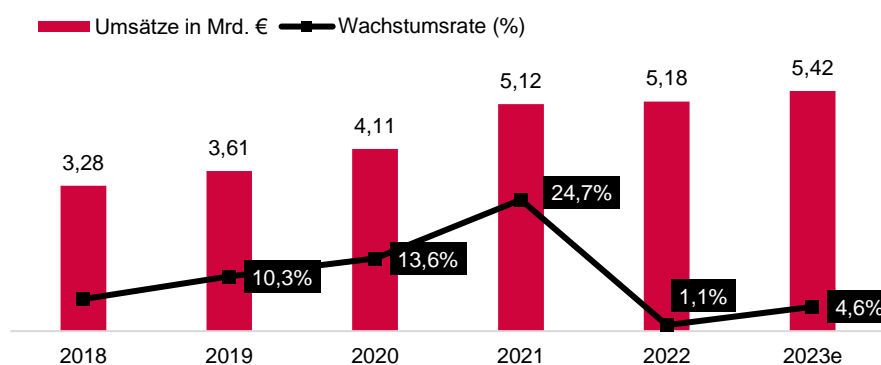
Der deutsche Finanzportalmarkt wird aktuell im Wesentlichen durch die Anbieter Finanzen.net (Teil der Axel Springer-Gruppe) und die Smartbroker-Gruppe mit ihren Börsenportalen wallstreet-online.de, FinanzNachrichten.de, börsenNews.de und ARIVA.de dominiert. Durch mehrere in den vergangenen Jahren getätigte Übernahmen von Finanzportalen und reichweitensteigernden Maßnahmen, hat sich der Smartbroker-Konzern gemessen an der Reichweite zu einem der marktführenden Finanzportalbetreiber aufgeschwungen.

Die starke Marktposition (Nr. 2 der Branche) im Portalbusiness spiegelt sich u.a. in der hohen Reichweite von zuletzt 2,6 Mrd. Seitenimpressionen zum Ende des vergangenen Geschäftsjahres wider. Zudem besuchten im abgelaufenen Geschäftsjahr monatlich ca. 3,0 Mio. Nutzer die Portale der Smartbroker-Gruppe. Damit erreicht der Konzern laut eigenen Aussagen mindestens 40,0% aller selbstentscheidenden Investoren und Sparer in Deutschland.

Bedingt durch die enorme Reichweite der verschiedenen Finanzportale und die hohe Anzahl an aktiven Nutzern, sind die Onlineplattformen besonders attraktiv für Werbetreibende. Folglich verfügt das Unternehmen auch über eine hohe Anzahl an prominenten Werbekunden, insbesondere aus dem Finanzsektor (z.B. Morgan Stanley, UBS, oder HSBC).

Der Smartbroker-Konzern erlöst traditionell aufgrund des Betriebs eines Finanzportalgeschäfts einen besonders hohen Anteil seiner Umsatzerlöse im Bereich des digitalen Marketings bzw. der digitalen Werbung. Dieser Sektor ist in den vergangenen Jahren weltweit sehr dynamisch gewachsen und setzt auch aktuell seinen Wachstumsserie weiter fort, wenn auch bedingt durch die schwierigeren Rahmenbedingungen mit einer geringeren Wachstumsdynamik als bisher. Vor allem der Bereich der programmatischen Werbung hat sich als das am stärksten wachsende digitale Werbesegment erwiesen.

Marktvolumen mit digitaler Displaywerbung in Deutschland (in Mrd. €)



Quelle: Online-Vermarkterkreis (OVK); GBC AG

Auch der deutsche digitale Werbemarkt ist in den vergangenen Jahren signifikant gewachsen. Zu den Hauptwachstumstreibern zählten hierbei die Videowerbung und programmatische Werbung. In Anbetracht eines herausfordernden Umfelds (Ukraine Konflikt etc.) ist der digitale Display-Werbemarkt laut einer Studie des Online-Vermarkterkreis (OVK) im abgelaufenen Jahr 2022 lediglich um 1,1% auf 5,18 Mrd. € (VJ: 5,12 Mrd. €) gewachsen. Für die aktuelle Marktentwicklung im laufenden Jahr 2023 sind die Marktexperten in punkto Wachstumsdynamik deutlich optimistischer und rechnen mit einem Marktwachstum um 4,6% auf 5,42 Mrd. €.

Parallel zum Finanzportalgeschäft ist der Smartbroker-Konzern auch im ergänzenden und synergetischen Geschäftsfeld „Transaktionen“ bzw. Brokerage (Konzernumsatzanteil zuletzt rund 35%) tätig. Dieses Geschäftsbereich hat in den vergangenen Jahren deutlich an Bedeutung gewonnen und bildete zugleich den wesentlichen Wachstumstreiber der Gruppe. Auch zukünftig soll das Brokeragegeschäft der Hauptwachstumstreiber des Konzerns sein und damit noch mehr an Gewicht gewinnen.

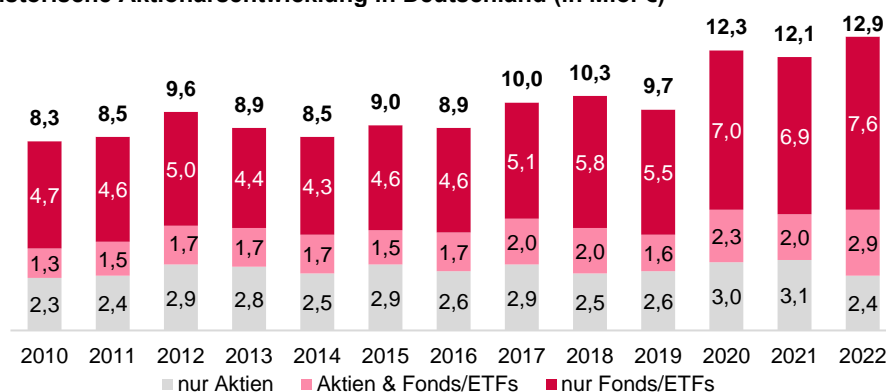
Die Geschäftsaktivitäten im Transaktionsbereich konzentrieren sich sehr stark auf die aufstrebende Marke Smartbroker, die als preiswerter Full-Service-Broker positioniert wurde, und damit entsprechend auch dem Fintech-Sektor zugeordnet werden kann.

Trotz des generell schwierigeren Börsenumfelds seit v.a. dem vergangenen Jahr, zeigt sich eine weiterhin nachhaltige Bedeutung der Aktienmärkte für die private Altersvorsorge. Dies spiegelt sich auch in einem stetigen Zuwachs an neuen Privatanlegern wider, die im vergangenen Jahr 2022 laut einer Studie des Deutschen Aktieninstituts (DAI) zu einem neuen Höchststand von 12,9 Mio. (VJ: 12,1 Mio.) Aktionären geführt haben und damit den bisherigen Rekord aus 2001 eingestellt haben. Durch den Zuwachs an 800.000 neuen Aktionären stieg der Anteil der am Aktienmarkt engagierten Deutschen ab 14 Jahren auf über 18,0%. Zudem haben die Studienautoren bekannt gegeben, dass 600.000 Deutsche unter 30 Jahren erstmals in Aktien, Fonds oder ETFs investierten, was einem Anstieg von 40,0% gegenüber dem Vorjahr entspricht.

Viele der Privatanleger sind bezüglich ihrer Investitionsstrategie langfristig orientiert und versuchen die wachsende Rentenlücke abzufedern. So nutzen laut DAI-Angaben rund 70,0% der unter 35-jährigen Privatanlegern Sparpläne für Aktien, ETFs und Fonds und 77,0% der jungen Privatanleger geben als wichtigsten Anlagegrund den langfristigen Vermögensaufbau an.

Neben der allgemein zunehmenden Bedeutung der Finanzmärkte für die Altersvorsorge haben auch die breite Verfügbarkeit von digitalen Brokern, die einen einfachen und sicheren Zugang zum Kapitalmarkt ermöglichen, zu einem deutlichen Anstieg der Privatanleger geführt. Auch der Smartbroker mit seinem digitalen und kostengünstigen Brokerage-Angebot, das zugleich auch einen unkomplizierten und sicheren Zugang zum Kapitalmarkt bietet, hat diesen Trend unterstützt.

Historische Aktionärsentwicklung in Deutschland (in Mio. €)



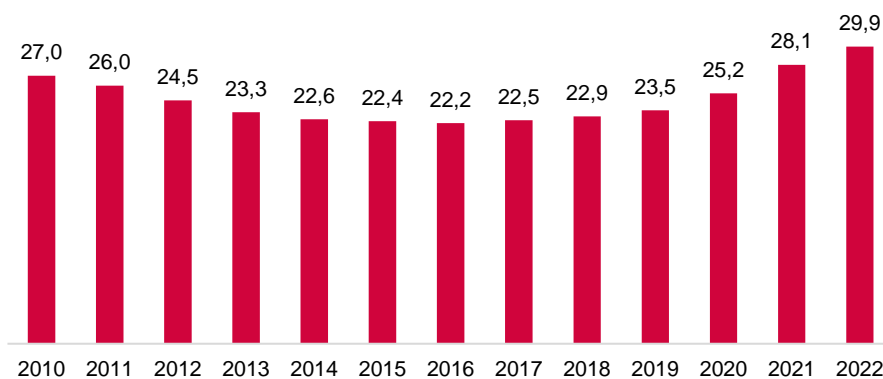
Quelle: Deutsches Aktieninstitut e. V.; GBC AG

Laut vielen Kapitalmarktbeobachtern und Finanzexperten beginnt sich in Deutschland wieder eine deutlich ausgeprägtere „Aktienkultur“ zu entwickeln, was auch der stetige Zustrom an neuen Privatanlegern untermauert bzw. belegt. Die aktuelle Anzahl an deutschen Aktionären in Relation zur Gesamtzahl der Bundesbürger (zuletzt rund 83,0 Mio.) entspricht einer Aktionärsquote von rund 15,5%, was im europäischen Vergleich einer eher

durchschnittlichen Aktionärsquote entspricht und damit trotz der allgemeinen Zunahme an Aktionären noch deutliches Aufholpotenzial bietet.

Neben dem signifikanten Anstieg an Aktionären in den vergangenen Jahren, ist parallel hierzu ebenfalls laut Marktanalysen des Beratungsunternehmens Oliver Wyman und der Deutschen Bundesbank die Anzahl der Wertpapierdepots (von Privatanlegern) signifikant angestiegen. So haben die Wertpapierdepots zum Ende des abgelaufenen Jahres 2022 erneut signifikant auf 29,9 Mio. (VJ: 28,1 Mio.) zugelegt. Unserer Einschätzung nach sollten vom weiteren Marktwachstum insbesondere innovative digitale Brokerage-Anbieter (sog. Neobroker) profitieren können.

Anzahl der Wertpapierdepots deutscher Privatanleger zum Jahresende (Mio.)



Quelle: Oliver Wyman; Deutsche Bundesbank; GBC AG

Alles in allem hat sich die Smartbroker-Gruppe mit ihren synergetischen Geschäftsfeldern (Transaktion und „Media) auf die Wachstumssektoren „Digital Brokerage/Banking“ und „Digital Media“ konzentriert und sollte durch ihre gute Marktpositionierung von den sich hieraus eröffnenden Marktchancen signifikant profitieren können.

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG & PROGNOSE

Geschäftsentwicklung 2022

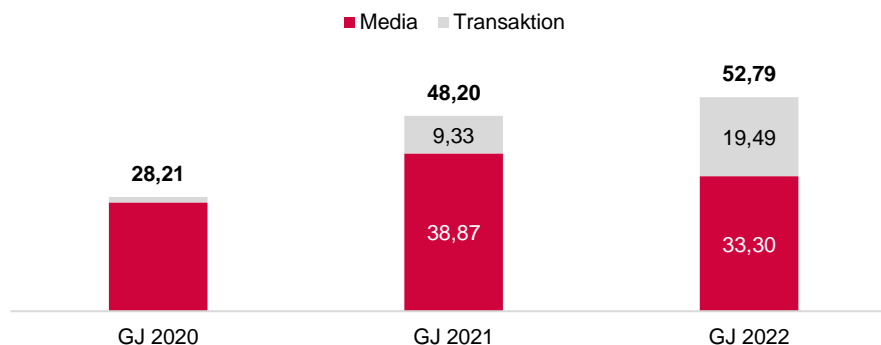
GuV (in Mio. €)	GJ 2020	GJ 2021	GJ 2022
Umsatzerlöse	28,21	48,20	52,79
EBITDA	4,52	3,56	8,77
EBIT	2,03	0,35	-8,41
Nettoergebnis	3,55	-0,54	-10,70

Quelle: Smartbroker Holding AG, GBC AG

Umsatzentwicklung

Am 20.07.2023 hat der Smartbroker-Konzern seine testierten Geschäftszahlen für das vergangene Geschäftsjahr 2022 veröffentlicht. Basierend hierauf hat das Unternehmen trotz eines schwierigen Marktumfelds (Ukrainekrieg, Inflation, Zinsanstieg etc.) einen deutlichen Umsatzanstieg um 9,5% auf 52,79 Mio. € (VJ: 48,20 Mio. €) erzielt. Der Umsatzzuwachs resultierte hierbei primär aus der ganzjährigen Vollkonsolidierung der Smartbroker AG, die im Jahr 2021 zunächst „at equity“-konsolidiert und ab August 2021 vollkonsolidiert wurde.

Entwicklung der Konzernumsatz- und Segmenterlöse (in Mio. €)



Quelle: Smartbroker Holding AG; GBC AG

Die erwirtschafteten Konzernumsatzerlöse wurden hauptsächlich vom Kernsegment „Media“ getragen (Umsatzanteil: 65,0%). Bedingt durch die um 30,0% rückläufigen jährliche Seitenaufrufe auf den Medienportalen und Apps, sind in der Folge ebenfalls die Investor-Relations-Werbeinnahmen deutlich gesunken. Dies führte in der Summe zu einem signifikanten Rückgang der Segmentumsatzerlöse im Vergleich zum Vorjahr um 14,3% auf 33,30 Mio. € (VJ: 38,87 Mio. €).

Im zweitgrößten Geschäftsbereich „Transaktion“ sind die Segmenterlöse im Vergleich zum Vorjahr bedingt durch die obigen Konsolidierungseffekte sprunghaft um 108,9% auf 19,49 Mio. € (VJ: 9,33 Mio. €) angestiegen. Einer noch positiveren Umsatzentwicklung stand insbesondere ein Rückgang der durchschnittlichen jährlichen Transaktionsanzahl auf rund 18 Trades (VJ: 29 Trades) und der verschobene Launch des Großprojektes „Smartbrokers 2.0“ entgegen. Der Rückgang der Tradeanzahl hat zu geringeren Trade-Einnahmen und in der Folge auch zu niedrigeren Segmenterlösen geführt.

Die im vergangenen Jahr 2022 eingetretene Verschiebung der Smartbroker 2.0 Markteinführung resultierte aus internen, strategischen Fehlentscheidungen. Daraufhin wurde das Großprojekt neu ausgerichtet und im Umfang der intern und extern zu entwickelnden Plattformteile neu definiert.

Trotz der herausfordernden Marktlage ist es dem Transaktionssegment über die Tochtergesellschaft Smartbroker AG im vergangenen Jahr gelungen, die Anzahl der Wertpapierdepots um 30.000 auf 267.0000 (VJ: 246.000) zu steigern, jedoch mit geringerem Momentum als im Vorjahr. Gleichzeitig wurden die Kosten für die Neukundengewinnung durch die Verschiebung der Smartbroker 2.0-Einführung bewusst auf 4,02 Mio. € (VJ: 12,87 Mio. €) reduziert. Die geringere Wachstumsdynamik ist hierbei dem herausfordernden Marktumfeld und v.a. der Verschiebung des Smartbroker-Launches geschuldet. Parallel zur Zunahme der Wertpapierdepots ist das betreute Kundenvermögen um 4,0% auf 9,20 Mrd. € (VJ: 8,80 Mrd. €) angestiegen. Das durchschnittliche Kundenvermögen je Depot betrug damit 34.000 €.

Darüber hinaus hat das Unternehmen bekannt gegeben, dass die angestrebte 100,0%-Beteiligung an der Smartbroker AG (ehemals wallstreet:online capital AG), der Smartbroker-Betreiberesellschaft, im abgelaufenen Geschäftsjahr 2022 abgeschlossen wurde. Das damit zusammenhängende Squeeze-Out Verfahren nach §327a AktG wurde im April 2022 erfolgreich beendet.

Alles in allem hat die Smartbroker-Gruppe damit den Zielkorridor der im August 2022 angepassten Umsatzguidance (Umsatz von 54,0 Mio. € bis 57,0 Mio. €) leicht unterschritten. Auch unsere Umsatzprognose wurde insbesondere aufgrund der Verschiebung des Smartbroker-Relaunches nicht erreicht. Unsere Schätzungen wurden noch unter den Prämissen erstellt, dass der Smartbroker 2.0 bereits in 2022 auf den Markt kommen würde.

Ergebnisentwicklung

Die Ergebnisentwicklung des Smartbroker-Konzerns war im vergangenen Geschäftsjahr vor allem geprägt durch hohe Kostenbelastungen im Zusammenhang mit der Einführung des Smartbroker 2.0 und der zeitlichen Verzögerung des Smartbroker-Großprojektes. Zudem haben Änderungen beim Smartbroker 2.0-Projekt (Anpassung des alten Setups des Smartbroker-Projekts) zu hohen außerordentlichen Abschreibungen geführt und sich damit ebenfalls ergebnismindernd ausgewirkt.

Trotz dieser starken Kostenbelastungen bzw. notwendigen Investitionen in den Ausbau des Transaktionsbereichs (rund um die Smartbroker-Neuaufgabe), konnte das operative Ergebnis (EBITDA) im Vergleich zum Vorjahr um 146,3% auf 8,77 Mio. € (VJ: 3,56 Mio. €) gesteigert werden. Diese deutliche Ergebnisverbesserung ist hauptsächlich auf die reduzierten Kundengewinnungskosten (4,02 Mio. € in 2022 vs. 12,87 Mio. € in 2021) für den Smartbroker zurückzuführen, die sich infolge der geplanten Umstrukturierung des Setups des Smartbrokers 2.0 ergaben.

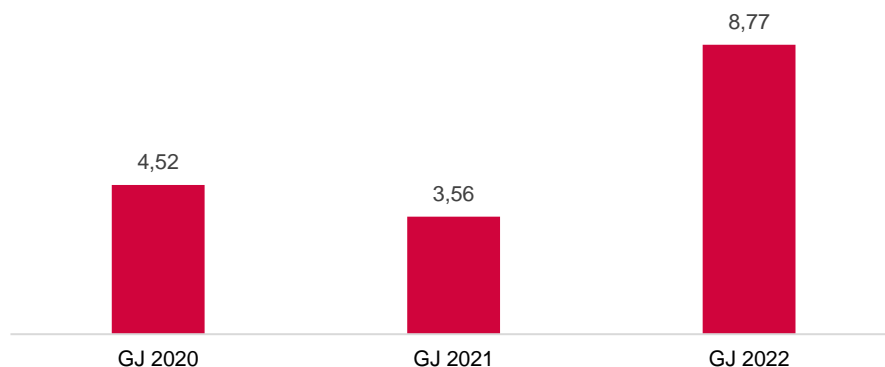
Durch die anhaltend hohe Profitabilität (EBITDA-Marge von 43,0%) des Mediengeschäfts, die laut Unternehmensangaben im vergangenen Jahr ein EBITDA von ca. 15,0 Mio. € ermöglicht hat, konnten die erhöhten Investitionen in den Smartbroker-Relaunch durch eigene liquide Mittel finanziert werden und damit das Großprojekt weiter fortgeführt werden.

Korrigiert um Neukundengewinnungskosten für den Smartbroker, welche sich auf 4,02 Mio. € (VJ: 12,87 Mio. €) beliefen, wurde ein bereinigtes EBITDA in Höhe von 12,79 Mio. € erzielt. Im Vergleich zum Vorjahr (VJ: 16,43 Mio. €) sank damit das bereinigte operative Ergebnis um 28,5%.

Damit wurde auch die herausgegebene Ergebnisguidance (operatives EBITDA zwischen 10,0 Mio. € bis 12,0 Mio. €) des Unternehmens leicht unterschritten. Unsere Ergebnisschätzung (EBITDA von 10,04 Mio. €) wurde ebenso nicht erreicht.

Die Abschreibungen beliefen sich im vergangenen Geschäftsjahr 2022 auf insgesamt 17,19 Mio. € und sind damit im Vergleich zum Vorjahr deutlich angestiegen (VJ: 3,21 Mio.€). Der starke Anstieg der Abschreibungen resultiert primär auf den eingetretenen außerplanmäßigen Abschreibungen auf immaterielle Vermögensgegenstände im Zusammenhang mit dem alten Setup des Projektes Smartbroker 2.0 in Höhe von insgesamt 12,59 Mio. € (VJ: 0,00 Mio. €).

Entwicklung des EBITDA und des bereinigten EBITDA (in Mio. €)



Quelle: Smartbroker Holding AG; GBC AG

Unter der Berücksichtigung der Abschreibungs-, Finanzierungs- und Steuereffekte ergab sich damit für das abgelaufene Geschäftsjahr ein Konzernergebnis in Höhe von -10,07 Mio. €, welches bedingt durch die hohen außerplanmäßigen Abschreibungen deutlich unterhalb des Vorjahresniveaus lag (VJ: -0,54 Mio. €). Korrigiert um diese Sonderabschreibungen wurde ein bereinigtes Nettoergebnis in Höhe von rund 2,50 Mio. € erzielt, welches damit das Vorjahresergebnis deutlich übertraf.

Insgesamt konnte die Smartbroker-Gruppe im vergangenen Geschäftsjahr trotz herausfordernder Rahmenbedingungen aufgrund der anhaltenden hohen Profitabilität im Mediengeschäft eine solide operative Performance erzielen. Die starken Erträge des Mediensegments ermöglichten die gezielten Investments in den Ausbau und die Weiterentwicklung des Transaktionsgeschäftsfelds (Smartbroker 2.0).

Bilanzielle und finanzielle Situation

Ausgewählte Bilanzkennzahlen in Mio. €	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022
Eigenkapital (EK-Quote in %)	30,23 (71,7%)	49,46 (65,6%)	49,43 (66,9%)
Immaterielle Vermögensgegenstände	20,47	37,47	33,64
davon Geschäfts- oder Firmenwert	11,43	22,59	20,81
Forderungen (inkl. sonstiger Vermögenswerte)	7,94	8,84	8,89
Bankdarlehen	7,50	5,70	14,87
Kassenbestand und Bankguthaben	14,07	25,53	27,37
Bilanzsumme	51,15	75,38	73,93

Quelle: Smartbroker Holding AG

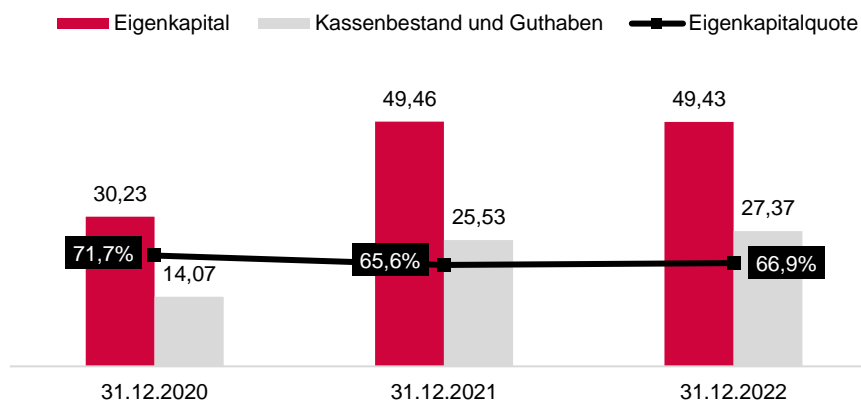
Die Aktivseite des Smartbroker-Konzerns ist aufgrund ihres digitalen Geschäftsmodells zum Ende des abgelaufenen Geschäftsjahres insbesondere geprägt durch einen hohen Anteil an immateriellen Vermögenswerten (Anteil an Bilanzsumme: 45,5%), wobei diese hauptsächlich aus konsolidierten Geschäfts- und Firmenwerten (20,81 Mio. €) resultieren.

Bedingt durch v.a. außerplanmäßige Abschreibungen infolge einer Produktänderung und Neuausrichtung beim Smartbroker (12,59 Mio. €) und planmäßigen Geschäfts- und Firmenwertabschreibungen, sind die immateriellen Vermögensgegenstände zum Bilanzstichtag 31.12.2022 im Vergleich zum Vorjahr moderat um 7,9% auf 20,81 Mio. € (VJ: 22,59 Mio. €) gesunken.

Daneben stellen die Bilanzpositionen Kassenbestand und Bankguthaben sowie Forderungen (inkl. sonstige Vermögensgegenstände) wichtige Bestandteile der Aktivseite der Bilanz dar. Letztere Bilanzposition hat zum Ende des vergangenen Geschäftsjahres ein Volumen von 8,89 Mio. € erreicht und lag damit nahezu auf Vorjahresniveau (VJ: 8,84 Mio. €).

Bedingt durch die im abgelaufenen Geschäftsjahr erfolgreich durchgeführten Barkapitalerhöhung (Bruttoerlös von 10,00 Mio. €) und des zugenommenen Fremdkapitals, haben der Kassenbestand und die Bankguthaben zum Ende des vergangenen Geschäftsjahres trotz erhöhter Investitionen in den Auf- und Ausbau des Transaktionsgeschäftsbereichs auf 27,37 Mio. € (31.12.2021: 25,53 Mio. €) zugelegt. Damit standen die liquiden Mittel zum Bilanzstichtag 31.12.2022 für rund 37,0% der Bilanzsumme.

Entwicklung des Eigenkapitals und der Liquidität (in Mio. €)



Quelle: Smartbroker Holding AG; GBC AG

Die Passivseite der Konzernbilanz der Smartbroker Holding AG wird insbesondere durch einen hohen Eigenkapitalanteil dominiert, welcher zum 31.12.2022 auf einem überdurchschnittlichen Niveau von 66,9% lag. Damit besitzt das Unternehmen eine hohe und zugleich solide Eigenkapitalausstattung. Die Bankverbindlichkeiten haben zum Ende des

vergangenen Geschäftsjahres signifikant auf 14,87 Mio. € (31.12.2021: 5,70 Mio. €) zugelegt.

Insgesamt verfügt damit der Smartbroker-Konzern über eine solide und gesunde Bilanzstruktur. In Anbetracht des hochprofitablen und relativ robusten Mediengeschäfts und dem hohen Liquiditätsbestand, befindet sich die Gesellschaft in einer komfortablen finanziellen Situation.

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> • Sehr skalierbares digitales Geschäftsmodell mit hohen Synergien zwischen den Kerngeschäftsfeldern • Starke Marktposition im Finanzportalgeschäft in Deutschland • Sehr treue und aktive Finanz-Community mit zuletzt 3,0 Mio. monatlichen Nutzern • Neue innovative Werbeprodukte können schnell und zuverlässig etabliert werden • Etablierung des Smartbrokers als einer der führenden Neobroker in Deutschland • Sehr erfahrenes Management nutzt aktuelle Marktlagen und erkennt frühzeitig Markttrends im Werbe- und Brokerage-Geschäft 	<ul style="list-style-type: none"> • Derzeit noch keine Trading App im Transaction-Business • Mediengeschäft mit beschränktem regionalem Fokus auf die deutschsprachige Community • Hohe Abhängigkeit vom Börsenumfeld und Börsenentwicklungen sowie von Produktplatzierungen • Bisher noch hohe Abhängigkeit vom Media-Business (Umsatzanteil zuletzt bei >60,0%)
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> • Hohe Wachstumschancen im dynamischen Fintech-Markt mit der Marke Smartbroker • Signifikantes Marktwachstum in der Online- und Displaywerbung, auch im Bereich der digitalen Finanzwerbung • Sehr gute Marktwahrnehmung in den USA und Kanada eröffnet zusätzliches Wachstumspotenzial • Parallel zum Real Time Bidding (RTB) sorgen umfangreiche Direct Deals mit namhaften Agenturen für recht stabile Umsatzerlöse im Mediengeschäft • Erhebliche Synergiepotenziale (z.B. durch Cross-Selling) zwischen dem sich ergänzenden bzw. synergetischen Portal- und Brokerage-Geschäft 	<ul style="list-style-type: none"> • Mögliche verstärkte Regulierung könnte das Bewerben von Finanzprodukten und den Ausbau des Brokerage-Business weiter erschweren. • Schnelllebiges Internetgeschäft könnte durch neue Technologien/Ansätze das Geschäftsmodell der Smartbroker-Gruppe beschränken oder überflüssig machen • Zyklisches oder verhaltenes Börsengeschäft könnte zu schwächeren operativen Phasen führen im Portalgeschäft und Brokerage-Business • Ein nachhaltig negatives Börsenumfeld könnte eine Abschwächung des Kundeninteresses an Brokerage-Produkten und eine Reduzierung der Handelsaktivitäten bewirken

Prognose und Modellannahmen

GuV (in Mio. €)	GJ 2022	GJ 2023e	GJ 2024e	GJ 2025e
Umsatzerlöse	52,79	52,70	66,75	76,30
EBITDA	8,77	1,04	13,97	20,68
EBIT	-8,41	-5,48	5,76	13,05
Nettoergebnis	-10,07	-4,10	3,70	8,72

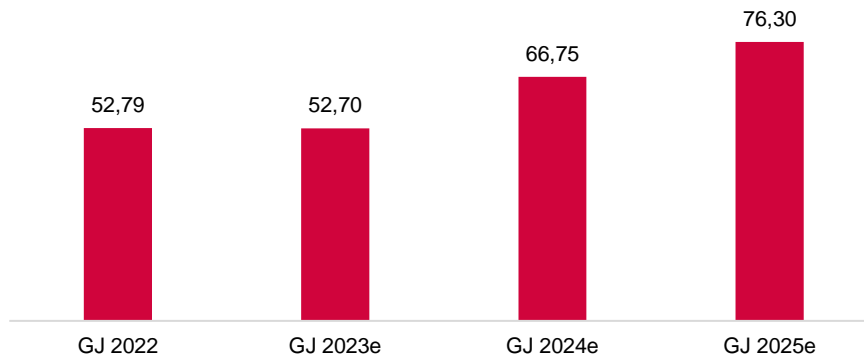
Quelle: Smartbroker Holding AG; Prognosen GBC AG

Umsatz- und Ergebnisprognosen

Der Smartbroker-Konzern verfolgt mit seinem digitalen Geschäftsmodell, welches das digitale Finanzwerbebusiness mit dem Online-Brokerage-Business verbindet, eine wachstumsorientierte Unternehmensstrategie. Durch die strategische Ausrichtung in diesen Zielmärkten sollen die vorhandenen Wachstumspotenziale im digitalen Werbebusiness und im digitalen Finanzdienstleistungssektor konsequent genutzt werden.

Für das aktuelle Geschäftsjahr 2023 rechnet das Smartbroker-Management trotz herausfordernder Rahmenbedingungen und umfangreicher Aufwände bis zum Abschluss des Großprojektes-Smartbroker 2.0 mit einer positiven operativen Entwicklung. Entsprechend erwartet das Unternehmen einen Konzernumsatz zwischen 51,0 Mio. € bis 56,0 Mio. € und ein um Neukundengewinnungskosten bereinigtes EBITDA (operatives Ergebnis) zwischen 1,0 Mio. € bis 4,0 Mio. €.

Erwartete Umsatzentwicklung (in Mio. €)



Quelle: Smartbroker Holding AG; Schätzungen GBC AG

An dieser Stelle ist hervorzuheben, dass die Markteinführung des Smartbrokers 2.0 auch im Jahr 2023 zu erheblichen Anlaufkosten führen wird, die aufgrund der Kundenmigration im zweiten Halbjahr noch nicht mit entsprechenden höheren Umsätzen aus dem operativen Geschäft gedeckt werden und sich damit ergebnisbelastend auswirken wird. Dieses Projekt stellt jedoch eine bedeutende Investition in den weiteren Ausbau der Marktposition des Brokeragegeschäfts (Smartbroker-Business) dar und stärkt zudem auch die Wettbewerbsposition der Smartbroker-Gruppe.

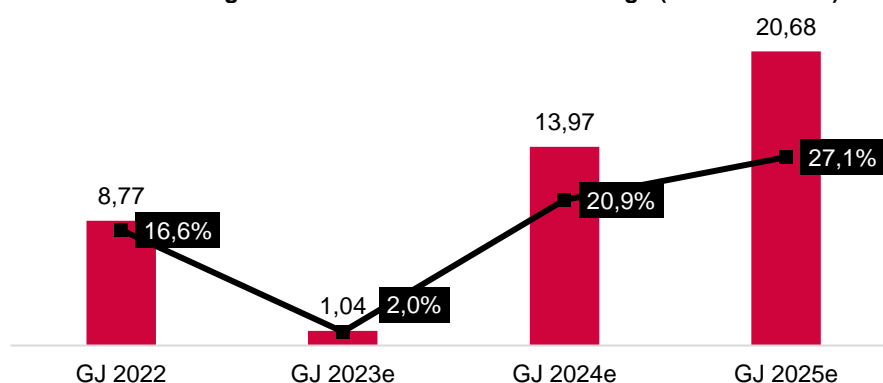
Laut Unternehmensangaben steht der Relaunch des Smartbrokers der nächsten Generation kurz bevor. Nach der planmäßigen Reduktion der Marketingausgaben im laufenden Jahr (geplante Marketingausgaben von 2,0 Mio. €), beabsichtigt die Gesellschaft nach der erfolgreichen Markteinführung des Smartbroker 2.0 das Neukundenmarketing im Anschluss hieran wieder deutlich hochzufahren. Die Migration der bestehenden Smartbroker-Kunden auf die neue IT-Infrastruktur soll kurz nach dem geplanten Produktstart im Sommer 2023 starten. Die strategische Neuausrichtung des Transaktionsgeschäfts rund um den durchgeführten Wechsel der Transaktionsabwicklung und Depotführung auf die Baader Bank soll dazu beitragen, dass die Marke Smartbroker ab 2024 zum profitablen Hauptwachstumstreiber der Gruppe wird.

Im Rahmen der Veröffentlichung unserer Researchstudie zu den vorläufigen Jahresergebnissen des Smartbroker-Geschäftsjahres 2022 (siehe Studie vom 27.03.2023), hatten wir unsere Umsatz- und Ergebnisprognosen für das aktuelle Geschäftsjahr und auch für die Folgejahre aufgrund der eingetretenen Verschiebung der Smartbroker 2.0-Einführung und der Neuausrichtung des Brokeragegeschäfts nach unten angepasst.

In Anbetracht der Beibehaltung des positiven Unternehmensausblicks, bestätigen wir hiermit ebenfalls unsere bisherigen Umsatz- und Ergebnisprognosen für das laufende Geschäftsjahr und auch für die Folgejahre.

Für die laufende Geschäftsperiode rechnen wir dabei mit Umsatzerlösen in Höhe von 52,70 Mio. € und einem EBITDA von 1,04 Mio. €. Für die Folgejahre 2024 und 2025 gehen wir unverändert von Umsatzerlösen (EBITDA) in Höhe von 66,75 Mio. € (13,97 Mio. €) bzw. 76,30 Mio. € (20,68 Mio. €) aus. Parallel hierzu sollte die EBITDA-Marge von zuletzt 16,6% in 2022 schrittweise dynamisch auf 27,1% in 2025 zulegen.

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



Quelle: Smartbroker Holding AG; Schätzungen GBC AG

Insgesamt sehen wir den Smartbroker-Konzern weiterhin in einer guten Ausgangsposition, durch die kurz bevorstehende Einführung des vielversprechenden Launch des Smartbroker 2.0 ab dem Geschäftsjahr 2024 wieder in den dynamischen Wachstumsmodus zurückzukehren. Durch die erwarteten Skaleneffekte aus dem prognostizierten starken Ausbau des digitalen Brokeragegeschäfts, sollte es gelingen überproportionale Ergebniszuwächse zu erzielen und damit die Konzernprofitabilität dynamisch zu steigern. Die verstärkte Kombination der beiden sich ergänzenden Geschäftsfelder (Media & Transaktion) sollte durch die hieraus erwarteten positiven Synergieeffekte auch die künftige Umsatz- und Ergebnisentwicklung deutlich voranbringen können.

Im Rahmen unseres DCF-Bewertungsmodells haben wir aufgrund unserer zuvor mit unserem Researchbericht (zu den vorläufigen Geschäftszahlen 2022) angepassten Prognosen ein Kursziel in Höhe von 17,70 € je Aktie ermittelt. Bedingt durch den eingetretenen Roll-Over-Effekt (Kursziel bezogen auf das GJ 2024 statt bisher 2023), haben wir unser bisheriges Kursziel leicht auf 17,90 € je Aktie erhöht. Kurszielmindernd wirkten sich hingegen erhöhte Kapitalkosten (Anstieg risikofreier Zins auf 2,00% statt zuvor 1,50%) im Vergleich zur bisherigen Studie (Stand: 27.03.2023) aus. Unsere bisherigen Umsatz- und Ergebnisschätzungen haben wir unverändert belassen. In Anbetracht des aktuellen Kursniveaus vergeben wir damit weiterhin das Rating „Kaufen“ und sehen ein signifikantes Kurspotenzial in der Smartbroker-Aktie.

BEWERTUNG

Modellannahmen

Die Smartbroker Holding AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2023, 2024 und 2025 in Phase 1, erfolgt von 2026 bis 2030 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 10,0% (zuvor: 10,0%) und eine EBITDA-Marge von 29,1% bis 34,60% (zuvor: 29,1% bis 34,60%). Die Steuerquote haben wir mit 30,0% in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 2,0%.

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der Smartbroker Holding AG werden aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten kalkuliert. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten sind die faire Marktprämie, das gesellschaftsspezifische Beta sowie der risikolose Zinssatz zu ermitteln.

Der risikolose Zinssatz wird gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze nach der Svensson-Methode. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen werden die Durchschnittsrenditen der vorangegangenen drei Monate verwendet. Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 2,00% (bisher: 1,50%).

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,50 % an. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt. Die Marktprämie gibt wieder, um wie viel Prozent der Aktienmarkt erwartungsgemäß besser rentiert, als die risikoarmen Staatsanleihen.

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,34 (zuvor: 1,34).

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 9,35% (zuvor: 8,85%) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100,0% unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 9,35% (zuvor: 8,85%).

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 9,35% (zuvor: 8,85%) errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2024 entspricht als Kursziel 17,90 € (bisher: 17,70 €). Unsere Kurszielerhöhung resultiert hierbei aus dem eingetretenen Roll-Over-Effekt. Entgegengesetzt wirkten hingegen sich erhöhte Kapitalkosten, welche aufgrund eines angestiegenen risikofreien Zinssatzes (Anstieg auf 2,00%, statt zuvor 1,50%) zugenommen haben. Die zuvor mit unserem Researchbericht (Stand: 27.03.2023) bereits angepassten Umsatz- und Ergebnisprognosen haben wir unverändert belassen.

DCF-Modell

Smartbroker Holding AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	10,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	29,1% - 34,6%	ewige EBITA - Marge	26,1%
AFA zu operativen Anlagevermögen	23,2%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	4,2%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate			consistency					final End- wert
	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	GJ 30e	
Umsatz	52,70	66,75	76,30	83,93	92,32	101,55	111,70	122,88	
US Veränderung	-0,2%	26,7%	14,3%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	1,46	2,08	2,69	3,28	3,94	4,73	5,70	6,83	
EBITDA	1,04	13,97	20,68	24,43	28,25	32,60	37,54	42,52	
EBITDA-Marge	2,0%	20,9%	27,1%	29,1%	30,6%	32,1%	33,6%	34,6%	
EBITA	-5,48	5,76	13,05	17,84	22,31	27,17	32,55	37,97	
EBITA-Marge	-10,4%	8,6%	17,1%	21,3%	24,2%	26,8%	29,1%	30,9%	26,1%
Steuern auf EBITA	1,64	-1,73	-3,91	-5,35	-6,69	-8,15	-9,77	-11,39	
zu EBITA	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	-3,84	4,03	9,13	12,49	15,62	19,02	22,79	26,58	
Kapitalrendite	-9,1%	10,4%	25,9%	39,3%	53,6%	69,7%	88,5%	109,4%	98,7%
Working Capital (WC)	2,74	3,14	3,36	3,52	3,88	4,27	4,69	5,16	
WC zu Umsatz	5,2%	4,7%	4,4%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	
Investitionen in WC	2,99	-0,40	-0,22	-0,17	-0,35	-0,39	-0,43	-0,47	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	36,21	32,08	28,39	25,62	23,41	21,49	19,61	18,00	
AFA auf OAV	-6,52	-8,21	-7,63	-6,59	-5,94	-5,43	-4,99	-4,55	
AFA zu OAV	18,0%	25,6%	26,9%	23,2%	23,2%	23,2%	23,2%	23,2%	
Investitionen in OAV	-6,34	-4,08	-3,94	-3,82	-3,73	-3,51	-3,11	-2,94	
Investiertes Kapital	38,95	35,22	31,75	29,15	27,29	25,75	24,30	23,16	
EBITDA	1,04	13,97	20,68	24,43	28,25	32,60	37,54	42,52	
Steuern auf EBITA	1,64	-1,73	-3,91	-5,35	-6,69	-8,15	-9,77	-11,39	
Investitionen gesamt	-3,35	-4,48	-4,16	-3,99	-4,08	-3,90	-3,54	-3,41	
Investitionen in OAV	-6,34	-4,08	-3,94	-3,82	-3,73	-3,51	-3,11	-2,94	
Investitionen in WC	2,99	-0,40	-0,22	-0,17	-0,35	-0,39	-0,43	-0,47	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-0,67	7,76	12,61	15,09	17,48	20,55	24,24	27,72	304,79

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	246,63	261,92
Barwert expliziter FCFs	83,57	83,61
Barwert des Continuing Value	163,07	178,31
Nettoschulden (Net debt)	-11,54	-18,82
Wert des Eigenkapitals	258,17	280,74
Fremde Gewinnanteile	-0,04	-0,04
Wert des Aktienkapitals	258,13	280,70
Ausstehende Aktien in Mio.	15,68	15,68
Fairer Wert der Aktie in EUR	16,46	17,90

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	2,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,34
Eigenkapitalkosten	9,3%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	3,0%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	25,0%
WACC	9,3%

Kapitalrendite	WACC				
	8,7%	9,0%	9,3%	9,6%	9,9%
98,2%	19,26	18,52	17,84	17,22	16,65
98,4%	19,29	18,55	17,87	17,25	16,68
98,7%	19,33	18,58	17,90	17,28	16,70
98,9%	19,36	18,61	17,93	17,30	16,73
99,2%	19,39	18,64	17,96	17,33	16,76

ANHANG

I.

Research unter MiFID II

1. Es besteht ein Vertrag zwischen dem Researchunternehmen GBC AG und der Emittentin hinsichtlich der unabhängigen Erstellung und Veröffentlichung dieses Research Reports über die Emittentin. Die GBC AG wird hierfür durch die Emittentin vergütet.
2. Der Research Report wird allen daran interessierten Wertpapierdienstleistungsunternehmen zeitgleich bereitgestellt.

II.

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen aus dieser Studie stammen aus Quellen, welche GBC für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt verwandt, sicherzustellen, dass die verwendeten Fakten und dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind. Trotz allem kann keine Gewähr oder Haftung für deren Richtigkeit übernommen werden – und zwar weder ausdrücklich noch stillschweigend. Darüber hinaus können alle Informationen unvollständig oder zusammengefasst sein. Weder GBC noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieses Dokuments oder seines Inhalts oder auf andere Weise in diesem Zusammenhang entstehen.

Weiter weisen wir darauf hin, dass dieses Dokument weder eine Einladung zur Zeichnung noch zum Kauf irgendeines Wertpapiers darstellt und nicht in diesem Sinne auszulegen ist. Auch darf es oder ein Teil davon nicht als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in diesem Zusammenhang als verlässliche Quelle herangezogen werden. Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem voraussichtlichen Verkaufsangebot für Wertpapiere des oder der in dieser Publikation besprochenen Unternehmen sollte ausschließlich auf der Grundlage von Informationen in Prospekten oder Angebotsschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

GBC übernimmt keine Garantie dafür, dass die angedeutete Rendite oder die genannten Kursziele erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieses Dokument beruht, können einen materiellen Einfluss auf die angestrebten Renditen haben. Das Einkommen aus Investitionen unterliegt Schwankungen. Anlageentscheidungen bedürfen stets der Beratung durch einen Anlageberater. Somit kann das vorliegende Dokument keine Beratungsfunktion übernehmen.

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

Diese Publikation darf, sofern sie im UK vertrieben wird, nur solchen Personen zugänglich gemacht werden, die im Sinne des Financial Services Act 1986 als ermächtigt oder befreit gelten, oder Personen gemäß Definition § 9 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Erlass 1988 (in geänderter Fassung), und darf an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder anderen Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis, diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen.

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

<http://www.gbc-ag.de/de/Disclaimer>

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung>

§ 2 (I) Aktualisierung:

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse(n) zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. GBC AG behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings sind mit folgenden Erwartungen verbunden:

KAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\geq + 10 \%$.
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt dabei $> - 10 \%$ und $< + 10 \%$.
VERKAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\leq - 10 \%$.

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen Wertes je Aktie, welcher auf Grundlage allgemein anerkannter und weit verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse, wie etwa dem DCF-Verfahren, dem Peer-Group-Vergleich und/ oder dem Sum-of-the-Parts Verfahren, ermittelt wird, festgestellt. Dies erfolgt unter Einbezug fundamentaler Faktoren wie z.B. Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufe, etc.

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

Die historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung>

§ 2 (IV) Informationsbasis:

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) wurden öffentlich zugängliche Informationen über den/die Emittenten, (soweit vorhanden, die drei zuletzt veröffentlichten Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekt, Unternehmenspräsentationen etc.) verwendet, die GBC als zuverlässig einschätzt. Des Weiteren wurden zur Erstellung der vorliegenden Analyse(n) Gespräche mit dem Management des/der betreffenden Unternehmen geführt, um sich die Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR:

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des § 85 WpHG und Art. 20 MAR nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5a,5b,11)

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

- (1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem analysierten Unternehmen oder analysierten Finanzinstrument oder Finanzprodukt.
- (2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3% der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- (5) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen oder Emittenten des analysierten Finanzinstruments getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Finanzanalyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Unternehmens bzw. Emittenten
- (6) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen oder Finanzinstrument getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Dritten und/oder Unternehmen und/oder Emittenten des Finanzinstruments der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Dritten und/oder Emittent
- (7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und oder eine sonstige an der Studiererstellung beteiligte Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.

(10) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen mit dem analysierten Unternehmen geschlossen.

(11) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen, wie z.B. die Gewinnung und/oder Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen bzw. die Gewinnung und/oder Erbringung von Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen (z.B. Präsentation auf Konferenzen, Roundtables, Roadshows etc.)

(12) Das analysierte Unternehmen befindet sich zum Zeitpunkt der Finanzanalyse in einem, von der GBC AG oder mit ihr verbundenen juristischen Person, betreuten oder beratenen Finanzinstrument oder Finanzprodukt (wie z.B. Zertifikat, Fonds etc.)

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese, sofern vorhanden, offenzulegen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, Karin Jägg, Email: jaegg@gbc-ag.de

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

Die GBC AG wird derzeit vertreten durch Ihre Vorstände Manuel Hölzle (Vorsitz) und Jörg Grunwald.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Marcel Goldmann, M.Sc., Finanzanalyst

Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), stellvertr. Chefanalyst

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

Jörg Grunwald, Vorstand

§ 3 Urheberrechte

Dieses Dokument ist urheberrechtlich geschützt. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt und darf nicht reproduziert oder an irgendeine andere Person verteilt werden. Eine Verwendung dieses Dokuments außerhalb den Grenzen des Urhebergesetzes erfordert grundsätzlich die Zustimmung der GBC bzw. des entsprechenden Unternehmens, sofern es zu einer Übertragung von Nutzungs- und Veröffentlichungsrechten gekommen ist.

GBC AG

Halderstraße 27

D 86150 Augsburg

Tel.: 0821/24 11 33-0

Fax.: 0821/24 11 33-30

Internet: <http://www.gbc-ag.de>

E-Mail: compliance@gbc-ag.de



GBC AG®
- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

GBC AG
Halderstraße 27
86150 Augsburg
Internet: <http://www.gbc-ag.de>
Fax: ++49 (0)821/241133-30
Tel.: ++49 (0)821/241133-0
Email: office@gbc-ag.de