GBC Research Anno

Smartbroker Holding AG

SMARTBROKER HOLDING

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“

Smartbroker Holding AG[*5a,11]

Vom Investitionsjahr zur Skalierungsphase – Smartbroker+ mit deutlichem Margenpotenzial

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

Mitarbeiter: 271 (ø 2025)
Hauptsitz: Berlin
Vorstand: André Kolbinger (CEO), Michael Bulgrin, Oliver Haugk, Stefan Zmojda

Die Smartbroker-Gruppe betreibt mit Smartbroker+ einen mehrfach ausgezeichneten Online-Broker, der das breite Produktspektrum klassischer Broker mit den günstigen Konditionen moderner Neobroker verbindet. Mit mehr als 259.000 Kunden und einem betreuten Kundenvermögen von 14,7 Mrd. € zählt das Berliner Unternehmen zu den führenden Anbietern im deutschen Neobroker-Segment. Neben dem Brokerage-Geschäft betreibt die Gruppe mit wallstreet-online.de, boersenNews.de, FinanzNachrichten.de und ARIVA.de vier reichweitenstarke Finanzportale samt Apps. Diese erreichten 2025 insgesamt rund 2,9 Mrd. Seitenaufrufe. Mit durchschnittlich 4,7 Mio. monatlichen Nutzern ist die Smartbroker-Gruppe der größte verlagsunabhängige Finanzportalbetreiber im deutschsprachigen Raum und unterhält zugleich eine der größten Finanz-Communities.

	GJ 2024	GJ 2025	GJ 2026e	GJ 2027e	GJ 2028e
Umsatz	52,48	68,28	70,00	83,00	99,00
EBITDA	8,97	-0,33	0,50	11,50	22,00
EBIT	-1,70	-10,60	-8,20	4,50	15,80
Jahresüberschuss	-1,39	-10,56	-8,15	4,00	13,00
Gewinn je Aktie	-0,08	-0,63	-0,49	0,24	0,77
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
EV/Umsatz	2,56	1,97	1,92	1,62	1,36
EV/EBITDA	14,99	-409,81	268,84	11,69	6,11
EV/EBIT	-79,02	-12,68	-16,39	29,87	8,51
KGV	-108,74	-14,34	-18,57	37,84	11,64
KBV		3,90			

Investment Case

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

Bewertung: Kaufen
Kursziel: 17,80 € (bisher: 17,60 €)

Aktie und Stammdaten



Xetra-Kurs 16.07.26 9:24	9,24 EUR
Symbol	SB1
ISIN	DE000A2GS609
WKN	A2GS60
Anzahl der Aktien (in Mio.):	16,78
MCap (in Mio. €)	151,36
Enterprise Value (in Mio. €)	134,42
Marktsegment	Freiverkehr
Geschäftsjahr	31. Dezember
Rechnungslegung	HGB

Aktionärsstruktur

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

Finanztermine

09.09.26 Halbjahresabschluss
10.09.26 Hauptversammlung

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

Letzter GBC-Research

Datum: Veröffentlichung / Kursziel / Bewertung
17.03.2026: RS / 17,60 / KAUFEN
08.01.2026: RS / 17,60 / KAUFEN
10.11.2025: RS / 17,50 / KAUFEN
** Die oben genannten Researchberichte können unter www.gbc-ag.de** abgerufen werden.

Fertigstellung: 16.07.2026 (10:00 Uhr)
Erste Weitergabe: 16.07.2026 (11:00 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2027

*Katalog der möglichen Interessenkonflikte auf S.22

EXECUTIVE SUMMARY

- Die Smartbroker Holding AG befindet sich nach einem sehr wachstumsstarken, aber ergebnisseitig investitionsgeprägten Geschäftsjahr 2025 in einer entscheidenden Skalierungsphase. Die Konzernumsatzerlöse stiegen im Geschäftsjahr 2025 deutlich um 30,1 % auf 68,28 Mio. € (Vorjahr: 52,48 Mio. €) und lagen damit spürbar über der ursprünglichen Planung. Wachstumstreiber war insbesondere das Transaktionsgeschäft rund um Smartbroker+, dessen Umsätze auf 40,14 Mio. € (Vorjahr: 27,23 Mio. €) zunahmen. Das Media-Geschäft entwickelte sich mit Umsätzen von 28,14 Mio. € (Vorjahr: 25,25 Mio. €) ebenfalls positiv und bildete weiterhin den stabilen Ergebnisanker der Gruppe. Damit verschiebt sich die Umsatzstruktur zunehmend zugunsten des wachstumsstärkeren Brokerage-Geschäfts, während das Media-Segment weiterhin Reichweite, Markenbekanntheit und potenzielle Lead-Generierung liefert.

- Operativ profitierte Smartbroker im Geschäftsjahr 2025 von einer deutlich ausgeweiteten Kundenbasis, einer hohen Handelsaktivität und einem positiven Kapitalmarktumfeld. Die Kundenzahl erhöhte sich auf mehr als 259.000 Kunden (Vorjahr: rund 188.000 Kunden), das betreute Kundenvermögen stieg auf 14,7 Mrd. € (Vorjahr: 10,0 Mrd. €) und die Anzahl der abgewickelten Trades erreichte 6,7 Mio. (Vorjahr: 3,8 Mio.). Diese Entwicklung zeigt, dass Smartbroker+ nach der Stabilisierungsphase zunehmend als zentraler Wachstumstreiber der Gruppe fungiert. Gleichzeitig dürfte ein Teil der hohen Dynamik 2025 durch die außergewöhnlich hohe Handelsaktivität im volatilen Marktumfeld begünstigt worden sein, weshalb wir für 2026 zunächst eine vorsichtigere Umsatzentwicklung unterstellen.

- Die Ergebnisentwicklung des Geschäftsjahres 2025 war durch bewusst erhöhte Wachstumsinvestitionen geprägt. Das EBITDA nach Kundengewinnungskosten belief sich auf -0,33 Mio. € (Vorjahr: 8,97 Mio. €). Hauptursache war die deutliche Ausweitung der Kundengewinnungskosten auf 9,81 Mio. € (Vorjahr: 1,68 Mio. €). Vor Kundengewinnungskosten lag das EBITDA jedoch weiterhin klar positiv bei 9,5 Mio. € (Vorjahr: 10,7 Mio. €), wobei das Vorjahr durch einen positiven Sondereffekt von 4,2 Mio. € begünstigt war. Bereinigt um diesen Effekt hat sich die operative Basis vor Wachstumsinvestitionen somit verbessert. Das Media-Segment erzielte ein EBITDA von 6,7 Mio. € (Vorjahr: 4,8 Mio. €) und erreichte eine EBITDA-Marge von 23,8 % (Vorjahr: 19,0 %). Das Transaktionsgeschäft war nach Kundengewinnungskosten noch defizitär, zeigte vor Akquisitionskosten jedoch bereits eine positive operative Basis.

- Für das Geschäftsjahr 2026 erwarten wir einen moderaten Umsatzanstieg auf 70,00 Mio. € (2025: 68,28 Mio. €). Damit liegt unsere Schätzung innerhalb der vom Management kommunizierten Umsatzbandbreite von 66,00 Mio. € bis 72,00 Mio. €. Wir sehen 2026 als Übergangsjahr, in dem die höhere Kundenbasis zwar zur Stabilisierung der Umsätze beiträgt, die Ergebnisdynamik jedoch durch weiterhin hohe Kundengewinnungskosten, Produktinvestitionen, den PFOF-Wegfall sowie ein intensiveres Wettbewerbsumfeld begrenzt wird. Für 2026 prognostizieren wir ein EBITDA von 0,50 Mio. € und ein Nettoergebnis von -8,15 Mio. €.

- Ab 2027 sollte die Skalierung des Geschäftsmodells deutlicher sichtbar werden. Wir erwarten für 2027 Umsatzerlöse von 83,00 Mio. € und ein EBITDA von 11,50 Mio. €. Der wesentliche Treiber dürfte das Transaktionsgeschäft sein, das von einer größeren und reiferen Kundenbasis, steigenden Depotvolumina, höherer Produktnutzung sowie zusätzlichen Erlösen aus Handelsaktivitäten, Sparplänen, Zins- und Cash-Komponenten profitieren sollte. Zugleich sollte

sich die Marketingintensität relativ zum Umsatz schrittweise normalisieren. Für 2027 erwarten wir die Rückkehr in die Gewinnzone mit einem Nettoergebnis von 4,00 Mio. €. Für 2028 prognostizieren wir eine weitere Umsatzsteigerung auf 99,00 Mio. €, ein EBITDA von 22,00 Mio. € und ein Nettoergebnis von 13,00 Mio. €. Damit würde Smartbroker Holding zunehmend in eine Ertragsphase eintreten, in der Smartbroker+ den wesentlichen Wert- und Ergebnishebel des Konzerns darstellt.

- Die Bilanz bietet weiterhin eine solide Grundlage für die Wachstumsstrategie. Trotz des Konzernjahresfehlbetrags lag die Eigenkapitalquote zum 31.12.2025 bei hohen 73,4 % (31.12.2024: 77,5 %). Die liquiden Mittel beliefen sich auf 19,87 Mio. € (31.12.2024: 22,01 Mio. €), während die Bankverbindlichkeiten deutlich auf 2,93 Mio. € (31.12.2024: 6,19 Mio. €) reduziert wurden. Damit verfügt die Gesellschaft über ausreichenden finanziellen Spielraum, um die weitere Produktentwicklung und Kundengewinnung zu finanzieren.

- **Auf Basis unseres DCF-Modells ergibt sich ein fairer Wert je Aktie von 17,80 € (bisher: 17,60 €). Die Bewertung reflektiert die zunehmende Skalierung des Brokerage-Geschäfts, die stabile Ergebnisbasis des Media-Segments sowie die erwartete Rückkehr zu positiven Jahresergebnissen ab 2027. Zusätzliche Potenziale aus der B2B-Trading-API, neuen Konto- und Depottypen, KI-gestützten Trading-Funktionen, Heavy-Trader-Angeboten sowie dem Altersvorsorgedepot sind in unseren Prognosen nur teilweise berücksichtigt. Vor diesem Hintergrund vergeben wir für die Aktie der Smartbroker Holding AG das Rating KAUFEN mit einem Kursziel von 17,80 €.**

INHALTSVERZEICHNIS

Executive Summary 3
Geschäftsmodell 6
Markt und Marktumfeld 8
Geschäftsentwicklung GJ 2025 11
Umsatzentwicklung im GJ 2025 11
Ergebnisentwicklung im GJ 2025 12
Darstellung der Bilanz- und Finanzlage 14
Prognose und Modellannahmen 15
Umsatzprognose 15
Ergebnisprognose 16
Bewertung 19
Modellannahmen 19
Bestimmung der Kapitalkosten 19
Bewertungsergebnis 19
DCF-Modell 20
Anhang 21

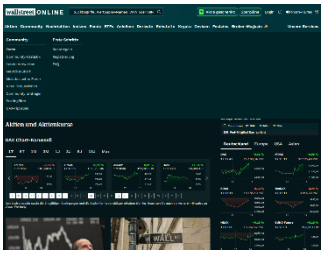
GESCHÄFTSMODELL

Die Smartbroker Holding AG ist ein Fintech- und Finanzmedienunternehmen mit einem hybriden Geschäftsmodell aus Online-Brokerage und digitalen Finanzinformationsangeboten. Die Gruppe verbindet damit zwei komplementäre Geschäftsfelder: Zum einen betreibt sie mit Smartbroker+ eine eigene Brokerage-Plattform für Privatanleger, zum anderen verfügt sie mit wallstreet-online.de, boersenNews.de, FinanzNachrichten.de und ARIVA.de über reichweitenstarke Finanzportale samt Apps. Durch diese Kombination kann Smartbroker sowohl an der zunehmenden Digitalisierung des Wertpapiergeschäfts als auch an der hohen Nachfrage nach Finanzinformationen, Kursdaten, Nachrichten und Community-Inhalten partizipieren.



Das Brokerage-Geschäft bildet den strategischen Wachstumskern der Gruppe. Smartbroker+ positioniert sich zwischen klassischen Direktbanken und modernen Neobrokern. Während Neobroker häufig durch sehr einfache Nutzerführung und niedrige Preise überzeugen, klassische Broker dagegen meist ein breiteres Produkt- und Handelsplatzspektrum bieten, versucht Smartbroker+ beide Ansätze zu verbinden. Die Plattform bietet günstige Konditionen, zugleich aber ein breiteres Produktspektrum als viele einfache Neobroker. Hierzu zählen unter anderem der Handel über verschiedene Handelsplätze, Sparpläne, eine breite Wertpapierauswahl sowie perspektivisch weitere Konto-, Depot- und Orderfunktionen. Damit adressiert Smartbroker nicht nur einfache ETF-Sparer, sondern auch aktivere Privatanleger mit höherem Anspruch an Produkttiefe, Handelsmöglichkeiten und Ausführung.

Die Erlöse im Transaktionsgeschäft entstehen im Wesentlichen aus der Nutzung der Brokerage-Plattform. Dazu zählen Order- und transaktionsnahe Erlöse, Erlöse aus Handelsaktivitäten, Sparplan- und Produktkomponenten, Zins- und Cash-bezogene Erlöse sowie weitere brokerage-nahe Vergütungsbestandteile. Wesentliche operative Werttreiber sind die Anzahl der Kunden, das betreute Kundenvermögen, die Handelsaktivität je Kunde, die Anzahl der Trades sowie die Monetarisierung zusätzlicher Produkte und Funktionen. Im Geschäftsjahr 2025 stieg die Kundenzahl auf mehr als 259.000 Kunden, das betreute Kundenvermögen auf 14,7 Mrd. € und die Anzahl der abgewickelten Trades auf 6,7 Mio. Damit hat Smartbroker+ deutlich an Relevanz innerhalb der Gruppe gewonnen und ist inzwischen der zentrale Wachstumstreiber des Konzerns.



Das Media-Geschäft bildet den zweiten wesentlichen Geschäftsbereich und fungiert als stabiler Umsatz- und Ergebnisanker. Über die Finanzportale wallstreet-online.de, boersenNews.de, FinanzNachrichten.de und ARIVA.de erreicht die Gruppe eine große Zahl finanzinteressierter Nutzer im deutschsprachigen Raum. Die Portale bieten Nachrichten, Kursinformationen, Analysen, Diskussionen, Community-Funktionen und weitere kapitalmarktnahe Inhalte. Die Erlöse entstehen vor allem aus Online-Werbung, Reichweitenvermarktung, Content- und datenbezogenen Angeboten sowie weiteren digitalen Vermarktungsformen. Im Geschäftsjahr 2025 erreichten die Finanzportale rund 2,9 Mrd. Seitenaufrufe und durchschnittlich 4,7 Mio. monatliche Nutzer. Damit verfügt die Gruppe über eine starke Marktposition im deutschsprachigen Finanzinformationsmarkt.

Strategisch liegt der besondere Vorteil des Geschäftsmodells in der Verbindung beider Bereiche. Das Media-Geschäft liefert Reichweite, Markenbekanntheit, Zielgruppenzugang und potenziell kosteneffiziente Kundenakquisition. Die Nutzer der Finanzportale gehören genau zu der Zielgruppe, die auch für ein Brokerage-Angebot relevant ist: kapitalmarktaffine Privatanleger, Trader, ETF-Sparer und Nutzer mit Interesse an Wertpapieren. Dadurch kann Smartbroker die eigene Media-

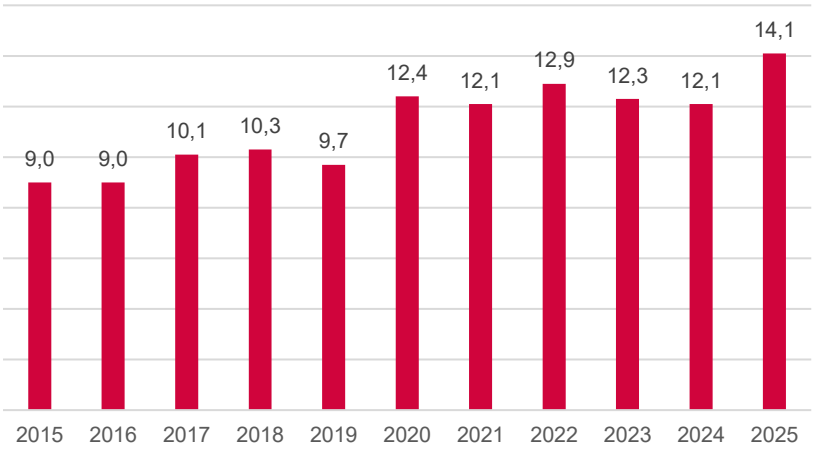
Reichweite nutzen, um Smartbroker+ bekannter zu machen, Neukunden zu gewinnen und die Kundenbindung zu stärken. Gleichzeitig kann das Brokerage-Geschäft von den etablierten Communities und Informationsangeboten profitieren.

Der wirtschaftliche Hebel des Geschäftsmodells liegt vor allem in der Skalierbarkeit des Brokerage-Geschäfts. Die technische, regulatorische und personelle Infrastruktur wurde in den vergangenen Jahren aufgebaut und verursacht zunächst hohe Fixkosten sowie Investitionsaufwendungen. Zusätzliche Kunden, steigende Depotvolumina und höhere Handelsaktivität sollten jedoch nicht zu einem proportionalen Kostenanstieg führen. Dadurch besteht mittelfristig erhebliches Margenpotenzial, sofern Smartbroker+ die Kundenbasis weiter ausbauen und bestehende Kunden stärker monetarisieren kann. Das Media-Geschäft trägt dabei zur Stabilisierung bei, da es bereits heute positive Ergebnisbeiträge liefert und die Investitionen in das Brokerage-Geschäft teilweise mitfinanzieren kann.

MARKT UND MARKTUMFELD

Der deutsche Brokerage- und Finanzinformationsmarkt befindet sich weiterhin in einem strukturellen Wandel. Nach vielen Jahren einer vergleichsweise schwach ausgeprägten Aktienkultur steigt die Kapitalmarktbeteiligung privater Haushalte inzwischen deutlich. Nach Angaben des Deutschen Aktieninstituts investierten 2025 rund 14,1 Mio. Menschen in Deutschland direkt oder indirekt in Aktien, Aktienfonds oder ETFs. Dies entspricht einem Anstieg um rund 2,0 Mio. Personen gegenüber dem Vorjahr und bedeutet, dass mittlerweile etwa jede fünfte Person ab 14 Jahren am Aktienmarkt beteiligt ist. Besonders relevant für digitale Broker ist dabei der anhaltende Trend zu Fonds- und ETF-Anlagen: 12,1 Mio. Menschen hielten 2025 Aktienfonds- oder ETF-Investments, während 4,9 Mio. Menschen direkt in Aktien investiert waren. Damit erweitert sich der adressierbare Markt nicht nur durch aktive Einzelaktieninvestoren, sondern vor allem durch die wachsende Zahl langfristig orientierter Wertpapiersparer.

Menschen in Deutschland mit Aktienanlagen



Quelle: Deutsches Aktieninstitut e.V.

Gleichzeitig bleibt das langfristige Marktpotenzial erheblich. Die privaten Haushalte in Deutschland verfügten zum Jahresende 2025 über ein Geldvermögen von rund 9,5 Bio. €. Der Anteil kapitalmarktnaher Anlagen ist zwar in den vergangenen Jahren gestiegen, dennoch liegt weiterhin ein großer Teil des Vermögens in niedrig verzinsten oder nur begrenzt produktiven Anlageformen. Für Broker, Banken und Vermögensplattformen ergibt sich daraus ein strukturelles Konversionspotenzial. Je stärker Wertpapiersparen als Standardinstrument für Vermögensaufbau und Altersvorsorge akzeptiert wird, desto größer wird der Markt für Depotführung, Sparpläne, Handelsdienstleistungen, Finanzinformationen und begleitende digitale Services.

Ein wesentlicher Treiber dieser Entwicklung ist die zunehmende Verbreitung kostengünstiger ETF- und Sparplanprodukte. ETFs haben sich in Deutschland von einem eher institutionell geprägten Produkt zu einem Kerninstrument privater Geldanlage entwickelt. Der BVI erstellt seit 2025 gemeinsam mit Clearstream eine eigene ETF-Statistik, um die Bestände deutscher Anleger und das auf den deutschen Markt entfallende Neugeschäft detailliert abzubilden. Dies unterstreicht die zunehmende Relevanz des ETF-Marktes für Finanzdienstleister und spricht für eine weiter steigende Bedeutung digitaler Depotplattformen mit breitem Sparplanangebot, niedrigen Kosten und einfacher Nutzerführung.

Zusätzlichen Rückenwind dürfte ab 2027 das Altersvorsorgedepot liefern. Die Reform der steuerlich geförderten privaten Altersvorsorge wurde 2026 beschlossen, die Umsetzung soll zum 1. Januar 2027 erfolgen. Das neue Altersvorsorgedepot soll renditestärker, kostengünstiger und unbürokratischer sein als das bisherige Riester-System und ermöglicht gefördertes Wertpapiersparen ohne klassische Garantieanforderungen. Für Online-Broker und Plattformen mit ETF-, Fonds- und Sparplaninfrastruktur könnte daraus ein wichtiger zusätzlicher Marktimpuls entstehen. Noch offen ist allerdings, ob der Effekt primär über höhere Depot- und Sparplanvolumina bei Brokern, über Werbebudgets von ETF- und Fondsanbietern oder über neue produktbezogene Vergütungsmodelle sichtbar wird. Für Smartbroker ergibt sich daraus ein potenzieller struktureller Upside.

Der Wettbewerb im deutschen Brokerage-Markt bleibt intensiv. In den vergangenen Jahren haben Neobroker durch sehr niedrige Ordergebühren, mobile Benutzerführung und einfache Sparplanangebote Marktanteile gewonnen und den Preisdruck auf klassische Direktbanken und Filialbanken erhöht. Während klassische Anbieter wie Comdirect, Consorsbank, ING oder Flatex weiterhin über große Kundenbestände und etablierte Marken verfügen, haben Trade Republic, Scalable Capital, Smartbroker+ und weitere digitale Anbieter die Kundenerwartungen hinsichtlich Preis, Nutzererlebnis und Geschwindigkeit wesentlich verändert. Der Markt fragmentiert sich dabei zunehmend in unterschiedliche Zielgruppen: einfache ETF-Sparer, preisbewusste Privatanleger, aktive Trader, Heavy Trader sowie vermögendere Kunden mit Bedarf an mehreren Handelsplätzen, Unterkonten, Währungskonten oder erweiterten Orderfunktionen.

Die jüngste Produktoffensive von Trade Republic verdeutlicht diese Verschiebung. Trade Republic hat eine Erweiterung der Handelsinfrastruktur angekündigt, darunter den Zugang zu 30 globalen Handelsplätzen, ein Best-Price-Ausführungsmodell, Direktpreis-Orders und ein neues Web-Terminal für aktive Anleger. Damit dringt Trade Republic stärker in ein Segment vor, das bislang eher von klassischen Direktbanken, spezialisierten Brokern und Anbietern mit größerer Produkttiefe adressiert wurde. Für Smartbroker erhöht dies kurzfristig den Wettbewerbsdruck im Bereich aktiver Anleger. Gleichzeitig bestätigt diese Entwicklung aber auch die strategische Attraktivität des Segments: Aktive und vermögendere Kunden gelten als wirtschaftlich besonders relevant, da sie höhere Handelsvolumina, höhere Deckungsbeiträge und stärkere Anforderungen an Produktbreite und Ausführung stellen.

Regulatorisch ist der Wegfall von Payment-for-Order-Flow der wichtigste kurzfristige Einschnitt. Nach den neuen MiFIR-Regeln dürfen Wertpapierfirmen keine Gebühren, Provisionen oder nichtmonetären Vorteile von Dritten dafür erhalten, dass Kundenorders an bestimmte Ausführungsplätze weitergeleitet werden. Deutschland konnte eine Übergangsregelung nutzen, ab Mitte 2026 gilt das Verbot jedoch uneingeschränkt. Für Neobroker verändert dies die Ertragsmechanik erheblich, da Rückvergütungen historisch ein wichtiger Bestandteil sehr günstiger Ordermodelle waren. Künftig gewinnen effiziente Abwicklungskosten, belastbare Handelsplatzvereinbarungen, Skaleneffekte, alternative Erlösquellen und eine überzeugende Best-Execution-Logik an Bedeutung. Anbieter, die den PFOF-Wegfall ohne deutliche Verschlechterung der Kundenkonditionen kompensieren können, dürften strategisch gestärkt aus der Umstellung hervorgehen.

Neben Brokerage bleibt auch der Markt für digitale Finanzinformationen relevant. Gerade in volatilen Marktphasen steigt der Bedarf privater Anleger an Nachrichten, Kursdaten, Analysen, Diskussionen und Einordnung. Gleichzeitig verändert sich die Traffic-Logik im Internet durch KI-generierte Suchergebnisse, verändertes Nutzerverhalten und steigende Abhängigkeit von Plattformen wie Google, Meta oder Social Media. Anbieter, die überwiegend auf generische Ratgeberinhalte und

Suchmaschinentraffic setzen, könnten dadurch unter Druck geraten. Dagegen bleiben aktuelle Kapitalmarktinformationen, Community-Interaktion, Echtzeitnähe und transaktionsnahe Inhalte strategisch wertvoll. Smartbroker verfügt hier über eine besondere Marktposition, da die Gruppe neben Smartbroker+ auch mehrere reichweitenstarke Finanzportale betreibt und im Geschäftsjahr 2025 rund 2,9 Mrd. Seitenaufrufe sowie durchschnittlich 4,7 Mio. monatliche Nutzer erreichte.

Aus unserer Sicht liegt die Marktchance von Smartbroker damit in der Verbindung zweier strukturell attraktiver Märkte: dem wachsenden digitalen Brokerage-Markt und dem weiterhin reichweitenstarken Markt für Finanzinformationen. Das Media-Geschäft liefert Reichweite, Marke, Zielgruppenzugang und einen potenziell kosteneffizienten Akquisitionskanal. Das Brokerage-Geschäft bietet dagegen den größeren Skalierungshebel, da zusätzliche Kunden, höhere Depotvolumina und steigende Handelsaktivität bei einer bereits aufgebauten technischen und regulatorischen Infrastruktur zu überproportionalen Ergebnisverbesserungen führen können. Entscheidend für die kommenden Jahre wird sein, ob Smartbroker+ seine Position zwischen günstigen Neobrokern und klassischen Vollsortiment-Brokern erfolgreich ausbauen kann. Gelingt dies, sollte das Unternehmen vom langfristigen Wachstum der Aktien- und ETF-Kultur, vom Altersvorsorgedepot, von der zunehmenden Digitalisierung des Wertpapiergeschäfts und von der steigenden Nachfrage aktiver Anleger nach leistungsfähigeren Brokerage-Funktionen profitieren.

GESCHÄFTSENTWICKLUNG GJ 2025

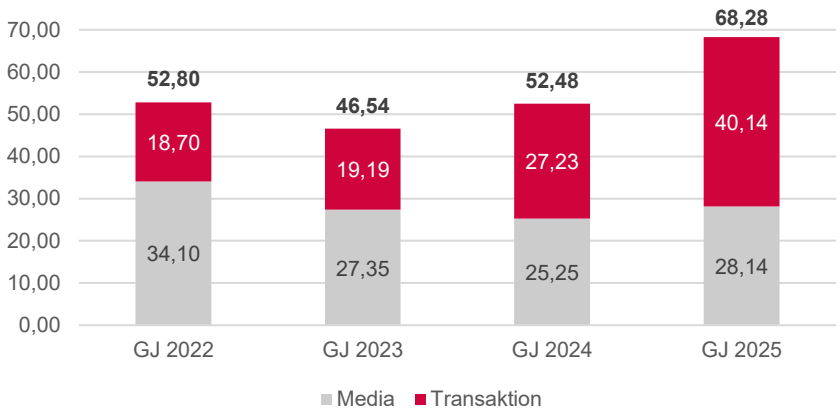
GuV in Mio. €	GJ 2021	GJ 2022	GJ 2023	GJ 2024	GJ 2025
Umsatzerlöse	48,20	52,79	46,54	52,48	68,28
EBITDA	3,56	8,77	1,35	8,97	-0,33
EBITDA-Marge	*7,4%*	*16,6%*	*2,9%*	*17,1%*	*-0,5%*
EBIT	0,35	-8,41	-5,22	-1,70	-10,60
EBIT-Marge	*0,7%*	*-15,9%*	*-11,2%*	*-3,2%*	*-15,5%*
Nettoergebnis	-0,54	-10,07	-5,92	-1,39	-10,56
EPS in €	-0,04	-0,64	-0,38	-0,08	-0,63

Quellen: Smartbroker Holding AG; GBC AG

Umsatzentwicklung im GJ 2025

Die Smartbroker Holding AG hat im Geschäftsjahr 2025 eine sehr starke Umsatzentwicklung erzielt. Die Konzernumsatzerlöse stiegen um 30,1 % auf 68,28 Mio. € (Vorjahr: 52,48 Mio. €) und lagen damit deutlich über der ursprünglichen Planung von 57,90 Mio. €. Der Umsatzanstieg war vor allem auf die deutlich ausgeweitete Kundenbasis, die hohe Handelsaktivität der Smartbroker+-Kunden sowie das positive Marktumfeld mit erhöhter Volatilität und gestiegenem Informationsbedarf privater Anleger zurückzuführen.

Umsatzentwicklung nach Segmenten (in Mio. €)



Quellen: Smartbroker Holding AG; GBC AG

Der wesentliche Wachstumstreiber war das Transaktionsgeschäft. Die Umsatzerlöse in diesem Segment erhöhten sich auf 40,14 Mio. € (Vorjahr: 27,23 Mio. €), was einem Anstieg von rund 47 % entspricht. Damit erhöhte sich der Anteil des Transaktionsgeschäfts am Konzernumsatz auf 58,8 % (Vorjahr: 51,9 %). Operativ profitierte das Segment von rund 77.000 Bruttoneukunden, einem Anstieg der Gesamtkundenzahl auf mehr als 259.000 Kunden (Vorjahr: rund 188.000 Kunden), einem betreuten Kundenvermögen von 14,7 Mrd. € (Vorjahr: 10,0 Mrd. €) sowie einer deutlich gestiegenen Anzahl auf 6,7 Mio. Trades (Vorjahr: 3,8 Mio. Trades).

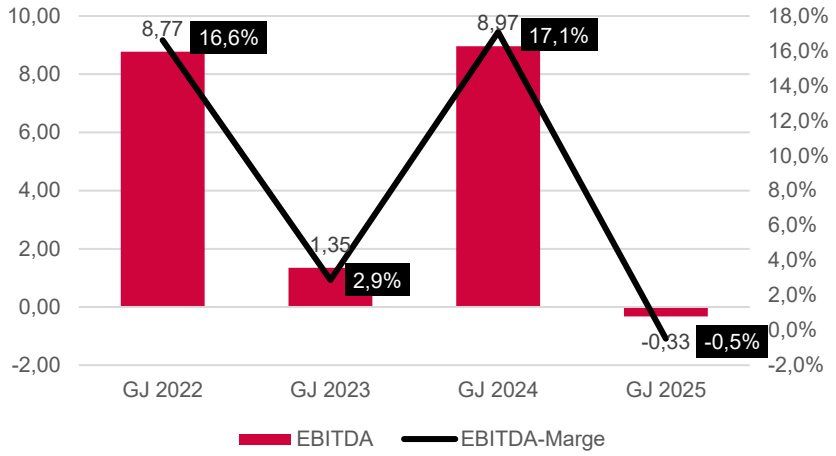
Auch das Media-Geschäft entwickelte sich positiv, wenngleich deutlich weniger dynamisch als das Brokerage-Geschäft. Die Media-Umsätze stiegen auf 28,14 Mio. € (Vorjahr: 25,25 Mio. €), entsprechend einem Wachstum von rund 11 %. Unterstützt wurde diese Entwicklung durch ein Reichweitenwachstum von rund 15 %, den Ausbau eigener redaktioneller Inhalte sowie neue redaktionelle Konzepte. Die Finanzportale erreichten im Geschäftsjahr 2025 rund 2,9 Mrd. Seitenaufrufe und durchschnittlich 4,7 Mio. Nutzer pro Monat.

Insgesamt zeigt die Umsatzentwicklung 2025 eine klare Verschiebung der Umsatzstruktur zugunsten des wachstumsstärkeren Transaktionsgeschäfts. Während das Media-Geschäft weiterhin einen stabilen Umsatz- und Ergebnisanker bildet, hat Smartbroker+ nach der abgeschlossenen Stabilisierungsphase zunehmend die Rolle des zentralen Wachstumstreibers übernommen. Die hohe Umsatzdynamik im Brokerage-Geschäft bestätigt damit die strategische Logik der Kombination aus reichweitenstarken Finanzportalen und eigener Brokerage-Plattform. Gleichzeitig ist zu berücksichtigen, dass ein Teil des Umsatzanstiegs durch eine außergewöhnlich hohe Handelsaktivität im volatilen Marktumfeld begünstigt wurde, sodass die Nachhaltigkeit der Umsatzbasis künftig vor allem von der weiteren Kundenmonetarisierung, der Aktivität der Neukundenkohorten und der Entwicklung der Handelsfrequenz abhängen wird.

Ergebnisentwicklung im GJ 2025

Trotz der sehr dynamischen Umsatzentwicklung hat sich die Ergebnislage der Smartbroker Holding AG im Geschäftsjahr 2025 deutlich verschlechtert. Das Konzern-EBITDA nach Kundengewinnungskosten sank auf -0,33 Mio. € (Vorjahr: 8,97 Mio. €). Hauptgrund hierfür war nicht eine operative Schwäche des Kerngeschäfts, sondern die bewusste Ausweitung der Wachstumsinvestitionen in Smartbroker+. Die Kundengewinnungskosten erhöhten sich dabei auf 9,81 Mio. € (Vorjahr: 1,68 Mio. €) und belasteten das berichtete Ergebnis erheblich. Vor Kundengewinnungskosten lag das operative EBITDA weiterhin deutlich positiv bei 9,5 Mio. € (Vorjahr: 10,7 Mio. €), wobei im Vorjahr ein positiver Sondereffekt von 4,2 Mio. € enthalten war. Bereinigt um diesen Effekt zeigt sich, dass die operative Ergebnisbasis vor Marketinginvestitionen gegenüber dem Vorjahr gestärkt wurde.

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



Quellen: Smartbroker Holding AG; GBC AG

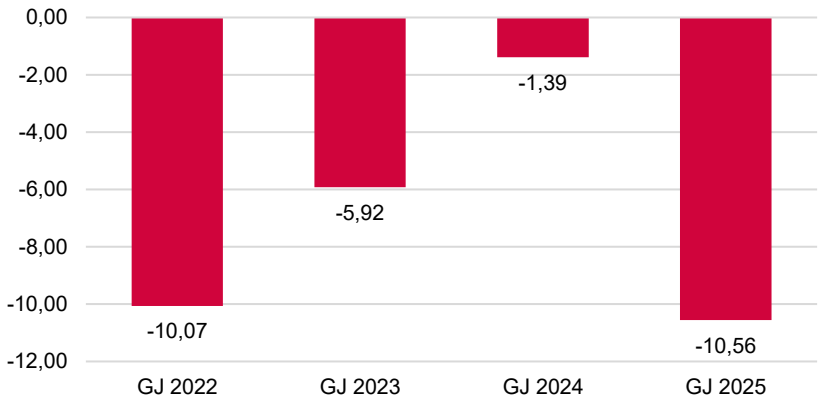
Der deutliche Anstieg der Wachstumsaufwendungen spiegelt sich vor allem im Materialaufwand wider. Dieser erhöhte sich auf 38,10 Mio. € (Vorjahr: 20,93 Mio. €). Neben den deutlich gestiegenen Kundengewinnungskosten waren hierfür höhere Tradingkosten infolge des gestiegenen Handelsvolumens sowie Aufwendungen für die weitere Optimierung von Smartbroker+ verantwortlich. Der Personalaufwand stieg dagegen nur moderat um 7,0 % auf 22,29 Mio. € (Vorjahr: 20,83 Mio. €), während die sonstigen betrieblichen Aufwendungen auf 9,04 Mio. € (Vorjahr: 6,76 Mio. €) zunahmen.

Auf Segmentebene zeigte sich ein zweigeteiltes Bild. Das Media-Geschäft entwickelte sich ergebnisseitig sehr stark und erhöhte das EBITDA auf 6,7 Mio. € (Vor-

jahr: 4,8 Mio. €). Die EBITDA-Marge verbesserte sich auf 23,8 % (Vorjahr: 19,0 %). Damit blieb Media der zentrale Ergebnisanker der Gruppe. Im Transaktionsgeschäft wurde das Ergebnis dagegen durch die hohen Marketinginvestitionen belastet. Das EBITDA nach Kundengewinnungskosten belief sich hier auf -7,0 Mio. € (Vorjahr: 4,2 Mio. €). Rechnet man die Kundengewinnungskosten hinzu, war jedoch auch das Transaktionsgeschäft vor Akquisitionskosten operativ positiv. Die Ergebnisverschlechterung ist daher vor allem als Ausdruck der beschleunigten Kundengewinnung und weniger als strukturelle Verschlechterung des Brokerage-Geschäfts zu interpretieren.

Unterhalb des EBITDA blieb die Abschreibungsbelastung weiterhin hoch. Die Abschreibungen auf immaterielle Vermögensgegenstände und Sachanlagen beliefen sich auf 10,27 Mio. € (Vorjahr: 10,67 Mio. €). Davon entfielen 2,46 Mio. € (Vorjahr: 2,79 Mio. €) auf Geschäfts- oder Firmenwerte sowie stille Reserven aus der Kapitalkonsolidierung. Zusätzlich entfielen 6,47 Mio. € auf die Abschreibung des Front- und Backends von Smartbroker+. Die hohen Abschreibungen führten dazu, dass das EBIT, trotz nur leicht negativem EBITDA, deutlich negativ ausfiel. Das EBIT verschlechterte sich dabei auf -10,60 Mio. € (Vorjahr: -1,70 Mio. €).

Entwicklung des Nettoergebnisses (in Mio. €) und der Nettomarge (in %)



Quellen: Smartbroker Holding AG; GBC AG

Das Finanzergebnis verbesserte sich auf 0,17 Mio. € (Vorjahr: 0,02 Mio. €), konnte die operative Ergebnisbelastung jedoch nur geringfügig kompensieren. Entsprechend erhöhte sich der Konzernjahresfehlbetrag auf -10,56 Mio. € (Vorjahr: -1,39 Mio. €). Das Ergebnis je Aktie belief sich auf -0,63 € (Vorjahr: -0,08 €). Insgesamt war 2025 ergebnisseitig somit ein bewusst investitionsgetriebenes Jahr. Während die berichteten Ergebniskennzahlen deutlich rückläufig waren, deuten das positive EBITDA vor Kundengewinnungskosten, die starke Media-Profitabilität und die zunehmende Skalierung des Transaktionsgeschäfts darauf hin, dass die operative Basis des Konzerns gegenüber dem Vorjahr verbessert wurde. Entscheidend für die künftige Ergebnisentwicklung wird sein, ob die 2025 gewonnenen Kundenkohorten ausreichend hohe wiederkehrende Deckungsbeiträge generieren, um die vorfinanzierten Marketingaufwendungen über die kommenden Jahre zu amortisieren.

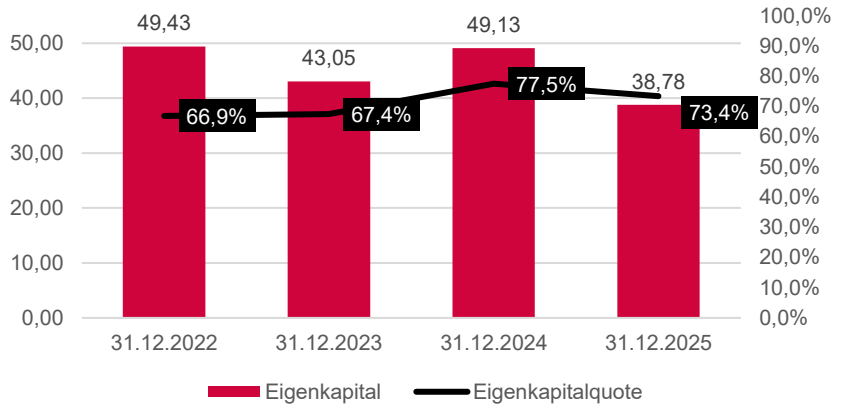
Darstellung der Bilanz- und Finanzlage

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

Quellen: Smartbroker Holding AG; GBC AG

Das Eigenkapital verringerte sich infolge des Konzernjahresfehlbetrags zum 31.12.2025 auf 38,78 Mio. € (31.12.2024: 49,13 Mio. €). Die Eigenkapitalquote blieb mit 73,4 % (31.12.2024: 77,5 %) dennoch auf einem sehr hohen Niveau. Damit verfügt die Smartbroker Holding AG weiterhin über eine solide Kapitalstruktur, wenngleich der kumulierte Konzernbilanzverlust auf 23,46 Mio. € (31.12.2024: 12,90 Mio. €) angestiegen ist.

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



Quellen: Smartbroker Holding AG; GBC AG

Das Anlagevermögen reduzierte sich deutlich auf 24,48 Mio. € (31.12.2024: 34,19 Mio. €), vor allem aufgrund planmäßiger Abschreibungen auf die Brokerage-Plattform, Lizenzen und Geschäfts- oder Firmenwerte. Die immateriellen Vermögenswerte beliefen sich noch auf 22,73 Mio. € (31.12.2024: 31,78 Mio. €) und stellten weiterhin den wesentlichen Teil des Anlagevermögens dar. Positiv ist, dass das gesamte Anlagevermögen vollständig durch Eigenkapital gedeckt war.

Die liquiden Mittel gingen auf 19,87 Mio. € (31.12.2024: 22,01 Mio. €) zurück. Gleichzeitig wurden die Bankverbindlichkeiten deutlich auf 2,93 Mio. € (31.12.2024: 6,19 Mio. €) reduziert. Dadurch erhöhten sich die Nettofinanzmittel auf 16,95 Mio. € (31.12.2024: 15,82 Mio. €), sodass weiterhin ausreichender finanzieller Spielraum für Marketing- und Produktinvestitionen besteht.

Der operative Cashflow von 1,47 Mio. € (Vorjahr: 9,99 Mio. €) wurde teilweise von positiven Working-Capital-Effekten gestützt. Insgesamt bleibt die Bilanz solide, für eine nachhaltige Stärkung des Eigenkapitals ist jedoch mittelfristig die Rückkehr zu positiven Jahresergebnissen erforderlich.

PROGNOSE UND MODELLANNAHMEN

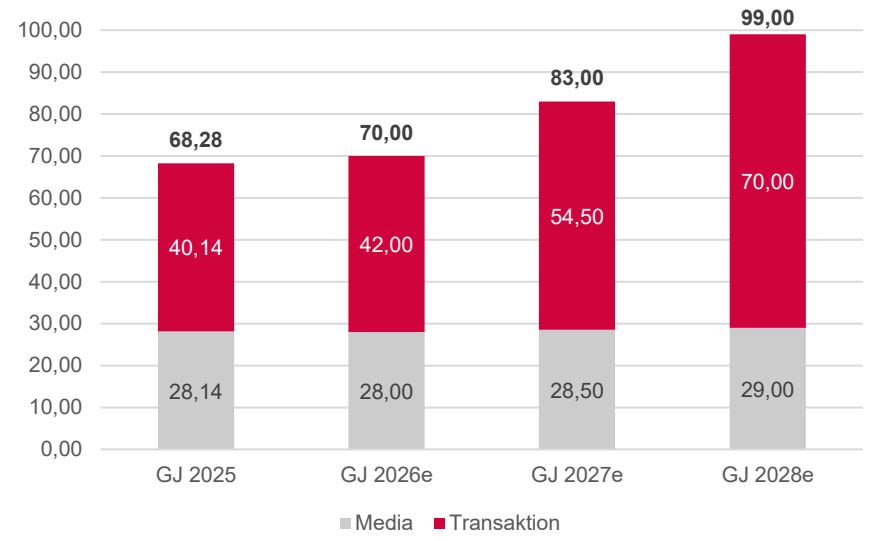
GuV (in Mio. €)	GJ 2025	GJ 2026e	GJ 2027e	GJ 2028e
Umsatzerlöse	68,28	70,00	83,00	99,00
EBITDA	-0,33	0,50	11,50	22,00
EBITDA-Marge	*-0,5%*	*0,7%*	*13,9%*	*22,2%*
EBIT	-10,60	-8,20	4,50	15,80
EBIT-Marge	*-15,5%*	*-11,7%*	*5,4%*	*16,0%*
Nettoergebnis	-10,56	-8,15	4,00	13,00
EPS in €	-0,63	-0,49	0,24	0,77

Quelle: GBC AG

Umsatzprognose

Für das Geschäftsjahr 2026 prognostizieren wir einen moderaten Anstieg der Konzernumsatzerlöse auf 70,00 Mio. € (2025: 68,28 Mio. €). Damit liegt unsere Schätzung innerhalb der vom Management kommunizierten Umsatzbandbreite von 66,00 Mio. € bis 72,00 Mio. €. Trotz der deutlich ausgeweiteten Kundenbasis rechnen wir für 2026 zunächst nur mit einer verhaltenen Umsatzdynamik. Hintergrund sind eine erwartete Normalisierung der außergewöhnlich hohen Handelsaktivität des Geschäftsjahres 2025, ein anspruchsvolleres Neukundenumfeld, gestiegene Kundenakquisitionskosten sowie die Umstellung des Erlösmodells infolge des PFOF-Wegfalls. Gleichzeitig sollten die größere Kundenbasis bei Smartbroker+, eine weiterhin hohe Handelsaktivität der Bestandskunden und die fortschreitende Reifung der neu gewonnenen Kundenkohorten eine stabile Umsatzentwicklung unterstützen.

Umsatzprognose (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Auf Segmentebene erwarten wir für das Media-Geschäft im Jahr 2026 weitgehend stabile Umsatzerlöse von 28,00 Mio. € (2025: 28,14 Mio. €). Die Finanzportale der Gruppe verfügen weiterhin über eine hohe Reichweite und eine starke Positionierung im deutschsprachigen Finanzinformationsmarkt. Dennoch kalkulieren wir vorsichtig und unterstellen zunächst keine strukturelle Wachstumsbeschleunigung im Media-Segment. Mögliche Zusatzerlöse aus ETF-Anbietern, Fondsanbietern oder zusätzlichen Werbebudgets im Zusammenhang mit dem Altersvorsorgedepot sind

in unserer Prognose nur begrenzt berücksichtigt und stellen damit potenziellen Upside dar.

Im Transaktionsgeschäft rechnen wir für 2026 mit einem Umsatzanstieg auf 42,00 Mio. € (2025: 40,14 Mio. €). Wachstumstreiber sind insbesondere die im Geschäftsjahr 2025 deutlich ausgebaute Kundenbasis, die höhere Aktivität bestehender Kunden sowie der weitere Produktausbau von Smartbroker+. Dämpfend wirken hingegen die aktuell höheren Akquisitionskosten je Neukunde und eine geringere Dynamik bei den Bruttoneukunden im Vergleich zur ursprünglichen Planung. Zudem berücksichtigen wir, dass Trade Republic mit der Erweiterung des Angebots um zusätzliche Handelsplätze, Smart Order Routing und ein stärker auf aktive Anleger ausgerichtetes Frontend den Wettbewerb im Segment aktiver Privatanleger intensiviert.

Für das Geschäftsjahr 2027 prognostizieren wir einen deutlichen Umsatzanstieg auf 83,00 Mio. € (2026e: 70,00 Mio. €). Der wesentliche Wachstumstreiber sollte dabei das Transaktionsgeschäft sein, das nach unserer Schätzung auf 54,50 Mio. € (2026e: 42,00 Mio. €) zulegen dürfte. Diese Annahme basiert auf der zunehmenden Monetarisierung der in den Jahren 2025 und 2026 gewonnenen Kunden, einem höheren Anteil aktiver Kunden, steigenden Depotvolumina sowie zusätzlichen Erlösen aus Handelsaktivitäten, Sparplänen, Zins- und Cash-Komponenten sowie weiteren Brokerage-Funktionen. Für das Media-Geschäft kalkulieren wir lediglich mit einem leichten Anstieg auf 28,50 Mio. € (2026e: 28,00 Mio. €), da wir weiterhin keine wesentliche strukturelle Wachstumsbeschleunigung unterstellen.

Für 2028 erwarten wir eine weitere Erhöhung der Konzernumsätze auf 99,00 Mio. € (2027e: 83,00 Mio. €). Das Media-Geschäft sollte mit 29,00 Mio. € (2027e: 28,50 Mio. €) weiterhin einen stabilen Umsatz- und Ergebnisanker bilden. Das Transaktionsgeschäft dürfte hingegen auf 70,00 Mio. € (2027e: 54,50 Mio. €) ansteigen und damit klar zum dominierenden Wachstumstreiber des Konzerns werden. Zusätzliche Impulse könnten aus der B2B-Trading-API, einer stärkeren Ansprache aktiver Trader, neuen Konto- und Depottypen, KI-gestützten Trading-Funktionen sowie dem Altersvorsorgedepot entstehen. Diese Potenziale sind in unseren Schätzungen jedoch nur teilweise enthalten, sodass bei erfolgreicher Produktumsetzung zusätzliche Umsatzpotenziale vorliegen könnten.

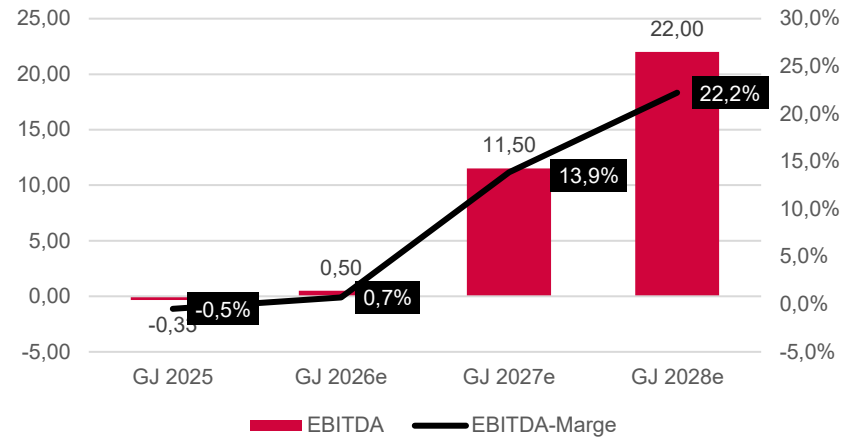
Insgesamt sehen wir 2026 als Übergangsjahr an, in dem die Smartbroker Holding AG trotz steigender Kundenbasis zunächst nur moderat wächst. Ab 2027 sollte die Skalierung des Brokerage-Geschäfts stärker sichtbar werden. Die zentrale Annahme unserer Umsatzprognose ist, dass das Media-Geschäft weitgehend stabil bleibt und Smartbroker+ zunehmend von einer größeren, reiferen und stärker monetarisierbaren Kundenbasis profitiert.

Ergebnisprognose

Für das Geschäftsjahr 2026 erwarten wir ein EBITDA von 0,50 Mio. € (2025: -0,33 Mio. €). Damit liegt unsere Schätzung innerhalb der vom Management kommunizierten EBITDA-Bandbreite von -1,50 Mio. € bis +1,50 Mio. €. Die Ergebnisentwicklung dürfte im Jahr 2026 weiterhin durch hohe Kundengewinnungskosten, weitere Produkt- und Technologieinvestitionen sowie die Umstellung des Erlösmodells infolge des PFOF-Wegfalls belastet werden. Gleichzeitig sollte das Media-Geschäft unverändert eine stabile Ergebnisbasis liefern, während das Transaktionsgeschäft vor Kundengewinnungskosten operativ zunehmend profitabler werden dürfte. Wir gehen daher davon aus, dass das operative Kerngeschäft vor Marketinginvestitionen weiterhin deutlich positiv bleibt, die berichtete EBITDA-Entwicklung jedoch durch die bewusst fortgesetzte Wachstumsfinanzierung begrenzt wird.

Auf EBIT-Ebene rechnen wir für 2026 mit einem Verlust von -8,20 Mio. € (2025: -10,60 Mio. €). Die Verbesserung gegenüber dem Vorjahr resultiert aus dem leicht positiven EBITDA sowie einer rückläufigen, aber weiterhin hohen Abschreibungsbelastung. Für 2026 unterstellen wir Abschreibungen von 8,70 Mio. € (2025: 10,27 Mio. €). Der Rückgang reflektiert den fortschreitenden Werteverzehr der in den vergangenen Jahren aktivierten Smartbroker+-Plattform, der Lizenzen und weiterer immaterieller Vermögenswerte. Gleichzeitig fällt die Abschreibungsbelastung aus unserer Sicht nicht abrupt weg, da weiterhin Geschäfts- oder Firmenwerte, erworbene Lizenzen, aktivierte Software sowie laufende Entwicklungsinvestitionen zu berücksichtigen sind. Das Nettoergebnis erwarten wir 2026 bei -8,15 Mio. € (2025: -10,56 Mio. €).

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



Quelle: GBC AG

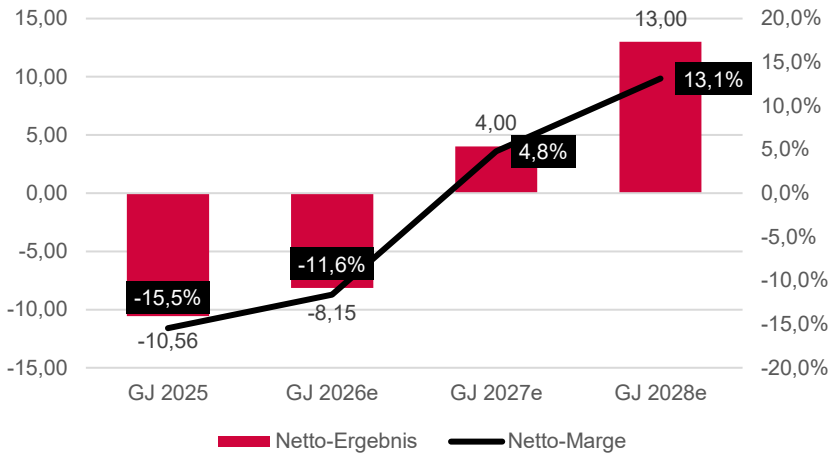
Für 2027 prognostizieren wir eine deutliche Verbesserung des EBITDA auf 11,50 Mio. € (2026e: 0,50 Mio. €), entsprechend einer EBITDA-Marge von 13,9 % (2026e: 0,7 %). Der Ergebnishebel sollte vor allem aus der Skalierung des Transaktionsgeschäfts resultieren. Zusätzliche Kunden, höhere Depotvolumina und steigende Handelsaktivität sollten nicht zu einem proportionalen Anstieg der Fixkostenbasis führen. Zudem unterstellen wir, dass die Kundengewinnungskosten relativ zum Umsatz sinken und sich die Marketingintensität nach dem starken Investitionsjahr 2026 schrittweise normalisiert. Auf dieser Basis erwarten wir für 2027 ein EBIT von 4,50 Mio. € (2026e: -8,20 Mio. €) und ein Nettoergebnis von 4,00 Mio. € (2026e: -8,15 Mio. €). Damit würde Smartbroker Holding erstmals wieder die Rückkehr in die Gewinnzone erreichen.

Für 2028 rechnen wir mit einer weiteren deutlichen Ergebnisverbesserung. Das EBITDA sollte auf 22,00 Mio. € (2027e: 11,50 Mio. €) steigen, was einer EBITDA-Marge von 22,2 % (2027e: 13,9 %) entspricht. Neben der weiteren Umsatzskalierung im Brokerage-Geschäft dürfte insbesondere die bessere Auslastung der bestehenden technischen, regulatorischen und personellen Infrastruktur zur Margenausweitung beitragen. Das Media-Geschäft sollte weiterhin einen stabilen Ergebnisbeitrag liefern, während Smartbroker+ zunehmend den wesentlichen Ergebnishebel des Konzerns darstellt. Nach Abschreibungen von 6,20 Mio. € (2027e: 7,00 Mio. €) erwarten wir ein EBIT von 15,80 Mio. € (2027e: 4,50 Mio. €) und ein Nettoergebnis von 13,00 Mio. € (2027e: 4,00 Mio. €).

Die Equity Story der kommenden drei Jahre liegt damit weniger in einer kurzfristigen Ergebnisverbesserung, sondern in der Transformation von einem wachstums-

investierenden Media-/Brokerage-Konzern zu einer skalierbaren Brokerage-Plattform mit strukturell steigender Profitabilität. 2026 sollte noch von Investitionen und Übergangseffekten geprägt sein. 2027 dürfte die Skalierung erstmals sichtbar in die Gewinn- und Verlustrechnung durchschlagen. 2028 sollte Smartbroker Holding zunehmend in eine Ertragsphase eintreten, in der das Media-Geschäft die stabile Basis bildet und Smartbroker+ den wesentlichen Werttreiber für Umsatz- und Margenwachstum darstellt.

Nettoergebnisprognose (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

BEWERTUNG

Modellannahmen

Die Smartbroker Holding AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2026 - 2028 in Phase 1 erfolgt von 2029 bis 2033 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 16,0 %. Als Ziel-EBITDA-Marge haben wir 25,0 % angenommen. Unser DCF-Modell unterstellt eine gleichbleibende EBITDA-Marge, die den Ziel-Margen entspricht, was den entsprechenden Sprung in den Ergebnissen erklärt. Die Steuerquote haben wir zu Beginn von Phase 2 mit 10,0 % und 20,0 % angesetzt, da noch Verlustvorträge aus den letzten Jahren vorhanden sind, welche die Steuerlast deutlich reduzieren. 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.

Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 3,0 %.

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.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 10,35 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 10,35 %.

Bewertungsergebnis

Im Rahmen unseres DCF-Bewertungsmodells heben wir das Kursziel auf 17,80 € (bisher: 17,60 €) an.

DCF-Modell

Phase	estimate			consistency					final
	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	GJ 30e	GJ 31e	GJ 32e	GJ 33e	
Umsatz	70,00	83,00	99,00	114,84	133,21	154,53	179,25	207,93	
Umsatzwachstum	2,5%	18,6%	19,3%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	2,0%
EBITDA	0,50	11,50	22,00	28,71	33,30	38,63	44,81	51,98	
EBITDA-Marge	0,7%	13,9%	22,2%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	
EBITA	-8,20	4,50	15,80	25,31	29,36	34,06	39,51	45,83	
EBITA-Marge	-11,7%	5,4%	16,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	21,1%
NOPLAT	-8,30	3,83	14,22	20,25	20,55	23,84	27,65	32,08	
Working Capital (WC)	1,91	3,00	4,20	5,74	6,66	7,73	8,96	10,40	
Anlagevermögen (OAV)	20,00	19,00	17,00	19,72	22,88	26,54	30,78	35,71	
Investiertes Kapital	21,91	22,00	21,20	25,46	29,54	34,26	39,74	46,10	
Kapitalrendite	-32,0%	17,5%	64,6%	95,5%	80,7%	80,7%	80,7%	80,7%	68,1%
EBITDA	0,50	11,50	22,00	28,71	33,30	38,63	44,81	51,98	
Steuern auf EBITA	-0,10	-0,67	-1,58	-5,06	-8,81	-10,22	-11,85	-13,75	
Veränderung OAV	-4,60	-6,00	-4,20	-6,12	-7,10	-8,24	-9,55	-11,08	
Veränderung WC	-0,04	-1,09	-1,20	-1,54	-0,92	-1,07	-1,24	-1,43	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freier Cashflow	-4,23	3,74	15,02	15,99	16,48	19,11	22,17	25,72	364,99

Entwicklung Kapitalkosten	
risikolose Rendite	3,00%
Marktrisikoprämie	5,50%
Beta	1,34
Eigenkapitalkosten	10,35%
Zielgewichtung	100,00%
Fremdkapitalkosten	3,00%
Zielgewichtung	0,00%
Taxshield	28,66%
WACC	**10,35%**

Ermittlung fairer Wert	GJ 26e	GJ 27e
Wert operatives Geschäft	258,83	281,87
Barwert expliziter FCFs	75,61	79,70
Barwert Continuing Value	183,22	202,18
Nettoschulden	-12,86	-16,80
Wert des Eigenkapitals	271,69	298,67
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	271,69	298,67
Ausstehende Aktien in Mio.	16,78	16,78
Fairer Wert der Aktie in EUR	16,19	**17,80**

Sensitivitätsanalyse

Kapitalrendite \ WACC	9,7%	10,0%	10,3%	10,6%	10,9%
67,6%	19,06	18,36	17,71	17,11	16,55
67,8%	19,11	18,41	17,75	17,15	16,59
68,1%	19,16	18,45	17,80	17,19	16,63
68,3%	19,21	18,50	17,84	17,24	16,67
68,6%	19,26	18,55	17,89	17,28	16,71

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 jeweilige Emittentin. Die GBC AG wird hierfür durch die Emittentin vergütet. Ist dies der Fall, so ist dies bei der jeweiligen Studie entsprechend der Notationen angegeben.

2. Der Research Report wird allen daran interessierten Wertpapierdienstleistungsunternehmen zeitgleich bereitgestellt.

oder

3. Werden die Studien nicht durch die Emittentin beauftragt, erfolgt die Erstellung der Studien auftragsunabhängig. Die Erstellung erfolgt ebenfalls ohne Beeinflussung durch Dritte.

4. Der Researchreport wird weitreichend verfügbar gemacht und allgemein zugänglich veröffentlicht und nicht nur exklusiv an bestimmte Kunden und Investoren verteilt. Somit ist die Researchstudie ebenfalls als „geringfügige Nicht-Monetäre Zuwendung" einzustufen und somit MiFID II compliant.

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 Vereinigten Königreich verbreitet wird, ausschließlich solchen Personen zugänglich gemacht werden, die (i) als authorised persons oder exempt persons im Sinne des Financial Services and Markets Act 2000 (FSMA) gelten oder (ii) als relevant persons im Sinne der Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005, in der jeweils gültigen Fassung, anzusehen sind. Diese Publikation richtet sich nicht an Privatkunden (retail clients) im Sinne der Regeln der Financial Conduct Authority (FCA) und darf weder direkt noch indirekt an solche Personen weitergegeben oder von ihnen genutzt werden. Diese Publikation stellt kein Angebot, keine Aufforderung und keine Empfehlung zum Erwerb oder zur Veräußerung von Finanzinstrumenten im Sinne des FSMA dar. Kein anderer Personenkreis als die vorgenannten relevant persons ist berechtigt, sich auf diese Publikation zu stützen oder Handlungen auf deren Grundlage vorzunehmen. Die Verbreitung dieser Publikation kann in weiteren Rechtsordnungen gesetzlichen Beschränkungen unterliegen. Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sind verpflichtet, sich über etwaige einschlägige Beschränkungen zu informieren und diese einzuhalten. Ein Verstoß gegen diese Beschränkungen kann eine Verletzung der geltenden Wertpapier- und Finanzmarktgesetze darstellen.

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: https://www.gbc-ag.de/de/Disclaimer

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse: https://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 automatischen 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 >= + 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 <= - 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. Aktiensplitts, 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: https://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,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 Finanzin-

struments 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 Studienerstellung 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:

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

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

§ 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 & INVESTMENTANALYSEN -

GBC AG
Halderstraße 27
86150 Augsburg
Deutschland

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