

***N26 – Geschäftsbericht 2018,
Situation und Perspektiven***

CONFIDUM
Financial Management Consultants AG

Bahnhofplatz 4
9430 St. Margrethen (SG)
Schweiz

Dr. Christof Grabher

St. Margrethen (SG), im Februar 2020

Die Zahlen des Geschäftsjahrs 2018 geben Indizien, dass N26 operativ profitabel werden kann, eine Bestätigung der aktuellen Bewertungen unter Berücksichtigung aller Kosten und Anfangsverluste ist jedoch ungewiss. Die Weiterentwicklung des Geschäftsmodells hat strategische Bedeutung.

- Ein beträchtlicher Anteil nicht-ertragsrelevanter Kunden steht aktiven Kunden mit durchschnittlich lediglich EUR 1.000 am Konto gegenüber*
- Traditionelle Banken mit 10-fachem Nettoprovisionsertrag pro Kunde*
- Das monatliche Transaktionsvolumen je Kunde bei ca. EUR 700; das Kreditgeschäft spielt de facto keine Rolle*
- Die Erschließung neuer Märkte, der Wachstumsmotor schlechthin, wird zunehmend herausfordernder*

Im Folgenden analysieren wir die Geschäftszahlen und zeigen die strategischen Herausforderungen auf.

Spät wie immer hat N26 nun im Februar 2020 den Geschäftsbericht 2018 im Bundesanzeiger veröffentlicht. Die Gilde der „Fin-Tech“ Journalisten war entzückt und hat schon das Ende der traditionellen Banken ausgerufen. Aber was kann man wirklich aus den Zahlen heraus lesen – hier ein Versuch dazu:

- Zunächst die Kundenanzahl, die mit „über einer Million“ angegeben wird. Nachdem aber schon im Dezember 2018 bekannt gegeben wurde, dass die 2-Millionen Marke gerissen wurde, gibt sie Anlass zur Verwirrung. Im Nachgang hat N26 zu dieser Frage klargestellt, dass im Geschäftsbericht nur „ertragsrelevante“ Kunden angegeben werden. Als Neukunde wird laut Geschäftsbericht ein Kunde definiert, der den KYC-Prozess abgeschlossen und sein Konto aktiviert hat. Das indiziert, dass eine hohe Anzahl der N26 Kunden ihr Konto gar nicht benützt und auch kein Geld aufgeladen hat – in diesem Moment ist es ja ertragsrelevant. Damit ist die vielgerühmte Kundenanzahl von N26 mehr Schein als Sein.
- Diese „über eine Million Kunden“ halten auf ihren Konten ca. 1,1 Mrd. EUR – geht man fiktiv von ca. 1,1 Mio. Kunden aus, so sind das ca. EUR 1.000,- pro aktivem Kunden. Im Vergleich dazu beträgt der durchschnittliche Kontostand bei Girokonten

von Sparkassen und VR-Banken ca. EUR 5.000.-. Daraus kann man ableiten, dass N26 noch in vielen Fällen als „Zweitkonto“ dient.

- Den größten Teil der Erträge von N26 stellen die Provisionseinnahmen dar; diese wurden von ca. 10 Mio. EUR in 2017 auf ca. 38 Mio. EUR in 2018 gesteigert – eine Zunahme um das 3,8 fache. Leider fehlt im Geschäftsbericht 2017 eine Angabe über die aktiven Kunden – wenn man die gleiche Kundenverteilung wie 2018 unterstellt, so kann man von ca. 400.000 aktiven Kunden per Ende 2017 ausgehen – eine Steigerung auf 2018 um das 2,8 fache. Das Geschäftsmodell von N26 verfügt prinzipiell über drei unterschiedliche Provisionsarten: Gebühren für die Premiumkonten (You und Metal), Einnahmen aus dem Zahlungsverkehr, insbesondere Interchange-Gebühren, und Vermittlungsprovisionen von Produktpartnern (Clark, Raisin, bis 2019 Moneyfarm); während die ersten beiden Provisionsarten in allen Ländern generiert werden können, sind die Vermittlungsprovisionen in erster Linie noch auf den deutschen Markt beschränkt und in Summe wohl gering. Pro aktivem Kunden betragen die Provisionen ca. 34 EUR. Diesen Provisionserträgen stehen allerdings auch Provisionsaufwendungen gegenüber, die an Dritte für unterschiedlichste Dienstleistungen zu bezahlen sind. Diese liegen mit ca. 24 Mio. EUR bei ca. 65 % der Provisionserträge. Der – als Kennzahl relevante – Nettoprovisionsertrag pro Kunde liegt damit bei 13 EUR pro Kunde. Im Privatkundengeschäft in Deutschland liegt der Referenzwert bei ca. 130 EUR pro Kunde. Allerdings haben traditionelle Regionalbanken deutlich geringere Provisionsaufwendungen, da vor allem im baren Zahlungsverkehr entsprechende Infrastrukturen (Kassen, Bankomaten, etc.) vorgehalten werden, die sich dann in den Verwaltungsaufwendungen niederschlagen.
- N26 gibt an, dass je nach Land bis zu 30 % der Kunden eine Premium Karte verwenden. Geht man von 20 % über alle Kunden aus und nimmt man an, dass der Bias zugunsten der günstigeren Karte liegt, so liegen die Provisionseinnahmen bei ca. 20 Mio. EUR. Damit liegt der Schluss nahe, dass der grösste Teil der verbleibenden 18 Mio. EUR aus Interchange Fees besteht. Bei einem Satz von 0,2 % ergibt sich dadurch ein ausgabenseitiges Transaktionsvolumen von EUR 9.000 Mio. pro Jahr oder ca. EUR 700 pro Kunde und Monat – das passt gut mit dem durchschnittlichen Kontostand von EUR 1.000 zusammen. Die Provisionsaufwendungen stammen ver-

mutlich auch aus dem Zahlungsverkehr – Aufwendungen für die mit den Premium-Karten verbundenen Versicherungs- und Assistance-Paketen und vor allem auch Barabhebungen, die aufgrund der Benutzung von fremden Infrastrukturen relativ teuer sind. Die sonstigen betrieblichen Erträge sind auch dem Kontengeschäft zuzurechnen und bestehen im Wesentlichen aus Sonderzahlungen vom Partner Mastercard, sind aber wohl nicht dauerhafte Erträge.

- Das Kreditbuch mit eigenen Kunden ist sehr klein und beträgt lediglich 26 Mio. EUR; die Kunden von N26 verfügen offenbar über genügend Liquidität und beanspruchen kaum Überziehungen. 435 Mio. EUR sind aufgrund des geringen Eigenkapitals in den kommunalen Kreditmarkt (geringe RWA Density) platziert. Dadurch ist auch der erweiterte Nettozins ertrag mit 5 Mio. EUR sehr gering – die Nettozinsspanne zur DBS beträgt 0,17 %. Damit ist das Zinsergebnis von keiner Relevanz.
- Interessant ist die Fragestellung, welches Ergebnis aus dem operativen Geschäft – (ohne Marketing und Kartenproduktion und Kundenverifizierung) erzielt wird – dazu ist nur eine grobe Schätzung möglich. Die operativen Erträge belaufen sich auf ca. 20 Mio. EUR, die operativen Kosten auf ca. 30 Mio. EUR – damit entsteht ein operativer Verlust von ca. 10 Mio. EUR. Die Kosteneffizienzratio (Betriebsaufwand zum Kundengeschäftsvolumen) beträgt 160 BP – andere Direktbanken wie ING oder DKB liegen bei 50 bis 60 BP. Ob man mit mehr Kunden und Geschäftsvolumen profitabel wird, hängt davon ab, wie stark die Personalaufwendungen mit dem Volumen mitwachsen. Es ist anzunehmen, dass ein nicht unwesentlicher Teil der Aufwendungen auf den Kundenservice entfällt, also variable Kosten darstellen. Geht man von 50 % aus, so wird ein erster Break Even Point (operativ, ohne Neukundengewinnung und kumulierten Verlusten) mit dem dreifachen Geschäftsvolumen erreicht – bei 25 % variablen Kosten liegt der Break Even dann schon bei ca. dem doppelten Volumen.
- Diese Berechnungen zeigen, dass das N26 Geschäftsmodell bei ca. 3 Mio. aktiven Kunden operativ die Verlustzone verlässt und dann im eingeschwungenen Zustand eine Cost-Income Ratio von unter 40 % aufweist. Um den aktuellen Unternehmenswert von ca. 3.100 Mio. EUR zu rechtfertigen (Diskontierungszins 10 %), wären auf dieser Basis ca. 20 Mio. aktive Kunden erforderlich.

Ob und wann diese Kundenzahl zu erreichen ist, kann aufgrund der unzureichenden Faktenlage nur schwer beurteilt werden. Ohne die USA, aber noch mit UK ist N26 in einem Marktgebiet von ca. 470 Millionen Einwohnern tätig – bei den über 18 jährigen hält N26 bei ca. 4,8 Millionen Kunden einen Anteil von ca. 1,2 % - berücksichtigt man nur die aktiven Kunden, so halbiert sich der Wert auf 0,6 %. Eine Historie über die Kundenanzahl in den einzelnen Märkten gibt N26 nicht bekannt. Es erhärtet aber auch die These, dass das Wachstum in den einzelnen Märkten relativ rasch abflacht und der Haupttreiber des Kundenzuwachses die immer neue Erschließung von neuen Märkten darstellt. Das ist durchaus plausibel: Auf der einen Seite ist das N26 Konto mit der damit verbundenen App keineswegs einzigartig – selbst die Sparkassen und Volksbanken bieten in ihren Apps schon ähnliche Funktionalitäten; auf der anderen Seite gibt es in bedeutenden Märkten schon direkte Gegenspieler mit dem gleichen Geschäftsmodell (Revolut, Monzo,) und auch neue Konkurrenten (z. B. Wirecard mit Boon Planet). Unserer Einschätzung nach ist es entscheidend, ob es gelingt, in den USA (330 Millionen Einwohner) und Brasilien (211 Millionen Einwohner) einen kritischen Marktanteil zu erreichen. Während in den USA sich mehrere Neo-Banken (Simple, Moven, Chime, Varo) schon länger um kritische Marktanteile bemühen, hat sich in Brasilien mit Nubank (20 Millionen Kunden) ein mächtiger Konkurrent etabliert.

Um die Profitabilität weiter zu steigern, ist vor allem eine Weiterentwicklung des Geschäftsmodells von strategischer Bedeutung. Aktuell ist N26 eine „Zahlungsverkehrsbank“, die ihre Einnahmen aus Kontogebühren, Interchange-Fees und Bonuszahlungen der Kartenpartner generiert. Das Kreditgeschäft ist nahezu inexistent und auch im Vermittlungsgeschäft von Wertpapieren, Fonds und Versicherungen werden nur marginale Einnahmen erzielt. Ein Vergleich mit anderen Direktbanken (DKB, ING) oder auch Sparkassen und Geno-Banken zeigt, dass bei diesen die Zahlungsverkehrseinnahmen nur 10 bis 15 % des gesamten Ertrags ausmachen. Die strategische Kernfrage lautet also, ob es einer digitalen Bank möglich ist, entsprechende Cross-Selling Potenziale zu erschließen:

- Im Kreditgeschäft mit Privatkunden haben sich digitale Angebote bis jetzt nicht durchgesetzt; im Bereich der Baufinanzierungen boomt zwar das Plattformgeschäft (Interhyp, Baufinex, Moneypark, Infina), die Kundenbeziehung erfolgt nach wie vor über

persönliche Beratung. So werden z.B. in der Schweiz trotz einer Vielzahl von Anbietern und aufgeschlossenen Konsumenten weniger als 1 % des Neugeschäftes mit Hypotheken online abgeschlossen. Aber auch im Konsumkreditbereich konnten Anbieter wie SMAVA trotz erheblicher Preisvorteile bisher keine kritischen Marktanteile erreichen. Entweder baut N26 entsprechende Beratungskapazitäten zu Lasten der Cost-Income Ratio aus, oder man füllt das Kreditbuch über Plattformen – ähnliches gilt auch für das Firmenkreditgeschäft. Allerdings ist für den Aufbau eines Kreditbuches neben der vorhandenen Liquidität auch entsprechendes Eigenkapital erforderlich. Um einen Zinsertrag – vor Risiko – von EUR 100 Mio. im Kundenkreditgeschäft zu erzielen, sind ca. EUR 800 Mio. an Eigenkapital erforderlich. Ob die Investoren von N26 bereit sind, dazu entsprechende Beträge zur Verfügung zu stellen, ist angesichts der Bewertungen von traditionellen Banken (Price/Book zumeist unter 1 – z.B. UniCredit 0,5) wohl zu bezweifeln.

- Das Wertpapiergeschäft ist differenziert zu betrachten. Das Kundensegment mit einer Vielzahl von Transaktionen und einem eher professionellen Zugang wählt im Regelfall Direct-Broker mit umfassenden Analysetools und Datenbanken wie z.B. Comdirect oder flatex. Für die übrigen Kunden besteht eine Vielzahl von Angeboten – diese reichen über ETFs, RoboAdvisors oder traditionelle Investmentfonds. Ob dann gerade N26 als Kaufkanal gewählt wird, hängt von den regionalen Marktusancen, dem Finanzwissen und den Präferenzen der Kunden ab. Auch sind die Provisionshöhen in den Märkten sehr unterschiedlich und der allgemeine Trend zeigt eher nach unten – gerade in den USA haben die größten Broker (Charles Schwab) jüngst ihre Gebühren gestrichen.
- Bei Einlagen kooperiert N26 mit Raisin, der führenden Plattform für die Vermittlung von Spareinlagen und Festgeldern. Dieser Markt wird sich in der nächsten Zeit aufgrund der restriktiveren Einlagenpolitik mit Verwahrtgelten auch für Privatkunden dynamisch entwickeln. Ob sich N26 ein entsprechendes Stück vom Kuchen sichern kann, hängt vor allem auch davon ab, ob auch die Regionalbanken direkt mit Raisin kooperieren, oder die Kunden mit Gebühren einfach nur abwehren.
- Bei Versicherungen arbeitet N26 in Deutschland mit CLARK zusammen – eine Art digitaler Makler mit integriertem Polizzencheck für Standardprodukte. Das beinhaltet

durchaus Chancen, in Summe ist das Potenzial angesichts des vielfältigen Wettbewerbs eher beschränkt. Erschwerend kommt dazu, dass gerade im Versicherungsbereich in jedem regionalen Markt eigene Rahmenbedingungen herrschen, die individuelle Kooperationen erfordern.

Daraus folgern wir, dass eine Weiterentwicklung des N26 Geschäftsmodells eine grosse Herausforderung bedeutet, und in den einzelnen regionalen Märkten sehr individueller Strategien und Partnerschaften bedarf. Das steigert die Komplexität und auch die Kosten – eine Strategie, die ein auf Skalierbarkeit ausgerichtetes Online-Geschäftsmodell eher konterkariert. Unser Fazit: N26 wird mit seinem Geschäftsmodell zumindest operativ bald profitabel werden, ob sich die kolportierten Bewertungen und damit die Erwartungen der Investoren durch entsprechende Gewinnhöhen unter Berücksichtigung aller Kosten und Anfangsverluste bestätigen werden, ist sehr ungewiss. Warten wir gespannt auf den Geschäftsbericht 2019 – hoffentlich schon früher als im Februar 2021!

CONFIDUM als Partner einer erfolgreichen Neupositionierung und operativen Ausrichtung

Die CONFIDUM Financial Management Consultants AG beschäftigt sich seit langem mit der strategischen und operativen Ausrichtung von Finanzdienstleistungsunternehmen auch im Kontext der Digitalisierung und verfügt über umfangreiche Erfahrungen und Referenzen. Bei Interesse diskutieren wir die Themen gerne persönlich ganz unverbindlich mit Ihnen.

Ansprechpartner: Dr. Christof Grabher, Managing Director
christof.grabher@confidum.com

CONFIDUM Financial Management Consultants AG

Bahnhofplatz 4
9430 St. Margrethen
Schweiz
Telefon: +41 71 858 28 90
www.confidum.com