

27. September 2017
Research Studie

SMC Research
Small and Mid Cap Research



wallstreet:online AG

Die große Community bietet hohes
Wachstumspotenzial

Urteil: **Buy** (Ersteinschätzung) | Kurs: **22,00 Euro** | Kursziel: **30,70 Euro**

Analyst: Dipl.-Kfm Holger Steffen
sc-consult GmbH, Alter Steinweg 46, 48143 Münster

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer auf der letzten Seite!

Telefon: +49 (0) 251-13476-94
Telefax: +49 (0) 251-13476-92
E-Mail: kontakt@sc-consult.com
Internet: www.sc-consult.com

Inhaltsverzeichnis

Snapshot	3
Executive Summary	4
SWOT-Analyse	5
Profil.....	6
Marktumfeld	8
Strategie	11
Zahlen.....	13
Equity-Story	15
DCF-Bewertung	17
Fazit.....	20
Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose.....	21
Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen	22
Impressum & Disclaimer.....	23

Snapshot



Stammdaten

Sitz:	Berlin
Branche:	Finanzportal
Mitarbeiter:	23
Rechnungslegung:	HGB
ISIN:	DE000A2GS609
Kurs:	22,00 Euro
Marktsegment:	Freiverkehr
Aktienzahl:	1,02 Mio. Stück
Market Cap:	22,5 Mio. Euro
Enterprise Value:	20,8 Mio. Euro
Free-Float:	33 %
Kurs Hoch/Tief (12 M):	23,80 / 3,895* Euro
Ø Umsatz (12 M Xetra):	16,3 Tsd. Euro

Kurzportrait

wallstreet:online betreibt die führende Finanzcommunity im deutschsprachigen Raum und zählt damit auch zu den größten deutschen Finanzportalen. Im ersten Halbjahr 2017 verzeichnete das Portal pro Monat im Durchschnitt ca. 24 Mio. Page Impressions. Den Kern des Angebots stellen die Meinungsäußerungen der großen Community dar, in der rund zwanzigjährigen Firmenhistorie wurden mehr als 40 Mio. Beiträge veröffentlicht. Einnahmen erzielen die Berliner bislang überwiegend mit Werbung, der Großteil der Umsätze wurde zuletzt über den Key-Account-Vertrieb und Investor-Relations-Angebote für Small Caps generiert. Die Erlösdynamik hat zuletzt deutlich zugenommen, im ersten Halbjahr 2017 konnte der Umsatz um 60 Prozent auf 2,0 Mio. Euro gesteigert werden, das EBITDA wurde währenddessen auf 0,65 Mio. Euro verzehnfacht. Das Management plant, die Erlösstruktur durch einen Einstieg in transaktionsbasierte Geschäftsmodelle und das Social-Trading zu diversifizieren, ein zusätzlicher Schub soll aus Akquisitionen resultieren. Der Plan zur Übernahme des Konkurrenten boersennews wurde kürzlich bekannt gegeben.

GJ-Ende: 31.12.	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Umsatz (Mio. Euro)	2,30	2,52	2,83	4,60	6,49	8,07
EBIT (Mio. Euro)	-0,07	0,08	0,18	1,63	1,84	1,75
Jahresüberschuss	-0,07	0,08	0,18	1,64	1,85	1,51
EpS	-0,06*	0,08*	0,18*	1,60	1,81	1,48
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Umsatzwachstum	2,2%	9,5%	12,3%	62,5%	41,1%	24,3%
Gewinnwachstum	-	-	135,6%	800,2%	12,6%	-18,3%
KUV	9,76	8,92	7,94	4,89	3,46	2,79
KGV	-	290,8	123,4	13,7	12,2	14,9
KCF	-	-	73,3	11,8	8,6	7,6
EV / EBIT	-	270,0	114,0	12,7	11,3	11,9
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

*umgerechnet auf Reverse Split (2,5 zu 1)

Executive Summary

- **Führende Finanz-Community:** wallstreet:online ist die führende Finanzcommunity im deutschsprachigen Raum. Die Nutzer der Plattform veröffentlichen täglich bis zu 10.000 Beiträge mit einem thematischen Schwerpunkt auf dem Aktienmarkt, in der knapp zwanzigjährigen Firmenhistorie summiert sich die Zahl der Einträge auf mehr als 40 Mio. Im ersten Halbjahr 2017 verzeichnete das Portal pro Monat im Durchschnitt ca. 820 Tsd. Unique User und 24 Mio. Page Impressions. Die wichtigste Erlössäule der Gesellschaft ist bislang das Werbegeschäft, im letzten Geschäftsjahr wurden 28,6 Prozent der Einnahmen über den Key-Account-Vertrieb attraktiver Werbeformate und -flächen generiert, dahinter haben sich Investor-Relations-Angebote für Small Caps mit 22,4 Prozent als zweite wichtige Säule etabliert.
- **Intensiver Wettbewerb und Konsolidierungsdruck:** Im Bereich der Finanzportale in Deutschland ist die Springer-Tochter finanzen.net mit deutlichem Abstand Marktführer, um den zweiten Platz kämpfen finanzen100, Onvista und wallstreet:online. Trotz eines starken Wachstums mobiler Angebote hat sich die Zahl der Unique User für Finanzportale zuletzt nicht wesentlich erhöht, was für ein kompetitives Umfeld und Konsolidierungsdruck sorgt, der auch bereits zu größeren Übernahmen geführt hat. Der Boom der FinTech-Industrie schafft für die Branche allerdings interessante neue Optionen.
- **Übernahmen und neue Geschäftsbereiche als strategische Stoßrichtung:** wallstreet:online möchte selbst zu einer treibenden Kraft der Branchenkonsolidierung werden und hat zuletzt in einem ersten Schritt den Plan bekannt gegeben, den Wettbewerber boersennews zu übernehmen. Dadurch könnte nicht nur die aktuelle Marktposition, vor allem im mobilen Geschäft, deutlich gestärkt, sondern auch der anvisierte Einstieg in das Social-Trading erleichtert werden. Der Konkurrent arbeitet bereits an einer neuartigen Plattform für diesen Bereich. Ein weiteres Expansionsziel der Berliner ist der Ausbau des transaktionsbasierten Geschäfts, bei dem wallstreet:online nicht nur für die Vermittlung von Kunden für Finanzprodukte bezahlt wird, sondern auch an Geschäftsabschlüssen der Neukunden anteilig partizipiert. Generell will das Management die Abhängigkeit vom zyklischen Werbegeschäft mindern und eine stetig wachsende Erlösbasis aufbauen.
- **Dynamischer Aufschwung:** Dank neuer Produkte und einer Intensivierung des Vertriebs hat die Dynamik der Geschäftsentwicklung von wallstreet:online zuletzt stark zugenommen, im ersten Halbjahr 2017 konnten die Erlöse um 60 Prozent auf 2,0 Mio. Euro gesteigert werden, das EBITDA wurde währenddessen um den Faktor zwölf auf 649 Tsd. Euro vervielfacht. Die Prognose für das Gesamtjahr wurde bereits zwei Mal angehoben und sieht nun einen Umsatz 4,51 Mio. Euro (+59 Prozent) und ein EBITDA von 1,78 Mio. Euro (+330 Prozent) vor.
- **Hohes Wachstumspotenzial:** Wir sehen hohes Wachstumspotenzial in neuen Geschäftsbereichen wie dem Social-Trading und gehen auch davon aus, dass wallstreet:online den Expansionsprozess mit Übernahmen zusätzlich stimulieren kann. Obwohl wir diese Chancen nur sehr vorsichtig in unser Bewertungsmodell einkalkuliert haben, resultiert daraus ein fairer Wert von 30,70 Euro je Aktie. Wir stufen das Unternehmen als deutlich unterbewertet ein und vergeben das Rating „Buy“.

SWOT-Analyse

Stärken

- wallstreet:online zählt seit langem zu den führenden Finanzportalen in Deutschland mit einer großen und sehr aktiven Userbasis.
- Die Community sorgt für einen kontinuierlichen Newsflow, das Unternehmen verfügt so ohne Erstellungskosten über umfangreichen Unique Content.
- Schlanke Strukturen sorgen für hohes Skalierungspotenzial.
- Aktuell arbeitet die Gesellschaft hochprofitabel und kann damit zusätzliche Investitionen in die Diversifizierung des Geschäfts finanzieren.
- Unternehmerisch orientierter Großaktionär, der jahrelang Vorstand war und nun AR-Vorsitzender ist.
- Mit einer Eigenkapitalquote von 79 Prozent ist wallstreet:online sehr solide finanziert.

Chancen

- Prognose im laufenden Jahr bereits zweifach angehoben, aktuell sehr hohe Dynamik der Umsatz- und Gewinnentwicklung.
- Ausbau des Leistungsspektrums soll mittelfristig zu stetig wachsenden und kontinuierlichen Einnahmen führen.
- Ausschöpfung des Potenzials der großen Community wird jetzt angegangen.
- FinTech-Boom eröffnet zahlreiche Optionen in Form neuer Vermarktungsmöglichkeiten und Kooperationen.
- Akquisitionen könnten Wachstum und Rentabilität zusätzlich stimulieren, aktuell wurde die Übernahme von boersennews angestoßen.

Schwächen

- Die Community stammt im Wesentlichen aus dem deutschsprachigen Raum, die geographische Diversifikation des Geschäfts ist gering.
- Das volatile Werbegeschäft ist noch die dominante Erlössäule.
- Das Kerngeschäft ist stark von der sehr zyklischen Entwicklung des Kapitalmarktes und der Werbebudgets abhängig.
- Die Position im mobilen Markt steht noch deutlich hinter der im klassischen Onlinegeschäft zurück.

Risiken

- Trend zur Branchenkonsolidierung setzt Anbieter unter Zugzwang.
- Verlagerung der Nutzungsgewohnheiten in Richtung mobiler Angebote könnte die Marktanteile verschieben.
- Der technologische Innovationsdruck hat zugenommen und treibt die Entwicklungskosten und die Komplexität des Geschäfts.
- Zyklischer Abschwung an der Börse würde die Werbeeinnahmen vermutlich deutlich schmälern.

Profil

Führende Finanz-Community

Seit der Gründung im Jahr 1998 (noch unter dem Namen der GIS Wirtschaftsdaten GmbH) ist die in Berlin ansässige wallstreet:online AG auf den Betrieb und die Vermarktung des gleichnamigen Finanzportals fokussiert. Das Alleinstellungsmerkmal des Angebots ist eine große und sehr aktive Community, die täglich bis zu 10.000 Beiträge mit einem Schwerpunkt auf dem Aktienmarkt erstellt. Darüber hinaus veröffentlicht die Gesellschaft auch zahlreiche Expertenmeinungen auf dem Portal. Im ersten Halbjahr 2017 lag die durchschnittliche Zahl der Visits und Page Impressions pro Monat bei 4,1 Mio. bzw. 24 Mio., etwa 820 Tsd. Unique User haben das Finanzportal monatlich genutzt.



Quelle: Unternehmen

Großaktionär mit 67 Prozent Anteil

Die Aktie der wallstreet:online AG ist seit Februar 2006 börsennotiert, zwischenzeitlich war der Axel Springer Verlag der Mehrheitsaktionär. Unternehmensgründer André Kolbinger hat das Aktienpaket, das sich auf 75 Prozent der Anteile belief, im Mai 2010 zurückgekauft. Bis August dieses Jahres war Herr Kolbinger, dessen Anteil sich aktuell auf 67 Prozent beläuft, darüber hinaus Mitglied im dreiköpfigen Vorstand des Unternehmens, ist aber nach der diesjährigen Hauptversammlung an die Spitze des Aufsichtsrats gewechselt. Aufgrund seiner Verbundenheit mit dem Unternehmen und des hohen Besitzanteils dürfte er aber auch in der neuen Position für die Gesellschaft prägend bleiben. Der Vor-

stand wurde im Zuge dessen auf zwei Personen reduziert. Sven Boschert und Stefan Zmojda gehören dem Gremium bereits seit Januar 2015 resp. Januar 2016 an und verfügen jeweils über eine mehr als 15-jährige Erfahrung im Online- und Finanzplattformgeschäft. Herr Boschert hat bereits seit dem Jahr 2000 für wallstreet:online in verschiedenen Positionen gearbeitet, Herr Zmojda war vor der ersten Anstellung bei den Berlinern (in 2012) längere Zeit bei Finanztreff beschäftigt. Inklusiv des Vorstands beschäftigt das Unternehmen im Durchschnitt des ersten Halbjahres 23 Mitarbeiter.

Fokus auf Börsen-Content

Das Portal wallstreet:online bietet ein breit gefächertes Angebot rund um den Kapitalmarkt und Finanzprodukte. Zum Standardrepertoire gehören Kursdaten nationaler und internationaler Märkte, Chartsignale, Insiderdaten sowie umfangreiche Finanz- und Analysetools. Die Nutzer haben beispielsweise die Möglichkeit, eigene Portfolios oder Watchlists zusammenzustellen. Das Herzstück des Angebots ist aber der Content, der von einer großen und sehr aktiven Community in mehr als 80 thematischen Diskussionsforen eingestellt wird. Die Bandbreite der adressierten Bereiche reicht von Wirtschaft und Politik, über verschiedene Branchen bis hin zu Derivaten. Der Schwerpunkt der Berichterstattung liegt aber eindeutig auf einzelnen Aktien. Insgesamt wurden bislang mehr als 40 Mio. Beiträge erstellt. Im mobilen Bereich bietet die wallstreet:online-App ein fokussiertes Angebot, das die wichtigsten Nachrichten, die Markt- und Aktienentwicklung sowie die relevantesten Termine und die aktuellen Communitynews übersichtlich aufbereitet.

Werbegeschäft dominiert noch

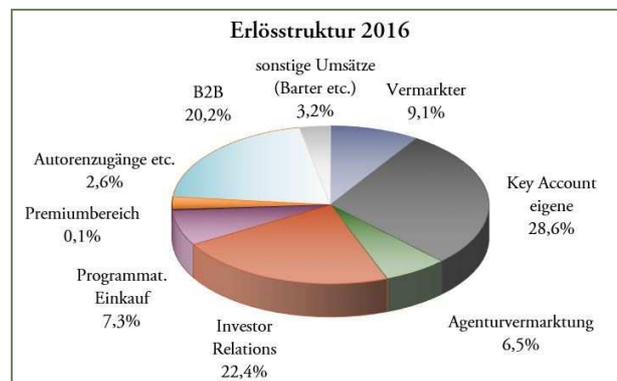
Im letzten Jahr wurde mit 28,6 Prozent (resp. 809 Tsd. Euro) der größte Teil der Einnahmen über den Key-Account-Vertrieb attraktiver Werbeformate und

-flächen erwirtschaftet. Dahinter hat sich dank eines rasanten Wachstums das Investor-Relations-Geschäft (Umsatz: 635 Tsd. Euro/ Anteil 22,4 Prozent) mit passenden Präsentationsangeboten insbesondere für Small Caps als zweite tragende Säule etabliert. Darüber hinaus beschreitet wallstreet:online verschiedene Wege, um attraktive Plätze ebenso wie Restflächen zu vermarkten. Neben dem Rückgriff auf einen externen Vermarktungspartner (Erlösbeitrag: 257 Tsd. Euro, 9,1 Prozent) zählt dazu die aktive Ansprache von Agenturen, die in der früheren Unternehmenshistorie bereits sehr erfolgreich war und seit 2015 wieder intensiviert wurde. Mit 185 Tsd. Euro oder 6,5 Prozent des Gesamtumsatzes in 2016 blieb das Geschäft aber deutlich unter den Erwartungen, so dass der Vertriebsweg künftig in dieser Form nicht weiter verfolgt wird. Das ist auch ein Resultat des Markttrends mit einem wachsenden Anteil der automatischen Vermarktung über Onlineplattformen. wallstreet:online weist die über diesen Kanal generierten Einnahmen in Höhe von 206 Tsd. Euro unter dem Dachbegriff „Programmatischer Einkauf“ aus.

Ein Viertel der Erlöse abseits des Werbege- schäfts

Der größte Teil des Umsatzes, der im letzten Jahr abseits des Werbegegeschäfts generiert wurde, stammte mit 573 Tsd. Euro oder 20 Prozent der Gesamteinnahmen aus Dienstleistungen für B2B-Kunden aus

dem Finanzsektor. wallstreet:online hat in der Vergangenheit verschiedene Plattformen für seine Kunden realisiert und im Anschluss weiter betreut, in der Regel verbunden mit ergänzenden Leistungen wie etwa dem Hosting. Die Umsetzung der Projekte war allerdings sehr ressourcenintensiv, so dass derzeit keine aktive Neukundengewinnung mehr betrieben wird; das Bestandsgeschäft wird aber fortgeführt. Eingestellt wurde hingegen wegen zu geringer Resonanz der Versuch, bezahlpflichtigen Premiumcontent zu vermarkten, im letzten Jahr fielen hier nur noch minimale Einnahmen (4 Tsd. Euro) an. Erfolgreicher ist die Vermarktung von Premiumzugängen für Autoren, die immerhin für Erlöse in Höhe 73 Tsd. Euro gesorgt hat.

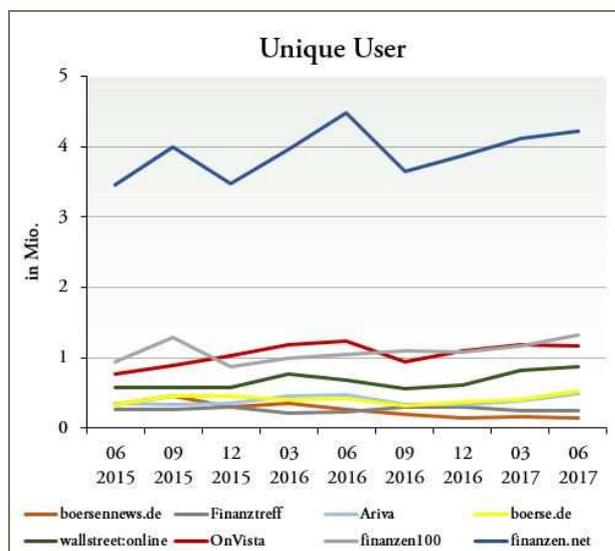


Quelle: Unternehmen

Marktumfeld

Enges Rennen um Platz zwei

Die Marktanteile von Finanzportalen in Deutschland waren in den letzten Jahren relativ stabil. Gemessen an der Zahl der Nutzer (hier synonym für Unique User) des digitalen Gesamtangebots (online und mobile) liegt die Springer-Tochter Finanzen.net mit ca. 4 Mio. pro Monat weit in Front. Mit deutlichem Abstand liefern sich dahinter mehrere Angebote ein enges Rennen um den zweiten Platz. Aktuell liegt Finanzen100 vorn, das per Ende Juni 1,3 Mio. Nutzer und damit 25,7 Prozent mehr als im Vorjahr hatte. Demgegenüber hat OnVista etwas eingebüßt (1,16 Mio., -5,7 Prozent) und ist auf Rang drei zurückgefallen. Dahinter folgt wallstreet:online, das von allen führenden Seiten binnen Jahresfrist das höchste Wachstum generieren konnte, und zwar um 27,5 Prozent auf 0,88 Mio. Nutzer (Datenquelle: AGOF).

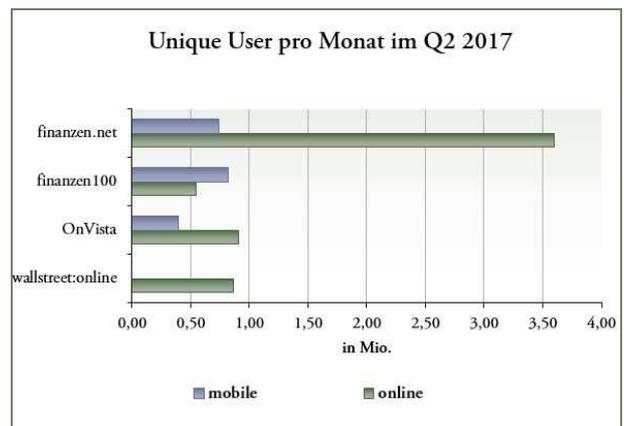


Quelle: AGOF

Unterschiede zwischen online und mobile

Der Aufholprozess von wallstreet:online wurde vor allem durch eine stärkere Frequentierung des Onlineangebots ermöglicht. Im Juni dieses Jahres lagen die Berliner in diesem Teilbereich mit 0,88 Mio. Nutzern sogar auf Platz zwei knapp vor OnVista

(0,85 Mio.) und mit deutlichem Abstand vor Finanzen100 (0,5 Mio.), im Durchschnitt des zweiten Quartals waren wallstreet:online (0,86 Mio.) und OnVista (0,90 Mio.) fast gleichauf. Die Burda-Tochter Finanzen100 spielt ihre Stärken hingegen vor allem im mobilen Geschäft aus, hier war die Gesellschaft im zweiten Quartal mit durchschnittlich 0,82 Mio. Nutzern sogar noch Marktführer vor Finanzen.net (0,74 Mio.), allerdings hat die Springer-Tochter Finanzen100 zum Quartalsende deutlich überholt. wallstreet:online hat die Nutzergewinnung erst in diesem Jahr stark forciert und wird in den mobile-Zahlen der Arbeitsgemeinschaft Online Forschung (AGOF) noch nicht ausgewiesen.

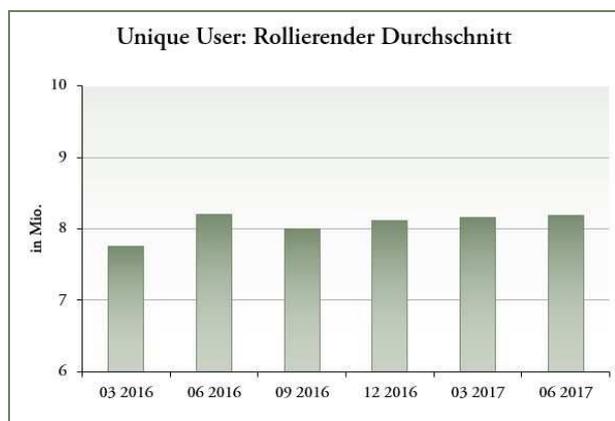


Quelle: AGOF, eigene Berechnungen

Konsolidierung in der Branche

Obwohl sich das mobile Marktsegment zuletzt sehr dynamisch entwickelt hat, ist aus der Gesamtzahl der Nutzer kein hohes Wachstum ablesbar, was für einen gewissen Kannibalisierungseffekt zwischen beiden Angeboten spricht. Wir haben, beginnend mit dem Q1 2016, einen rollierenden Durchschnitt über die jeweils letzten vier Quartalswerte errechnet (der erste Wert basiert also auf Daten von Q2 2015 bis Q1 2016), um die Entwicklung unter Bereinigung von Schwankungen im Jahresablauf darzustellen. Insgesamt zeigt sich ein lediglich moderater Aufwärtstrend

(siehe Grafik). Insbesondere viele kleinere Angebote haben in jüngster Zeit stagniert oder mussten sogar rückläufige Nutzerzahlen hinnehmen. Das verstärkt den Konsolidierungsdruck in der Branche, erste Übernahmen waren bereits zu beobachten. So hat Comdirect in diesem Jahr OnVista übernommen (wobei der Fokus insbesondere auf der OnVista-Bank gelegen haben dürfte), in den letzten Jahren hatte Equity Story, die u.a. den Dienst dgap und das Portal financial.de betreibt, bereits sukzessive die Mehrheit an Ariva erworben.

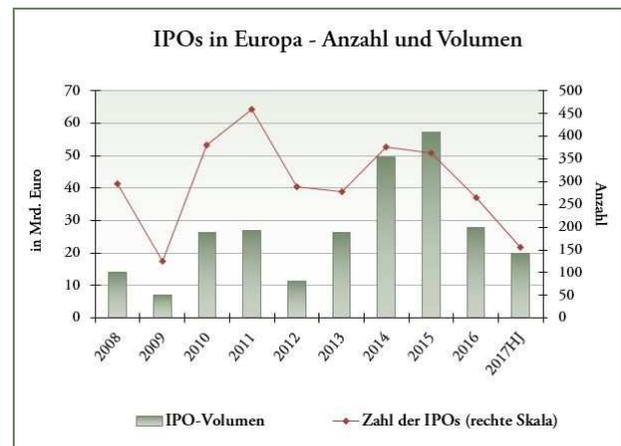


Quelle: AGOF, eigene Berechnungen

Digitales Werbevolumen steigt deutlich

Weiterhin dynamisch entwickelt sich hingegen die Nachfrage nach digitalen Werbeangeboten, die Verlagerung von traditionellen Formaten hin zu Online- und Mobileangeboten setzt sich fort. Der Online-Vermarkterkreis (OVK) im Bundesverband Digitale Wirtschaft (BVDW) hat für das letzte Jahr ein Wachstum des digitalen Werbevolumens um 6,5 Prozent auf 1,79 Mrd. Euro vermeldet. Für das laufende Jahr haben die Branchenexperten eine weitere Steigerung um 7 Prozent auf 1,91 Mrd. Euro prognostiziert. Während der Gesamtmarkt somit deutlich wächst, vollzieht sich zugleich eine signifikante Verschiebung in der Marktstruktur. Unter dem Stichwort „Programmatic Advertising“ erfolgt die Buchung von Werbeformaten nicht mehr über eine direkte Kommunikation zwischen den Akteuren, sondern die Werbebudgets werden in zunehmendem Maße über automatische Plattformen platziert. Nach Schätzungen des BVDW hat sich der Erlösanteil des programmatischen Verkaufs an der Displaywerbung

im letzten Jahr auf 32 Prozent erhöht, gegenüber 23 Prozent in der Vorperiode (Quelle: Programmatic Advertising Kompass 2016/17). Dieser Trend dürfte sich fortsetzen, so dass der Vertriebskanal für Portalbetreiber inzwischen von hoher und weiter zunehmender strategischer Bedeutung ist.



Quelle: PWC

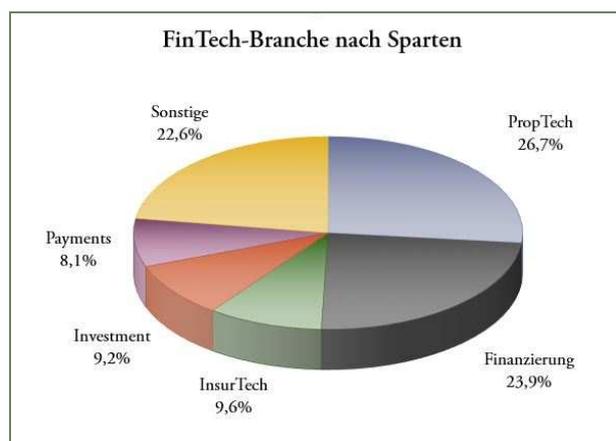
Börsenzyklus als wichtige Determinante

Das Geschäft von Finanzportalen wird aber auch noch von einem anderen Faktor determiniert – dem generellen Trend am Kapitalmarkt. In Aufschwungsphasen und insbesondere nach einem längeren Kursanstieg ist ein generell höheres Aktivitätsniveau in der Finanzdienstleistungsindustrie feststellbar, das sich positiv auf die Einnahmen auswirkt. Gut ablesbar ist diese Zyklik an der Zahl der Börsengänge. Das letzte markante Markttief war im Rezessionsjahr 2009 mit lediglich 126 IPOs in Europa und einem Platzierungsvolumen von 7,1 Mrd. Euro. Das bisherige Zyklushoch wurde 2015 mit einem Volumen von 57,4 Mrd. Euro markiert, 2016 war dann nach einem Kurseinbruch an den Börsen und aufgrund einer gestiegenen politischen Unsicherheit (Brexit, Verfassungsreferendum Italien, US-Präsidentschaftswahl) ein eher schwaches Jahr (27,9 Mrd. Euro, 265 IPOs). Die laufende Periode dürfte wieder besser ausfallen, in den ersten sechs Monaten hat die Zahl der Börsengänge in Relation zum Vorjahr um 7,6 Prozent auf 156 zugenommen, das Emissionsvolumen lag dabei mit 20 Mrd. Euro (+38,9 Prozent) deutlich höher (Datenquelle: PWC, IPO Watch Europe). Insgesamt kann das Umfeld für Finanzportale

als freundlich gewertet werden, Überhitzungserscheinungen lassen sich zumindest aus den IPO-Aktivitäten in Europa noch nicht ableiten.

FinTech-Boom verändert den Markt

Eine weitere wichtige Determinante für die Geschäftsentwicklung von Finanzportalen ist der Boom der Financial Technology, kurz FinTech, der sowohl mannigfaltige Möglichkeiten für Kooperationen und neue Erlösmodelle schafft, aber auch den Wettbewerb in der Branche stimuliert. Zahlreiche Unternehmen sind in den letzten Jahren neu gegründet worden, die die aus der Digitalisierung resultierenden Möglichkeiten zur Etablierung neuer Geschäftsmodelle nutzen wollen. Nach einer Erhebung von Comdirect gab es im Herbst 2016 in Deutschland bereits mehr als 500 FinTech-Unternehmen, die die Arrivierten in nahezu allen Feldern der Finanzdienstleistungen angreifen. Etwas mehr als ein Viertel der Gesellschaften sind Anbieter von PropTech, also von innovativen Lösungen rund um Immobilieninvestments (andere Studien sehen den Bereich als eigenständigen Sektor). Eine weitere große Gruppe (23,9 Prozent) beschäftigt sich mit Finanzierungslösungen, die Anteile von Anbietern für Versicherungen (InsurTech), Kapitalanlage und Zahlungsabwicklung liegen jeweils knapp unter 10 Prozent.



Quelle: Comdirect-Studie

Social-Trading entwickelt sich dynamisch

Welche FinTech-Akteure sich in den einzelnen Segmenten letztlich durchsetzen, ist aktuell noch schwer zu prognostizieren. Die hohen Investitionen und der dynamische Gründungsprozess der letzten Jahre sorgen zunächst einmal für eine rapide wachsende Angebotsvielfalt, die am Teilmarkt Social-Trading sehr gut veranschaulicht werden kann. Brancheninformationsdienste listen mehr als 30 größere Anbieter auf, die bereits 2007 gegründete ZuluTrade aus den USA wird als führende Plattform eingestuft (Quelle: SocialTradingGuru.com). Zu den Pionieren mit einer starken Marktstellung zählen darüber hinaus Ayondo aus Deutschland (gegründet 2008) und eToro aus Israel (gegründet 2006). Wie schnell in dem jungen Markt mit einer Innovation ein substantieller Marktanteil errungen werden kann, zeigt der deutsche Anbieter Wikifolio, der nach seiner Gründung im Jahr 2012 einen rasanten Wachstumsprozess durchlaufen hat. Ende letzten Jahres zählten bereits 16.000 Investmentportfolios zum Anlageuniversum, die Assets under Management beliefen sich auf ca. 200 Mio. Euro. Für wallstreet:online bietet sich in diesem Bereich ein sehr interessantes Betätigungsfeld, da das Unternehmen mit der großen Community bereits ein zentrales Asset für ein erfolgreiches Geschäftsmodell vorweisen kann.

Strategie

Zukäufe im Visier

Mitte letzten Jahres hatte wallstreet:online vermeldet, dass mit der japanischen Minkabu-Gruppe ein strategischer Investor gefunden wurde, der das Aktienpaket von Herrn Kolbinger erwerben wollte. Mit dem Betreiber mehrerer investmentaffiner Social-Media-Plattformen in verschiedenen Ländern, u.a. [minkabu.jp](#) in Japan, [sharewise.com](#) in Europa und [stockhouse.com](#) in Nordamerika, schien ein idealer Partner für die weitere Expansion gefunden. Doch die Transaktion scheiterte letztlich, da die Japaner die vereinbarten Bedingungen nicht erfüllt haben. Die Berliner bleiben infolgedessen zunächst unabhängig und sondieren ihrerseits vor dem Hintergrund der Branchenkonsolidierung den Markt nach möglichen synergetischen Zukäufen.

Übernahme von boersennews geplant

Eine erste große Transaktion könnte in den nächsten Monaten abgeschlossen werden. wallstreet:online hat Mitte September bekannt gegeben, dass das Unternehmen eine Übernahme der Markets Inside Media GmbH plant, die das Portal [boersennews.de](#) und die gleichnamige App betreibt. Während für die Onlinepräsenz des Targets im Juni dieses Jahres 0,15 Mio. Unique User gemessen wurden, kommt die App aktuell auf 400 Tsd. aktive Nutzer und 20 Mio. Page Impressions pro Monat. Außerdem entwickelt die GmbH derzeit eine neuartige Social-Trading-Plattform. Die Details der Transaktion müssen noch verhandelt werden, angestrebt ist eine Sachanlage gegen Ausgabe von Aktien, wobei es noch keine Einigung zum Kaufpreis gibt. Der Vertragsabschluss soll in den nächsten sechs Monaten erfolgen. wallstreet:online verspricht sich von der Übernahme umfangreiche Synergien beispielsweise im IT-Bereich oder im Hinblick auf die Nutzung von Lizenzen. Außerdem sollen neue Geschäftsfelder, wie das Social-Trading, gemeinsam angegangen werden.

Innovationen als Wachstumstreiber

Gleichzeitig wird aber auch der Ausbau des Geschäfts auf organischer Basis vorangetrieben. Das Unternehmen hat in jüngster Zeit das Angebot um mehrere innovative Werbeformate erweitert, mit denen vor allem zusätzliche Möglichkeiten für Investor-Relations-Aktionen geschaffen wurden. Darüber hinaus hat die Gesellschaft auch die Tools für Derivate deutlich ausgebaut, beispielsweise im Bereich der Analyse von Produkten, um den Emittenten passgenaue Lösungen zu bieten. Mit dem Ausbau und der Optimierung der vorhandenen Formate zielt wallstreet:online darauf ab, das Werbepotenzial der Plattform noch stärker auszuschöpfen.

FinTech-Kooperationen eröffnen neue Möglichkeiten

Im Fokus steht dabei auch eine relativ neue Kundengruppe: die aufstrebenden FinTech-Unternehmen. Oftmals verfügen die Start-ups über interessante Geschäftsmodelle und eine innovative technologische Lösung, benötigen aber einen Zugang zu potenziellen Kunden. Diesen wiederum kann wallstreet:online mit der großen Community bieten. Der Berliner haben daher bereits zwei größere Angebote lanciert, die speziell auf stark wachsende FinTech-Segmente zugeschnitten sind. Zum einen wurde in Zusammenarbeit mit einem Datenlieferanten ein Vergleichstool für Robo Advisor geschaffen, das neben zahlreichen Basisinformationen (Anbieter, Gebühren, Mindestanlagesumme, usw.) insbesondere eine Gegenüberstellung der Performance der verschiedenen Systeme ermöglicht. Zum anderen bietet wallstreet:online eine Plattform mit einem standardisierten Präsentationsformat für das Immobilien-Crowdfunding, auf der PropTech-Unternehmen wie Zinsland, Exporo oder Sarego ihre aktuellen Angebote (zumeist handelt es sich um Nachrangdarlehen) vorstellen können. Damit wurde bereits ein gutes Fundament für den weiteren Ausbau der Aktivitäten geschaffen. Das Management sieht in naher Zukunft die größten Wachstumschancen insbesondere in den Bereichen

digitale Vermögensverwaltung und digitaler Versicherungsvertrieb.

Transaktionsgeschäft im Fokus

Bislang werden die Einnahmen aus Kooperationen vor allem mit der Vermittlung von Interessenten (Leads) generiert. In der nächsten Ausbaustufe möchte die Gesellschaft auch an den Geschäftsabschlüssen der vermittelten Kunden partizipieren, im Idealfall über mehrere Jahre. Für diesen Bereich werden aktuell passende Modelle entwickelt und Gespräche mit potenziellen Partnern geführt. In der Unternehmenshistorie wurde ein ähnliches Geschäftsmodell bereits einmal erfolgreich aufgebaut und letztlich als wallstreet:online capital AG abgespalten. Die Gesellschaft ist heute einer der führenden unabhängigen Fondsvermittler in Deutschland und kommt ebenfalls als möglicher Partner für den Ausbau der Vermarktungsaktivitäten in Betracht.

Social-Trading als interessante Option

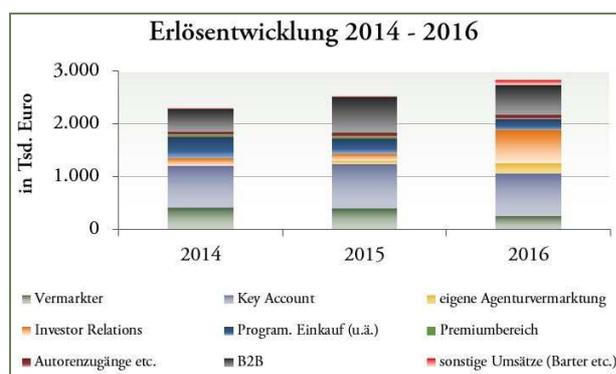
Generell will das Management auf diesem Weg die Abhängigkeit vom zyklischen Werbegeschäft reduzieren und Geschäftsbereiche mit stetigen Einnahmen

aufbauen. Eine weitere Option dafür stellt der Bereich Social-Trading dar. wallstreet:online verfügt schon jetzt über wichtige Bausteine – eine aktive Community sowie Funktionalitäten wie Beobachtungslisten und Musterdepots – die zu einer Lösung für das Social-Trading weiterentwickelt werden können. Das Unternehmen arbeitet bereits an einem Konzept für diesen Markt und könnte diesen Prozess durch eine erfolgreiche Übernahme von Markets Inside Media deutlich beschleunigen. Außerdem würden die Berliner mit der Übernahme auch im Mobilgeschäft einen großen Schritt nach vorne machen, denn in diesem Bereich ist boersennews schon deutlich besser positioniert. Die App von wallstreet:online beschränkte sich in der Vergangenheit zunächst vor allem auf die Versorgung der Anleger mit Nachrichten, Kursen und Community-Beiträgen. Die Interaktivität wurde im laufenden Jahr schrittweise ausgebaut, zunächst durch eine Erweiterung um die Möglichkeit zur mobilen Veröffentlichung von User-Beiträgen. Eine weitere Aufwertung der App ist aber unabhängig vom Ausgang der Übernahmeverhandlungen in Vorbereitung.

Zahlen

Produktentwicklung und Vertrieb forciert

Das positive Börsenumfeld und die fortschreitende Verlagerung von Werbeaktivitäten in das Internet haben in den letzten Jahren für ein grundsätzlich chancenreiches Umfeld für die Vermarktung von Finanzportalen geschaffen. Um von diesem Trend zu profitieren, hat wallstreet:online in dieser Zeit die personellen Kapazitäten für die Produktentwicklung und den Vertrieb verstärkt. Der Personalaufwand, der wichtigste Kostenposten des Unternehmens, hat sich infolgedessen zwischen 2014 und 2016 um 26,5 Prozent auf 1,55 Mio. Euro erhöht.



Quelle: Unternehmen

Erlöse ziehen an

Die Intensivierung der Vermarktungsbemühungen hat zu einem kontinuierlichen Umsatzanstieg geführt. Nachdem die Erlöse vor zwei Jahren zunächst um 9,5 Prozent auf 2,52 Mio. Euro zugelegt hatten, lag die Steigerungsrate in der letzten Finanzperiode bereits bei 12,3 Prozent (auf 2,83 Mio. Euro). Die Erlösstruktur hat sich in dieser Zeit aber verschoben. Während die Einnahmen aus dem Key-Account-Vertrieb, der in den letzten drei Jahren immer für den größten Teil des Umsatzes verantwortlich war, bei etwa 800 Tsd. Euro stagnierten, konnten die Erlöse aus dem Investor-Relations-Geschäft für Small Caps von 150 Tsd. Euro noch in 2014 auf 635 Tsd. Euro in 2016 mehr als vervierfacht werden. Nach der Einführung neuer Werbeprodukte hat die Dynamik in diesem Bereich insbesondere seit Mitte letzten

Jahres kräftig angezogen. Deutlich rückläufig war hingegen vor allem der Erlösbeitrag, der über einen externen Vermarktungspartner generiert wurde (im Betrachtungszeitraum von 419 auf 257 Tsd. Euro).

Geschäftszahlen	2014	2015	2016
Umsatz	2.303	2.521	2.832
EBITDA	201	400	414
EBIT	-68	77	182
EBT	-66	77	182
JÜ	-66	77	182

In Tsd. Euro, Quelle: Unternehmen

Profitabilität verbessert

Dank des deutlichen Umsatzwachstums konnten die gestiegenen Personalkosten überkompensiert werden. Das EBITDA hat sich von 2014 bis 2016 von 201 auf 414 Tsd. Euro mehr als verdoppelt, das EBIT drehte von -68 auf 182 Tsd. Euro, eine ähnliche Verbesserung gab es beim Nettoergebnis (von -66 auf 182 Tsd. Euro). Für das letzte Jahr hatte der Vorstand allerdings etwas mehr erwartet, die ausgegebene Gewinnprognose wurde um rund 100 Tsd. Euro verfehlt. Das war insbesondere darauf zurückzuführen, dass im Bereich Key-Account und in der externen Vermarktung die anvisierten Umsätze nicht realisiert werden konnten.

Umsatzsteigerung um 60 Prozent

Im laufenden Jahr hat sich der Aufwärtstrend in der Geschäftsentwicklung weiter beschleunigt. In den ersten sechs Monaten konnten die Erlöse um satte 60 Prozent auf 2,0 Mio. Euro ausgeweitet werden. Wichtigster Treiber war erneut das Investor-Relations-Geschäft, dessen Erlösbeitrag sich von 144 Tsd. Euro auf 1,07 Mio. Euro vervielfacht hat. Ebenfalls gut entwickelt haben sich die Buchungszahlen aus der FinTech-Branche und die Vermittlungsaktivitäten für Online-Broker. Demgegenüber

waren die Einnahmen aus dem Key-Account-Management knapp unter Vorjahr (-3 Prozent), während die Vermarktung über externe Agenturen weiter an Bedeutung verloren hat. Stattdessen steigen die Erlöse aus der automatisierten Vermarktung über Onlineplattformen. Im B2B-Segment wurde aus den Verträgen mit den Bestandskunden ein Umsatz von rd. 200 Tsd. Euro generiert.

Geschäftszahlen	HJ 16	HJ 17	Änderung
Umsatz	1.249	1.999	+60,0%
EBITDA	54	649	+1.101%
EBIT	-50	575	-
EBT	-50	581	-
Periodenergebnis	-50	580	-

In Tsd. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

Hoher Gewinnhebel

Der Personalaufwand hat im ersten Halbjahr 2017 um weitere 18 Prozent auf 0,88 Mio. Euro zugenommen, vor allem wegen ergebnisabhängiger Tantiemen. Der Anstieg blieb damit aber, ebenso wie beim Materialaufwand (+5,9 Prozent auf 330 Tsd. Euro), deutlich hinter dem Umsatzwachstum zurück. Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen (-22,2 Prozent auf 170,7 Tsd. Euro) und die Abschreibungen (-27,9 Prozent auf 75,4 Tsd. Euro) sind binnen Jahresfrist sogar zurückgegangen und ermöglichten damit einen Gewinnsprung. Das EBITDA lag mit 649 Tsd. Euro um 1.100 Prozent über dem Vorjahreswert (54 Tsd. Euro), das EBIT verbesserte sich von -59 auf 580 Tsd. Euro. Dank eines leicht positiven Finanzergebnisses und eines steuerlich nutzbaren Verlustvortrages wurde dies in einen Nettogewinn von 580,6 Tsd. Euro (Vorjahr: -49,9 Tsd. Euro) umgemünzt.

Prognose zwei Mal angehoben

Vor dem Hintergrund der deutlich anziehenden Dynamik hat der Vorstand die Jahresprognose bereits

zwei Mal erhöht. Ursprünglich war das Management davon ausgegangen, dass im laufenden Jahr ein Umsatz von 3,15 Mio. Euro erwirtschaftet werden kann, was einen „deutlichen“ Gewinnanstieg ermöglichen sollte. Nach starken Zahlen im ersten Quartal wurde das Umsatzziel im Mai auf 3,8 Mio. Euro hochgeschraubt. Hinsichtlich der operativen Ergebnisse wurden damals die anvisierten Zielmarken auf 1,2 Mio. Euro beim EBITDA und auf 1,05 Mio. Euro beim EBIT konkretisiert. Die Halbjahreszahlen lösten die nächste Aufwärtsrevision aus, aktuell rechnet wallstreet:online mit einem EBITDA und einem EBIT von 1,78 bzw. 1,54 Mio. Euro bei einem Umsatz von 4,51 Mio. Euro. Sofern die Übernahme der Markets Inside Media GmbH gelingt, würde der Pressemeldung zufolge auf Basis der aktuellen Planzahlen für 2017 ein Unternehmen mit einem Umsatz von ca. 6 Mio. Euro und einem Vorsteuergewinn von 2,5 Mio. Euro entstehen.

Großzügige Ausschüttung

Auch bilanziell steht wallstreet:online hervorragend dar. Zum Halbjahresstichtag summierte sich der Kassenbestand auf 1,74 Mio. Euro, das entsprach 57,3 Prozent der Bilanzsumme, und das bei einer Eigenkapitalquote von 79 Prozent. Die Gremien haben die komfortable Geschäftsentwicklung und die soliden Bilanzrelationen zum Anlass genommen, der Hauptversammlung die Ausschüttung von 1,50 Euro je Aktie vorzuschlagen. Diese erfolgt nicht als Dividende, sondern steuerfrei im Rahmen einer Herabsetzung des Grundkapitals von 2,56 auf 1,02 Mio. Euro, die mit einer Zusammenlegung von Aktien im Verhältnis fünf zu zwei einhergeht. Dem Vorschlag sind die Aktionäre gefolgt, die Ausschüttung erfolgt aber erst nach Ablauf der gesetzlich vorgesehenen Sperrfrist von sechs Monaten, die mit dem kürzlich erfolgten Eintrag des HV-Beschlusses in das Handelsregister beginnt.

Equity-Story

Dynamische Entwicklung

wallstreet:online hat in den letzten Jahren die Kapazitäten in der Produktentwicklung und im Vertrieb gezielt ausgebaut, um das sich bietende Marktpotenzial stärker zu nutzen. In einem ersten Schritt wurden vor allem neue Werbeformate entwickelt, mit denen die Investor-Relations-Aktivitäten von Unternehmen oder die boomende FinTech-Industrie adressiert werden können. Der Erfolg der Offensive ist beeindruckend, die Wachstumsdynamik hat in den letzten Jahren kontinuierlich zugenommen und zu einer organischen Erlössteigerung um 60 Prozent im ersten Halbjahr 2017 geführt.

Großer Gewinnhebel

Die Investitionen in das Personal haben zwar auch die Personalkosten steigen lassen, das wurde durch die zusätzlichen Einnahmen aber weit überkompensiert. Generell dominieren bei wallstreet:online weiterhin schlanke Strukturen, das Unternehmen agiert sehr kostenbewusst. Zusätzliche Einnahmen führen infolgedessen zu einem starken Gewinnwachstum, in den ersten sechs Monaten 2017 wurde des EBITDA um 1.100 Prozent auf 649 Tsd. Euro explosiv ausgeweitet. Für das Gesamtjahr prognostiziert das Management einen Anstieg von 414 Tsd. Euro auf 1,78 Mio. Euro. Da das Unternehmen nur geringe Abschreibungen vornehmen muss, frei von Bankschulden ist und noch über einen Verlustvortrag in Höhe von 5,3 Mio. Euro verfügt, würde der Nettogewinn nicht weit darunter liegen. Insgesamt verdeutlicht wallstreet:online damit die hervorragende Skalierbarkeit des Geschäftsmodells.

Akquisitionen als Wachstumstreiber

Zum Halbjahr lagen die EBITDA- und die EBIT-Marge bei 32,5 bzw. 28,7 Prozent. Das Unternehmen kann damit aktuell aus einer Position der Stärke heraus agieren und will nun auch das externe Wachstum forcieren. Die Branche der Finanzportale in Deutschland ist durch einen sehr großen Player (Fi-

nanzen.net) und viele kleinere Anbieter geprägt. Durch die Notwendigkeit, auch eine zweite Plattform für den mobilen Bereich aufzubauen, ist das Geschäft anspruchsvoller geworden. Zudem drängen Dienstleister aus anderen Teilsegmenten, wie beispielsweise Comdirect oder Equity Story, mit Übernahmen in den Markt. Insgesamt zeichnet sich daher ein Trend zur Konsolidierung ab, an dessen Ende eine konzentriertere Angebotsstruktur mit wenigen größeren Anbietern stehen dürfte. wallstreet:online möchte dank der guten Ausgangsbasis zu einer treibenden Kraft des Prozesses werden. Mit der geplanten Übernahme von boersennews wurde der erste Schritt eingeleitet, weitere dürften perspektivisch folgen. Damit bietet sich sowohl die Chance, signifikante Skaleneffekte zu erzielen, als auch, das eigene Leistungsportfolio gezielt zu ergänzen.

Potenzial durch neue Geschäftsbereiche

Vor allem im mobilen Geschäft hat wallstreet:online durchaus Verbesserungspotenzial, da die Position in diesem Markt noch nicht vergleichbar ist mit der Stärke im Desktop-Internet. Das Unternehmen hat allerdings im laufenden Jahr die Investitionen für die App erhöht und bereits deutliche Fortschritte, etwa im Hinblick auf die Zahl der Unique-User, erzielt. Weitere Maßnahmen sind in Vorbereitung. Dennoch könnte das Unternehmen mit der Übernahme von boersennews einen großen Schritt nach vorne machen. Und auch für den weiteren geplanten Ausbau der Geschäftsaktivitäten wäre die Akquisition hilfreich. wallstreet:online arbeitet selbst am Einstieg in den Social-Trading-Markt, wofür die sehr große und aktive Community eine sehr gute Basis darstellt. Die Markets Inside Media GmbH wiederum entwickelt bereits eine neuartige Plattform für das Social-Trading. Beide Gesellschaften könnten hier ihre Stärken bündeln und so einen beschleunigten Einstieg in das potenzialträchtige Segment schaffen.

Ziel: Vom Zyklus emanzipieren

Eine Zielsetzung des Social-Tradings ist es, die Handelsaktivitäten der Community-Mitglieder zu stimulieren, indem die Tradingaktivitäten vertrauenswürdiger Personen in Echtzeit nachvollziehbar sind. Für die Anbieter solcher Plattformen bietet sich in Zusammenarbeit mit Brokern die Chance, an Abschlüssen der Kunden zu partizipieren. Dieses Transaktionsgeschäft ist in der Regel stetiger als das sehr zyklische Werbegeschäft, insbesondere in Talphasen des Börsenzyklus. Daher zählt es zu den zentralen Stoßrichtungen des Managements, Geschäftsbereiche, die eine relativ kontinuierliche Einnahmeerzielung ermöglichen, aus- und aufzubauen. Neben dem Social-Trading liegt der Fokus dabei auch auf der Kundenvermittlung für Broker und Fondsanbieter, wobei die Gesellschaft künftig über einen längeren Zeitraum an dem Geschäftsvolumen partizipieren will, das mit den Neukunden umgesetzt wird. Selbiges gilt auch für Vermittlungen an FinTech-Gesellschaften, für die wallstreet:online dank der großen Community ebenfalls ein attraktiver Partner ist.

Neubewertung der Aktie denkbar

Die Abhängigkeit vom zyklischen Werbegeschäft führt an der Börse üblicherweise zu einem Bewertungsabschlag. Mit einem von uns geschätzten aktuellen Kurs-Gewinn-Verhältnis von 14,5 (trotz einer sehr hohen Wachstumsdynamik) ist dieser aus unserer Sicht bei wallstreet:online deutlich spürbar. FinTech-Gesellschaften werden des Öfteren mit zweistelligen Umsatzmultiples (nicht Gewinnmultiples!) bewertet, obwohl sie zumeist noch defizitär arbeiten. Das resultiert aus der erwarteten hohen Wachstumsdynamik. Die Berliner haben in diesem Jahr allerdings bewiesen, dass ihr Geschäft hervorragend skalierbar ist. Gelingt nun die Etablierung in neuen potenzialträchtigen Bereichen, etwa dem Social-Trading, könnte eine Neubewertung der Gesellschaft anstehen. Sollte wallstreet:online als wachstumsstarkes FinTech-Unternehmen wahrgenommen werden, würde das im Marktvergleich für ein beträchtliches Bewertungspotenzial sorgen, das über unsere fundamentale Abschätzung, die wir im nächsten Kapitel vorgenommen haben, deutlich hinausgeht.

DCF-Bewertung

Ziele gut erreichbar

Die Geschäftsentwicklung von wallstreet:online hat in den letzten anderthalb Jahren erheblich an Dynamik gewonnen. Nach den hervorragenden Zahlen für das erste Halbjahr erwartet der Vorstand nun einen Umsatz von 4,51 Mio. Euro und ein EBIT von 1,54 Mio. Euro für 2017. Angesichts des starken Momentums halten wir diese Ziele für gut erreichbar, wir rechnen sogar mit einem leichten Übertreffen dieser Marken und prognostizieren einen Umsatz von 4,6 Mio. Euro und ein EBIT von 1,63 Mio. Euro. Einen Beitrag des Übernahmekandidaten Markets Inside Media / boersennews haben wir für 2017 noch nicht berücksichtigt.

Abschluss der Übernahme eingeplant

Wir halten aber einen erfolgreichen Abschluss der Akquisition für hinreichend wahrscheinlich, so dass wir einen Beitrag von boersennews ab 2018 eingeplant haben. Die aus der aktuellen Veröffentlichung ableitbare Erlös Komponente (ca. 1,3 bis 1,4 Mio. Euro) haben wir im Zeitablauf konstant gelassen und das Wachstum direkt dem Kerngeschäft von wallstreet:online zugerechnet. Ferner sind wir davon ausgegangen, dass für die Übernahme ca. 0,3 Mio. Aktien ausgegeben werden, was einer Bewertung von ca. 7 Mio. Euro für die Markets Inside Media GmbH entspräche. Das ist aber nur eine grobe Taxe, die sich in etwa am KUV von wallstreet:online orientiert. Weitere Akquisitionen haben wir nicht eingeplant, da die Parameter zum aktuellen Zeitpunkt nicht hinreichend genau bestimmbar sind. Daher rechnen wir mit einer voll verwässerten Aktienzahl von 1,33 Mio. Stück.

Stammgeschäft vorsichtig kalkuliert

Die aktuell hohe Wachstumsdynamik im Stammgeschäft von wallstreet:online wird sich so nicht fortsetzen. Die Zahl der attraktiven Werbeplätze lässt sich nicht beliebig steigern, und auch die Neugewinnung von Unique Usern ist in einem kompetitiven Marktumfeld nicht leicht. Hinzu kommt die zyklische Komponente, das Werbegeschäft bewegt sich aktuell, insbesondere im Bereich Investor Relations, dank der jahrelangen Börsenhause eher in einer zyklischen Hochphase. Das Management sieht zwar weiteres Steigerungspotenzial im niedrigen zweistelligen Prozentbereich durch Lancierung neuer Formate, wir rechnen aber vorsichtshalber nur mit einer Stagnation für 2018 und mit einem leichten Schrumpfungsprozess in den beiden Jahren danach. Erst im Anschluss kalkulieren wir wieder ein moderates Wachstum von 3 Prozent p.a. ein. Mit dieser Vorgehensweise tragen wir dem zyklischen Risiko Rechnung. Da generell (insbesondere im Fall einer Übernahme von boersennews) künftig mobil deutlich steigende Einnahmen generiert werden sollten, die die Erlöse im Internetgeschäft nur teilweise kannibalisieren, halten wir das für ausreichend konservativ.

Gute Erfolgswahrscheinlichkeit für transaktionsbasiertes Modell

Hohe Wachstumsbeiträge erwarten wir aber aus neuen Geschäftsbereichen. Mit dem Aufbau von wallstreet:online Capital hat das Unternehmen in der Vergangenheit schon einmal bewiesen, dass ein transaktionsbasiertes Modell dank der bestehenden Community erfolgreich aufgebaut werden kann. Wir

Erlösmodell (Mio. Euro)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Stammgeschäft	4,6	4,6	4,5	4,3	4,5	4,6	4,7	4,9
boersennews		1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Transaktionsgeschäft		0,3	1,2	1,7	2,0	2,4	2,7	3,1
Social-Trading		0,3	1,2	1,7	2,0	2,4	2,7	3,1
Gesamt	4,6	6,5	8,1	9,0	9,8	10,6	11,5	12,3

Schätzungen SMC-Research

gehen davon aus, dass ein substanzieller Teil der Erlöse künftig mit entsprechenden Angeboten generiert werden kann. Für 2020 rechnen wir mit einem Zusatzbeitrag (zu den Erlösen aus dem Stammgeschäft) von 25 Prozent, den wir bis zum Ende des Detailprognosezeitraums auf 50 Prozent ansteigen lassen.

Social-Trading schwer kalkulierbar

Deutlich schwieriger ist die Erfolgswahrscheinlichkeit für Aktivitäten im Bereich des Social-Trading zu kalkulieren. Hier ist die Spannbreite möglicher Einnahmen sehr hoch, bestenfalls könnten, das zeigen erfolgreiche Angebote von bereits aktiven Unternehmen, die Erlöse ein Vielfaches des aktuellen Umsatzes betragen. Zwar befindet sich wallstreet:online hier noch in einem frühen Stadium, aber dank der Community besteht ein wichtiger Vorteil für eine erfolgreiche Etablierung des eigenen Angebotes. Die Übernahme von boersennews könnte den Prozess zudem beschleunigen. Wir halten es daher für unangemessen, das Geschäft, trotz aller Schätzunsicherheiten, nicht zu berücksichtigen. Im Rahmen einer vorsichtigen Vorgehensweise rechnen wir mit identischen Beiträgen, wie wir sie für das Transaktionsgeschäft unterstellt haben. Das heißt, dass wir davon

ausgehen, dass zum Ende des Detailprognosezeitraums so viel Umsatz in neuen Geschäftsfeldern generiert wird, wie im bisherigen Stammgeschäft (inkl. boersennews). Daraus ergibt sich ein Zielumsatz von 12,3 Mio. Euro für 2024, das Erlösmodell ist auf der vorherigen Seite abgebildet.

Auch langfristig hohe Marge möglich

Die zusätzlichen Einnahmen aus dem transaktionsbasierten Geschäft sind sehr margenstark, da nach der Vermittlung eines Kunden keine Kosten mehr anfallen, aber kontinuierliche Erlöse fließen. wallstreet:online kann die Kundenakquise zudem über das eigene Portal steuern und muss so lediglich Opportunitätskosten in Form belegter Werbeplätze hinnehmen. Diese Möglichkeit sorgt auch dafür, dass die Kosten für den Aufbau von Social-Trading-Aktivitäten vergleichsweise überschaubar sind. Trotzdem wird das Unternehmen zunächst einmal in Vorleistung gehen. Wir rechnen daher für 2018 und 2019 mit einem moderaten Margenrückgang auf EBITDA-Basis. Die EBIT-Marge sinkt deutlicher, da wir hypothetische Goodwill-Abschreibungen auf boersennews bereits berücksichtigt haben. Ab 2020 lassen wir die EBITDA-Marge wieder leicht anstei-

Mio. Euro	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024
Umsatzerlöse	4,6	6,5	8,1	9,0	9,8	10,6	11,5	12,3
Umsatzwachstum		41,1%	24,3%	11,6%	8,7%	8,3%	8,0%	7,7%
EBIT-Marge	35,5%	28,3%	21,7%	25,7%	27,8%	29,7%	36,0%	41,4%
EBIT	1,6	1,8	1,7	2,3	2,7	3,2	4,1	5,1
Steuersatz	0,0%	0,0%	15,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,0	0,0	0,3	0,8	1,0	1,1	1,4	1,8
NOPAT	1,6	1,8	1,5	1,5	1,8	2,0	2,7	3,3
+ Abschreibungen & Amortisation	0,2	0,6	1,3	1,3	1,3	1,3	0,7	0,0
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Operativer Brutto Cashflow	1,8	2,5	2,8	2,8	3,1	3,3	3,4	3,4
- Zunahme Net Working Capital	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
- Investitionen AV	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1
Free Cashflow	1,9	2,6	2,9	2,9	3,2	3,5	3,5	3,5

SMC-Schätzmodell

gen, bis auf einen Spitzenwert von 41,9 Prozent im Jahr 2022, der nicht weit über dem Wert liegt, den wallstreet:online in diesem Jahr erzielen könnte. Die EBIT-Marge zum Ende des Detailprognosezeitraums sehen wir bei 41,4 Prozent, der starke Anstieg in den letzten beiden Jahren des Betrachtungszeitraums ist den entfallenden Goodwill-Abschreibungen geschuldet. Ab 2025 haben wir zur Ermittlung des Terminal Value einen Sicherheitsabschlag von 20 Prozent auf die Marge vorgenommen.

Detailprognosezeitraum

Die Tabelle auf der vorherigen Seite zeigt die aus diesen Annahmen resultierenden wichtigsten Daten des Detailprognosezeitraums von 2017 bis 2024, detaillierte Übersichten zur prognostizierten Bilanz, GUV und Kapitalflussrechnung finden sich im Anhang. Im Anschluss an den Detailprognosezeitraum kalkulieren wir mit einem ewigen Cashflow-Wachstum von 1,0 Prozent.

Diskontierungszins

Den freien Cashflow diskontieren wir mit den WACC (*Weighted Average Cost of Capital*), wobei wir einen FK-Zins von 5 Prozent ansetzen. Den Eigenkapitalkostensatz ermitteln wir mit Hilfe des CAPM (*Capital Asset Pricing Model*). Als sicheren Zins nehmen wir mit 2,5 Prozent einen gemittelten Wert der deutschen Umlaufrendite, die Marktisikoprämie taxieren wir mit 5,4 Prozent auf einen für Deutschland angemessenen Durchschnittswert (Quelle: Pablo Fernandez, Javier Aguirreamalloa and Luis Corres: Market risk premium used in 82 countries in 2012: a survey with 7,192 answers). Als Beta nehmen wir einen fundamental angemessenen Wert für ein etabliertes Finanzportal in Höhe von 1,3. Daraus resultiert bei einer Zielkapitalstruktur mit 75 Prozent Eigenkapital ein WACC-Satz von 8,0 Prozent.

Kursziel: 30,70 Euro je Aktie

Aus unseren Annahmen resultiert in unserem favorisierten Szenario (ewiges Wachstum 1,0 Prozent, WACC 8,0 Prozent) ein Marktwert des Eigenkapitals in Höhe von 41,0 Mio. Euro. Rechnet man dies auf die 1,33 Mio. Aktien um (voll verwässert), resultiert daraus ein Wert von 30,74 Euro, woraus wir ein Kursziel von 30,70 Euro für die Aktie ableiten. In Relation zum aktuellen Kurs entspricht das einem Aufwärtspotenzial von ca. 40 Prozent.

Leicht überdurchschnittliches Prognoserisiko

Ergänzend zur fundamentalen Bewertung schätzen wir das Prognoserisiko auf einer Skala von 1 Punkt (sehr niedrig) bis 6 Punkten (sehr hoch) ein. Das Werbegeschäft von wallstreet:online ist sehr zyklisch, was die Schätzunsicherheit erhöht. Der Anteil von gut kalkulieren Erlösen dürfte in den nächsten Jahren aber kontinuierlich zunehmen, wobei sich die Geschäftsbereiche noch im Aufbau befinden. Infolgedessen sehen wir ein leicht überdurchschnittliches Prognoserisiko (vier von sechs Punkten).

Sensitivitätsanalyse	Ewiges Cashflowwachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
7,0%	39,48	37,21	35,33	33,74	32,38
7,5%	36,22	34,40	32,86	31,54	30,40
8,0%	33,50	32,01	30,74	29,64	28,67
8,5%	31,19	29,96	28,89	27,96	27,14
9,0%	29,21	28,18	27,28	26,49	25,78

Sensitivitätsanalyse

Bei einer Variation der Inputparameter WACC (zwischen 7,0 und 9,0 Prozent) und ewiges Cashflowwachstum (zwischen 0 und 2 Prozent) liegt der faire Wert der Aktie zwischen 25,78 und 39,48 Euro.

Fazit

wallstreet:online hat in den letzten Jahren in den Ausbau des Vertriebs und in die Produktentwicklung investiert und erntet jetzt die Früchte dieser Offensive. Im ersten Halbjahr 2017 konnte das Unternehmen den Umsatz um 60 Prozent auf 2,0 Mio. Euro steigern. Dank eines sehr gut skalierbaren Geschäftsmodells und schlanker Strukturen ermöglichte das eine Steigerung des EBITDA um den Faktor zwölf auf 0,65 Mio. Euro. Daraus errechnet sich eine stattliche operative Marge von 32,5 Prozent. Die wichtigsten Treiber sind aktuell das Investor-Relations-Geschäft für Small Caps, Buchungen der FinTech-Industrie sowie Werbekooperationen mit Brokern.

Insgesamt ist die Abhängigkeit vom zyklischen Werbegeschäft immer noch recht hoch, aber das Management arbeitet an einer Diversifikation der Aktivitäten. In Vorbereitung befinden sich transaktionsbasierte Geschäftsmodelle, bei denen die Berliner nicht nur einmalig an der Vermittlung von Kunden verdienen, sondern auch anteilig an dem Geschäftsvolumen, das der Partner im Anschluss mit den neuen Kunden generiert. Darüber hinaus arbeitet wallstreet:online an einem Einstieg in den Bereich Social-Trading, für den dank der großen und aktiven Community eine gute Basis besteht.

Forciert werden könnte die Ausweitung des Geschäftsmodells durch eine Übernahme. wallstreet:online hat kürzlich bekannt gegeben, dass Verhandlungen bezüglich einer Akquisition der Markets Inside Media GmbH geführt werden, die das Portal und die App boersennews betreibt. Die App von boersennews wird bereits deutlich stärker frequentiert als das Angebot von wallstreet:online, daher könnten die Berliner im wichtigen Mobilgeschäft ihrer Positionierung deutlich verbessern. Außerdem arbeitet der Übernahmekandidat an einer neuartigen Lösung für das Social-Trading und stellt auch in dieser Hinsicht eine ideale Ergänzung dar.

Wir sehen dieses Wachstumspotenzial in der Aktie von wallstreet:online noch nicht berücksichtigt. Schon die aktuellen Zahlen rechtfertigen höhere Kurse, auch wenn die Gesellschaft wegen der Abhängigkeit vom zyklischen Werbegeschäft mit einem Discount gehandelt wird. Der Einfluss dieses Geschäftsbereichs dürfte aber abnehmen, was nach unserer Auffassung eine Neubewertung der Aktie begründen dürfte. Unser Bewertungsmodell signalisiert einen fairen Kurs von 30,70 Euro und damit ein erhebliches Aufwärtspotenzial, obwohl wir sowohl die Entwicklung des Stammgeschäfts als auch den Beitrag neuer Bereiche vorsichtig kalkuliert haben. Unser Urteil lautet daher „Buy“.

Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024
AKTIVA									
I. AV Summe	0,2	0,1	6,0	4,7	3,5	2,2	1,0	0,4	0,4
1. Immat. VG	0,2	0,0	5,7	4,4	3,2	1,9	0,7	0,1	0,1
2. Sachanlagen	0,0	0,0	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
II. UV Summe	1,8	2,2	5,2	9,2	13,3	17,5	21,7	26,0	30,3
PASSIVA									
I. Eigenkapital	1,8	1,9	10,3	11,8	13,3	15,2	17,4	20,2	23,7
II. Rückstellungen	0,2	0,2	0,3	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5	0,6
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
2. Kurzfristiges FK	0,1	0,1	0,7	1,9	3,1	4,1	4,8	5,6	6,4
BILANZSUMME	2,1	2,2	11,2	14,0	16,8	19,7	22,7	26,4	30,7

GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024
Umsatzerlöse	2,8	4,6	6,5	8,1	9,0	9,8	10,6	11,5	12,3
Gesamtleistung	2,9	4,7	6,6	8,2	9,1	9,9	10,7	11,6	12,4
Rohertrag	2,3	3,9	5,5	6,8	7,6	8,2	8,9	9,6	10,3
EBITDA	0,4	1,8	2,5	3,0	3,6	4,0	4,4	4,8	5,2
EBIT	0,2	1,6	1,8	1,7	2,3	2,7	3,2	4,1	5,1
EBT	0,2	1,6	1,8	1,8	2,4	2,9	3,3	4,4	5,4
JÜ (vor Ant. Dritter)	0,2	1,6	1,8	1,5	1,5	1,9	2,2	2,8	3,5
JÜ	0,2	1,6	1,8	1,5	1,5	1,9	2,2	2,8	3,5
EPS	0,18	1,60	1,81	1,48	1,52	1,82	2,13	2,78	3,45

Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024
CF operativ	0,3	1,9	2,6	2,9	3,0	3,3	3,6	3,7	3,8
CF aus Investition	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1
CF Finanzierung	0,0	-1,5	0,5	1,2	1,2	1,0	0,7	0,7	0,7
Liquidität Jahresanfa.	1,1	1,4	1,8	4,9	8,9	13,1	17,3	21,6	26,0
Liquidität Jahresende	1,4	1,8	4,9	8,9	13,1	17,3	21,6	26,0	30,4

Kennzahlen

Prozent	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024
Umsatzwachstum	12,3%	62,5%	41,1%	24,3%	11,6%	8,7%	8,3%	8,0%	7,7%
Rohertragsmarge	81,3%	84,5%	84,5%	84,2%	84,1%	84,0%	83,9%	83,9%	83,8%
EBITDA-Marge	14,6%	38,9%	38,0%	37,7%	40,1%	41,0%	41,9%	41,9%	41,8%
EBIT-Marge	6,4%	35,5%	28,3%	21,7%	25,7%	27,8%	29,7%	36,0%	41,4%
EBT-Marge	6,4%	35,6%	28,5%	22,0%	26,5%	29,3%	31,5%	38,2%	43,9%
Netto-Marge (n.A.D.)	6,4%	35,6%	28,5%	18,7%	17,2%	19,0%	20,5%	24,8%	28,5%

Impressum & Disclaimer

Impressum

Herausgeber

sc-consult GmbH

Alter Steinweg 46

48143 Münster

Internet: www.sc-consult.com

Telefon: +49 (0) 251-13476-94

Telefax: +49 (0) 251-13476-92

E-Mail: kontakt@sc-consult.com

Verantwortlicher Analyst

Dipl.-Kfm Holger Steffen

Charts

Die Charts wurden mittels Tai-Pan (www.lp-software.de) erstellt.

Disclaimer

Rechtliche Angaben (§34b Abs. 1 WpHG und FinAnV)

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der Finanzanalyse ist die sc-consult GmbH mit Sitz in Münster, die derzeit von den beiden Geschäftsführern Dr. Adam Jakubowski und Dipl.-Kfm. Holger Steffen vertreten wird. Die sc-consult GmbH untersteht der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgiallee 12, D-60439 Frankfurt und Graurheindorfer Strasse 108, D-53117 Bonn.

I) Interessenkonflikte

Im Rahmen der Erstellung der Finanzanalyse können Interessenkonflikte auftreten, die im Folgenden detailliert aufgeführt sind:

- 1) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag des Unternehmens entgeltlich erstellt
- 2) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag von Dritten entgeltlich erstellt
- 3) Die sc-consult GmbH hat die Studie vor der Veröffentlichung dem Auftraggeber / dem Unternehmen zur Sichtung vorgelegt
- 4) Die Studie wurde aufgrund sachlich berechtigter Einwände des Auftraggebers / des Unternehmens inhaltlich geändert
- 5) Die sc-consult GmbH unterhält mit dem Unternehmen, das Gegenstand der Finanzanalyse ist, über das Research hinausgehende Auftragsbeziehungen (z.B. Investor-Relations-Dienstleistungen)

6) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person halten zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung Aktien von dem Unternehmen oder derivative Instrument auf die Aktie

7) Die sc-consult GmbH hat die Aktie in ein von ihr betreutes Musterdepot aufgenommen

Im Rahmen der Erstellung dieser Finanzanalyse sind folgende Interessenskonflikte aufgetreten: 1), 3), 4)

Die sc-consult GmbH hat im Rahmen der Compliance-Bestimmungen Strukturen und Prozesse etabliert, die die Identifizierung und die Offenlegung möglicher Interessenkonflikte sicherstellen. Der verantwortliche Compliance-Beauftragte für die Einhaltung der Bestimmung ist derzeit der Geschäftsführer Dipl.-Kfm. Holger Steffen (Email: holger.steffen@sc-consult.com)

II) Erstellung und Aktualisierung

Die vorliegende Finanzanalyse wurde erstellt von: Dipl.-Kfm Holger Steffen

Die sc-consult GmbH verwendet bei der Erstellung ihrer Finanzanalysen ein fünfgliedriges Urteilsschema hinsichtlich der Kurserwartung in den nächsten zwölf Monaten. Außerdem wird das jeweilige Prognoserisiko in einer Range von 1 (niedrig) bis 6 (hoch) quantifiziert. Die Urteile lauten dabei:

Strong Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als unterdurchschnittlich (1 bis 2 Punkte) ein.
Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als durchschnittlich (3 bis 4 Punkte) ein.
Speculative Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als überdurchschnittlich (5 bis 6 Punkte) ein.
Hold	Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments stabil bleibt (zwischen -10 und +10 Prozent). Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert.
Sell	Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent nachgibt. Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert.

Die erwartete Kursänderung bezieht sich auf den aktuellen Aktienkurs des analysierten Unternehmens. Bei diesem und allen anderen in der Finanzanalyse angegebenen Aktienkursen handelt es sich um XETRA-Schlusskurse des letzten Handelstages vor der Veröffentlichung. Falls das Wertpapier nicht auf Xetra gehandelt wird, wird der Schlusskurs eines anderen öffentlichen Handelsplatzes herangezogen und dies gesondert vermerkt.

Die im Rahmen der Urteilsfindung veröffentlichten Kursziele für die analysierten Unternehmen werden mit gängigen finanzmathematischen Verfahren berechnet, in erster Linie mit der Methodik der Free-Cashflow-Diskontierung (DCF-Methode), dem Sum-of-Parts-Verfahren sowie der Peer-Group-Analyse. Die Bewer-

tungsverfahren werden von den volkswirtschaftlichen Rahmenbedingungen, insbesondere von der Entwicklung der Marktzinsen, beeinflusst.

Das aus dieser Methodik resultierende Urteil spiegelt die aktuellen Erwartungen wider und kann sich in Abhängigkeit von unternehmensindividuellen oder volkswirtschaftlichen Änderungen jederzeit ändern.

In den letzten 24 Monaten hat die sc-consult folgende Finanzanalysen zu dem Unternehmen veröffentlicht:

Datum	Anlageempfehlung	Kursziel	Interessenkonflikte
-	-	-	-

In den nächsten zwölf Monaten wird die sc-consult GmbH zu dem analysierten Unternehmen voraussichtlich folgende Finanzanalysen erstellen: Ein Update und zwei Comments

Die Veröffentlichungstermine der Finanzanalysen stehen zum jetzigen Zeitpunkt noch nicht verbindlich fest.

Haftungsausschluss

Herausgeber der Studie ist die sc-consult GmbH. Die Herausgeberin übernimmt keinerlei Gewähr für die Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten in der Analyse. Die vorliegende Studie wurde unter Beachtung der deutschen Kapitalmarktvorschriften erstellt und ist daher ausschließlich für Kapitalmarktteilnehmer in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt; ausländische Kapitalmarktregelungen wurden nicht berücksichtigt und finden in keiner Weise Anwendung. Die Analyse dient ferner ausschließlich der unabhängigen und eigenverantwortlichen Information des Lesers und stellt keineswegs eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der besprochenen Wertpapiere dar. Ferner bilden weder diese Veröffentlichung noch die in ihr enthaltenen Informationen die Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendeiner Art. Jedes Investment in Aktien, Anleihen oder Optionen ist mit Risiken behaftet. Lassen Sie sich bei Ihren Anlageentscheidungen von einer qualifizierten Fachperson beraten.

Die Informationen und Daten in der vorliegenden Finanzanalyse stammen aus Quellen, die die Herausgeberin für zuverlässig hält. Bezüglich der Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten übernimmt die Herausgeberin jedoch keine Gewähr. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle Einschätzung der Ersteller wider. Diese Einschätzung kann sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Es wird keine Haftung für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art übernommen, die im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Finanzanalyse oder deren Befolgung stehen. Mit der Entgegennahme dieses Dokuments erklären Sie sich einverstanden, dass die vorhergehenden Regelungen für Sie bindend sind.

Copyright

Das Urheberrecht für alle Beiträge und Statistiken liegt bei der sc-consult GmbH, Münster. Alle Rechte vorbehalten. Nachdruck, Aufnahme in Online-Dienste, Internet und Vervielfältigungen auf Datenträgern nur mit vorheriger schriftlicher Genehmigung.