

24. August 2018
Research-Studie

SMC Research
Small and Mid Cap Research



The NAGA Group AG

Der Roll-out läuft

Urteil: Speculative Buy (unverändert) | Kurs: 1,634 Euro | Kursziel: 6,40 Euro

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

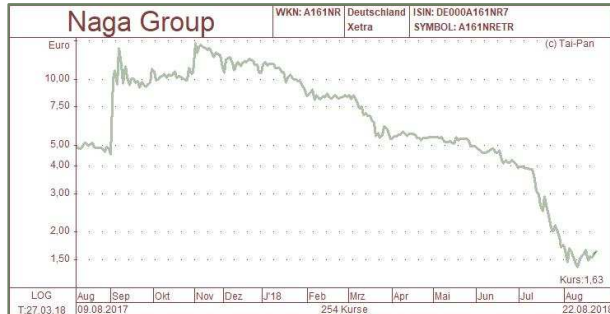
Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

Telefon: +49 (0) 251-13476-93
Telefax: +49 (0) 251-13476-92
E-Mail: kontakt@sc-consult.com
Internet: www.sc-consult.com

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis.....	2
Snapshot	3
Executive Summary	4
SWOT-Analyse	5
Profil.....	6
Strategie	10
Markt und Wettbewerb.....	12
Zahlen.....	15
Equity-Story	17
DCF-Bewertung	19
Fazit.....	23
Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose.....	24
Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen	25
Impressum & Disclaimer.....	26

Snapshot



Stammdaten

Sitz:	Hamburg
Branche:	FinTech/Blockchain
Mitarbeiter:	108
Rechnungslegung:	IFRS
ISIN:	DE000A161NR7
Kurs:	1,634 Euro
Marktsegment:	Scale
Aktienzahl:	40,2 Mio. Stück
Market Cap:	65,7 Mio. Euro
Enterprise Value:	57,0 Mio. Euro
Free-Float:	ca. 4 %
Kurs Hoch/Tief (12 M):	22,20 / 1,29 Euro
Ø Umsatz (Xetra, 12 M):	105,5 Tsd. Euro

Kurzportrait

Die 2015 gegründete NAGA Group ist auf innovative Technologien und Geschäftsmodelle für die Finanzindustrie und die Gaming-Branche fokussiert. Zu den wichtigsten Assets zählt eine modulare, vielseitig einsetzbare Software, die u.a. Tradingfunktionalitäten mit Elementen von sozialen Netzwerken kombiniert. Auf dieser Basis hat die Gesellschaft in einem ersten Schritt einen Onlinebroker und die prämierte Social-Trading-App NAGA Trader am Markt eingeführt. Mit dem Börsengang und einem erfolgreichen Token Sale des Partners NAGA Development Association Ltd. im letzten Jahr wurde die Dynamik deutlich beschleunigt. Das Unternehmen hat im Zuge dessen mehrere Lösungen für den Bereich Kryptowährungen entwickelt. Der Launch der digitalen Geldbörse NAGA Wallet erfolgte im April, als nächstes stehen ein eigener Handelsplatz für Kryptowährungen und eine Debit Card an. Bereits geschafft hat das Unternehmen den Sprung an den Markt mit NAGA Virtual, einem Handelsplatz für virtuelle Güter, der zusammen mit der Deutschen Börse entwickelt wurde. Das so entstehende NAGA-Ökosystem mit Lösungen für mehrere verwandte Bereiche bietet aus unserer Sicht ein hohes Wachstums- und Ertragspotenzial.

GJ-Ende: 31.12.	07-12/2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Umsatz (Mio. Euro)	2,0	12,8	18,0	26,5	43,0	71,0
EBIT (Mio. Euro)	-3,7	-1,9	-2,0	1,1	11,5	22,8
Jahresüberschuss	-3,9	-2,2	-2,0	0,6	8,5	14,6
EpS	-0,10	-0,05	-0,05	0,02	0,20	0,34
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Umsatzwachstum		551,6%	40,2%	47,2%	62,3%	65,0%
Gewinnwachstum		-	-	-	-	71,1%
KUV	33,33	5,11	3,65	2,48	1,53	0,93
KGV	-	-	-	102,2	7,7	4,5
KCF	72,5	-	31,6	16,7	4,7	3,0
EV / EBIT	-	-	-	54,0	4,9	2,5
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Executive Summary

- **Innovatives FinTech Start-up:** Die 2015 gegründete und seit Mitte letzten Jahres börsennotierte NAGA Group hat in kurzer Zeit ein breites Portfolio von Plattformen und Produkten entwickelt. Zunächst hat das Unternehmen den Brokerage-Markt mit der App NAGA Trader und dem Onlinebroker NAGA Markets adressiert, dann folgte in Zusammenarbeit mit der Deutschen Börse die Lösung NAGA Virtual für den Handel mit virtuellen Gütern. Aktuell liegt ein Schwerpunkt auf dem Bereich Kryptowährungen. Nach dem Token Sale des NAGA Coin im letzten Jahr, der von der Gesellschaft NAGA Development Association Ltd. (NDAL) durchgeführt wurde und Einnahmen von rund 47 Mio. US-Dollar gebracht hat, wurde im April (von NDAL) die NAGA Wallet als digitale Geldbörse eingeführt. Eine Debit-Card für Zahlungen auf Basis von Kryptoguthaben und ein eigener Handelsplatz für Kryptowährungen stehen kurz vor dem Launch.
- **Das NAGA-Ökosystem:** Der Aufbau einer Produktfamilie zielt darauf ab, den Kunden ein eigenes Ökosystem mit verschiedenen Leistungen für verwandte Bereiche anzubieten. Das Bindeglied für alle Plattformen ist die Kryptowährung NAGA Coin, deren Einsatz Vergünstigungen für die Nutzung der Angebote bietet.
- **Große Märkte:** Mit dem Brokerage, dem Handel virtueller Güter und Kryptowährungen adressiert NAGA sehr große Märkte, die allerdings – nicht zuletzt wegen zahlreicher FinTech-Start-ups – auch stark umkämpft sind. Kann sich das Unternehmen in einem oder mehreren Bereichen substantielle Marktanteile sichern, würde das mit einem Umsatzschub einhergehen. Die wachsenden Regulierungsanforderungen in den adressierten Märkten sorgen indes auch für eine steigende Komplexität.
- **Hohe Dynamik:** Nach zwei sechsmonatigen Rumpfperioden in 2016 mit geringen Erlösen (rd. 2 Mio. Euro) hat NAGA im Geschäftsjahr 2017 einen Umsatz von 12,8 Mio. Euro und ein EBITDA von 2,9 Mio. Euro erwirtschaftet, was deutlich über den Schätzungen aus unserer Erststudie vor einem Jahr lag. Das Unternehmen profitierte dabei von deutlich gestiegenen Handelserlösen, aber auch von Zusatzeinnahmen aus Dienstleistungen für den Token Sale.
- **Skalierung steht an:** Nach der Markteinführung mehrerer Plattformen und Produkte steht nun eine Beschleunigung der Kundengewinnung auf der Agenda, wofür das Unternehmen eine große Marketingkampagne gestartet hat. Da die Lösungen stark automatisiert und gut skalierbar sind, würde ein wachsender Kundenbestand mit zunehmenden Handelsaktivitäten einen positiven Hebeleffekt auf das Ergebnis ausüben.
- **Hohes spekulatives Potenzial:** Im aktuellen Stadium ist die Abschätzung des künftigen Erlös- und Ertragswachstums nach wie vor mit einer sehr hohen Unsicherheit behaftet. Vor etwas mehr als einem Jahr hatten wir im Rahmen unserer Erststudie das Tempo der Skalierung im Brokerage und der Markteinführung von NAGA Virtual überschätzt, während andere Aktivitäten (insb. der ITS) von uns nicht kalkulierte Zusatzeinnahmen gebracht haben. Wir haben unsere Wachstumserwartungen zurückgenommen, sehen aber dennoch gute Chancen für hohe Steigerungsraten und leiten daraus ein Kursziel von 6,40 Euro ab, wobei nach wie vor der spekulative Charakter des Investments betont werden muss, der auch durch die hohen Kursschwankungen seit dem IPO unterstrichen wird.

SWOT-Analyse

Stärken

- Versiertes Managementteam, das bereits mehrere Startups erfolgreich aufgebaut hat.
- Starke technologische Plattform, mit der verschiedene Märkte adressiert werden können.
- Etabliertes Brokerage-Geschäft mit NAGA Markets und NAGA Trader.
- Potenzialträchtige Lösungen für den Handel mit virtuellen Gütern und für Kryptowährungen am Markt eingeführt.
- Mit Fosun und der Deutschen Börse starke Partner als Aktionäre oder JV-Mitgründer eingebunden.
- Mit 79,7 Prozent hohe Eigenkapitalquote (Ende 2017).

Chancen

- In kurzer Zeit wurde ein Ökosystem aus verschiedenen Produkten und Plattformen geschaffen, nun kann die Kundenakquise forciert werden.
- Der Wertpapierhandel, der Handel mit virtuellen Gütern und Kryptowährungen sind sehr große Märkte, auf denen schon vergleichsweise kleine Marktanteile hohe Umsätze ermöglichen.
- Die Lösungen von NAGA sind stark automatisiert und gut skalierbar. Ein größerer Markterfolg würde daher einen starken Hebeleffekt auf das Ergebnis ausüben.
- NAGA hat starke Partner eingebunden, die das weitere Wachstum unterstützen dürften. Mit neuen Kooperationen könnte sich die Gesellschaft zusätzliche Treiber erschließen.
- Die digitale Revolution der Finanzbranche ist in vollem Gang und eröffnet weitere Geschäftsmöglichkeiten. NAGA hat das Potenzial, diese zu identifizieren und zu erschließen.

Schwächen

- Es muss sich noch zeigen, ob die neu eingeführten Plattformen einen signifikanten Umsatz- und Ergebnisbeitrag liefern können.
- Sehr hoher Anteil an immateriellen Vermögenswerten in der Bilanz.
- Hohe Abschreibungen belasten das Ergebnis, unter dem Strich arbeitet die Gesellschaft daher noch defizitär.
- Wie bei Wachstumswerten üblich, beruht der aktuelle Unternehmenswert zu einem Großteil auf den künftigen Wachstumschancen.
- Als FinTech-Anbieter operiert NAGA in einem komplexen Regulierungsumfeld.

Risiken

- Der gleichzeitige Aufbau mehrerer innovativer Geschäftsmodelle birgt die Gefahr, sich zu verzetteln. Die angestrebten Cross-Selling-Effekte müssen noch nachgewiesen und realisiert werden.
- Für NAGA Virtual müssen nun weitere große Spieleanbieter gewonnen werden, ohne deren Mitwirkung das Potenzial der Plattform nur begrenzt wäre.
- Der Kryptomarkt befindet sich in einer ersten Korrekturwelle. Eine größere Bereinigung könnte das Potenzial in diesem Bereich temporär schmälern.
- Eine verschärfte FinTech-Regulierung könnte die Kosten treiben oder einzelne Geschäftsmodelle gänzlich unterbinden.
- In einem hochdynamischen Marktumfeld könnte NAGA wichtige Trends verpassen oder falsch einschätzen.

Profil

Innovatives FinTech-Startup

The NAGA Group AG mit Hauptsitz in Hamburg wurde im Oktober 2015 gegründet. Der Name ist der schärfsten Chili („Naga“) entliehen und steht symbolisch für den disruptiven Ansatz des Unternehmens. Die Hanseaten haben sich zum Ziel gesetzt, innovative Technologien für die Finanzindustrie – Stichwort Financial Technology, kurz FinTech – und die Gaming-Branche zu entwickeln und mit deren Markteinführung tradierte Praktiken und Geschäftsmodelle zu ersetzen. In einem ersten Schritt hat das Unternehmen den Brokerage-Markt mit der innovativen App NAGA Trader (ursprünglich SwipeStox) adressiert und so auch für den eigenen Broker NAGA Markets (ursprünglich Hanseatic Brokerhouse) Kunden angeworben und Handelsumsätze generiert. Im laufenden Jahr folgte dann mit NAGA Virtual eine Lösung für den Handel mit virtuellen Gütern. Darüber hinaus stehen aktuell insbesondere potenzialträchtige Produkte für Kryptowährungen im Fokus. Das Management sieht Blockchain-Anwendungen generell als einen zentralen Wachstumstreiber für die Gruppe.

Spezialisierter Broker

Der im Jahr 2016 am Markt eingeführte Onlinebroker NAGA Markets bietet Konten und eine Plattform für den Wertpapierhandel an und verfügt dafür über eine EU-weit gültige Lizenz von der zypriotischen Finanzaufsicht (CySec). Die Kunden der Gesellschaft, deren Zahl sich Ende letzten Jahres auf ca. 12. Tsd. Personen belief, können zu günstigen Konditionen CFDs, Devisen, ETFs und Kryptowährungen handeln. NAGA Markets monetarisiert das Angebot vor allem über Erträge aus dem Eigenhandel mit CFDs sowie über Kommissionen. Aufgrund stark automatisierter Prozesse, von der Anmeldung bis zur Trade-Abwicklung, ist das Modell im Hinblick auf neue Kunden und steigende Handelsvolumina sehr skalierbar. Ein wichtigstes Vertriebsinstrument für den Broker ist die prämierte App NAGA Trader, die im Google Play Store inzwischen mehr als 100 Tsd. Mal

heruntergeladen wurde. Auf der Plattform können Nutzer ein umfangreiches Kontaktnetzwerk aufbauen, den Track-record von anderen Tradern einsehen und nachverfolgen oder selbst handeln und Follower aufbauen, wobei die Aktivitäten im Rahmen eines Bonussystems belohnt werden. Die Ausführung realer Transaktionen wird an NAGA Markets geleitet.

Übernahme der Vertriebsgesellschaft

Neben der App greift der Onlinebroker zur Kundengewinnung auch auf die Dienste der Gesellschaft Hanseatic Brokerhouse Securities AG (HBS) bzw. deren hundertprozentiger Tochter Hanseatic Brokerhouse Financial Services GmbH (HBFS) zurück. Das letztgenannte Unternehmen wurde bereits 1999 gegründet und hat sich auf Seminare und Schulungen für den Wertpapierhandel fokussiert. An den 60 bis 70 Live-Seminaren pro Monat nehmen derzeit im Durchschnitt etwa 4.500 Personen teil (Datenbasis: erstes Halbjahr 2018), darüber hinaus gibt es ein umfangreiches Angebot an Onlinekursen und Videomaterial. Für die Veranstaltungen betreibt das Unternehmen Büros in Hamburg, Palma de Mallorca, Madrid, Barcelona und Valencia und verfügt über eine Zulassung der spanischen Wertpapieraufsicht sowie über die BaFin-Erlaubnis zur Anlagevermittlung und -beratung. Im Dezember 2015 wurde ein Vertrag zur Übernahme von rund 60 Prozent der HBS-Anteile durch die NAGA Group im Rahmen einer Sachkapitalerhöhung geschlossen, hinzu kam eine Option zum Erwerb weiterer Anteile gegen eine Barzahlung. Nach der Zustimmung der Regulierungsbehörden konnte die Mehrheitsübernahme (zu 72,16 Prozent) im Februar dieses Jahres abgeschlossen werden.

Neue Plattform: NAGA Virtual

Das Brokerage-Geschäft ist damit aktuell derjenige Bereich von NAGA, in dem die Markterschließung am weitesten fortgeschritten ist. Bei einem weiteren Projekt, einer Plattform für den Handel mit virtuellen

Gütern von Online- und Mobile-Spielen (In-game Items), ist die Markteinführung in diesem Jahr gestartet. Die Lösung wurde im Rahmen des Joint-Ventures Switex GmbH mit der Deutschen Börse entwickelt, an dem NAGA 60 Prozent der Anteile hält. Die zuletzt in NAGA Virtual umbenannte Plattform positioniert sich als unabhängiger Anbieter eines legalen und transparenten Handelsplatzes, der als Mittler sowohl zwischen Spielern als auch zwischen den Spielern und den Publishern fungiert. Eine wesentliche Verbesserung gegenüber den im Markt gängigen In-sellösungen ist dabei das Central-Counterparty-Modell, das für ein sicheres und reibungsloses Settlement sorgt. Als technische Innovation erfolgt eine Standardisierung der getauschten Daten mit Hilfe der Blockchain-Technologie. An den einzelnen Transaktionen partizipiert die Gesellschaft über Handelsgebühren, an denen auch die Spielepublisher beteiligt werden. Darüber hinaus zählen Gebühren für den Anschluss an die Plattform und Werbeeinnahmen zum Geschäftsmodell.

Markteinführung in Japan

Die Publisher profitieren auf diesem Weg von dem In-game-Item-Handel (Sekundärmarkt), der bislang zu einem großen Teil im Graubereich stattfindet. Außerdem bietet die Plattform den Unternehmen individuelle Vertriebsoberflächen, um den Nutzern auch neue Items anbieten zu können (Primärmarkt). Als erster Partner für den Roll-out von NAGA Virtual konnte der große japanische Spielehersteller Asobimo Inc. gewonnen werden, dessen Spiel Petite Chronicle Online, ein beliebtes Rollenspiel, als erstes an den Handelsplatz angebunden wurde. Damit wurde die größte Hürde für die Etablierung des neuen Angebots genommen. Sofern die Handelsaktivitäten zufriedenstellend verlaufen, halten wir es für wahrscheinlich, dass sowohl weitere Spiele von Asobimo als auch Produkte anderer Anbieter an die Plattform angebunden werden.

Eigene Kryptowährung geschaffen

Insbesondere zur Nutzung auf den eigenen Plattformen wie NAGA Virtual und NAGA Trader hat die Gesellschaft im letzten Jahr zusammen mit der externen Gesellschaft NAGA Development Association

Ltd. (NDAL) eine eigene Kryptowährung geschaffen, den NAGA Coin (NGC). Der im vierten Quartal 2018 durchgeführte Initial Token Sale (ITS) ist auf ein großes Interesse gestoßen, insgesamt wurden Token mit einem Volumen 47,1 Mio. US-Dollar an rund 63 Tsd. Investoren veräußert. Der Kurs des Token ist im Anschluss zunächst deutlich auf Spitzenwerte von mehr als 4 US-Dollar gestiegen, dann aber führte die scharfe Korrektur im Markt für Kryptowährungen zu einem Kursrückgang auf aktuell zwischen 0,20 und 0,30 US-Dollar. Die NAGA Group arbeitet mit dem Partner eng zusammen, um eine positive Entwicklung des Coin zu unterstützen, und wird für ihre Dienstleistungen mit Zahlungen aus dem Platzierungsvolumen vergütet. Dazu zählen beispielsweise Entwicklungsarbeiten und Marketingmaßnahmen. Der wichtigste Aspekt für den Erfolg des Token sind aber die steigenden Einsatzmöglichkeiten auf Plattformen der NAGA Group, wo die Leistungen unter Nutzung des Coin zum Teil deutlich vergünstigt in Anspruch genommen werden können. Bei einer fixierten Gesamtmenge der NGC und einer steigenden Nutzerzahl (gleichbedeutend mit einer höheren NGC-Nachfrage) sollte mittelfristig theoretisch eine Kursaufwertung die Folge sein.

Weitere Produkte für den Wachstumsmarkt

Mit dem eigenen ITS ist NAGA der erste große Erfolg im Markt für Kryptowährungen gelungen. Das stellte aber nur den Auftakt für eine Produktoffensive in enger Zusammenarbeit mit dem Partner NAGA Development dar. Bereits wenige Monate nach dem Abschluss des Token Sales wurde die NAGA Wallet im Markt eingeführt. Als digitale Geldbörse erlaubt sie den Nutzern die Ein- und Auszahlung sowie die Aufbewahrung von Kryptowährungen (wie Bitcoin, Ethereum, Litecoin oder auch NAGA Coin) sowie von klassischen Währungen, wobei Einnahmen über Transaktionsgebühren generiert werden. Eine besondere Innovation stellt die erstmals geschaffene Möglichkeit dar, Kryptotransaktionen auf Basis der Email-Adresse durchzuführen. In den ersten zwei Monaten nach dem Start wurden mehr als 100 Tsd. Neuanmeldungen mit einer breiten internationalen Diversifikation verzeichnet. Der nächste logische Entwicklungs-

schritt, der Launch der NAGA Exchange, ist aktuell angelaufen. Damit wird das Unternehmen auch einen eigenen Handelsplatz für Kryptowährungen anbieten. Weitere Bausteine des Dienstleistungsportfolios sind eine angekündigte Lösung für die Vermögensverwaltung in Zusammenarbeit mit Partnern (NAGA Wealth), eine Debit-Karte, die mit Kryptozahlungen aufladbar ist, und die NAGA Academy. Letztere ist ein Fortbildungsangebot im Bereich der Finanz-, Börsen- und Kryptothemen, das in Zusammenarbeit mit Alexander College aus Zypern angeboten wird.

NAGA-Töchter	Anteil
Swipy Technology GmbH	100 %
SwipeStox GmbH (NAGA Trader)	100 %
NAGA Markets Ltd.	100 %
Hanseatic Brokerhouse Securities AG	72,16 %
Hanseatic Brokerhouse Financial Services GmbH	72,16 %
Switex GmbH (NAGA Virtual)	60 %
NAGA Blockchain GmbH	100 %
p2pfx GmbH	100 %
Zack Beteiligungs GmbH*	100 %

*Zwischenholding; Quelle: Unternehmen

Starke technologische Basis

Bei dem Ausbau des eigenen Ökosystems profitiert das Unternehmen von der starken technologischen Basis, resultierend aus der Einbringung der Swipy Technology GmbH im Mai 2016, deren gleichnamige Technologie vom NAGA-Vorstand Benjamin Bilski mitentwickelt wurde. Dabei handelt es sich um eine modular aufgebaute Softwarearchitektur, die Handelsfunktionalitäten mit Elementen von Sozialen Netzwerken verbindet. Die Komponenten sind vor allem auf eine starke Einbindung und Aktivierung der Nutzer ausgerichtet, darüber hinaus ermöglicht eine Open-API-Architektur (API: Application Programming Interface / Programmierschnittstelle) die leichte Einbindung von externen Partnerangeboten. Aufbauend auf dieser Technologie entwickelt NAGA die ausgeführten Lösungen für verschiedene Anwendungsgebiete, die zu einem großen Teil in eigenständigen Tochterunternehmen angesiedelt sind (siehe Tabelle). Im Rahmen einer Vereinheitlichung des Markenauf-

tritts wurden zuletzt einige Gesellschaften umbenannt. So heißt der Onlinebroker Hanseatic Brokerhouse nun NAGA Markets und aus Trafex ist die NAGA Blockchain GmbH geworden, die künftig Blockchain-basierte Technologien vertreiben wird.

Große Ressourcen für F&E

Für die Entwicklung neuer Plattformen und Lösungen greift NAGA im Rahmen einer im Februar 2016 vereinbarten Kooperation auch auf die Dienste des Outsourcing-Dienstleisters Ministry of Programming aus Bosnien-Herzegowina und dessen über 70 Software- und IT-Spezialisten mit Schwerpunkten in den Bereichen Blockchain, Datenbank Management, algorithmengesteuerte Datenverarbeitung und Schnittstellenmanagement zurück. Im letzten Geschäftsjahr sind bei der NAGA Group rund 2 Mio. Euro an Entwicklungskosten angefallen, woraus eine Aktivierung immaterieller Vermögensgegenstände in einem Volumen von knapp 1,3 Mio. Euro resultierte.

Erfahrenes Team

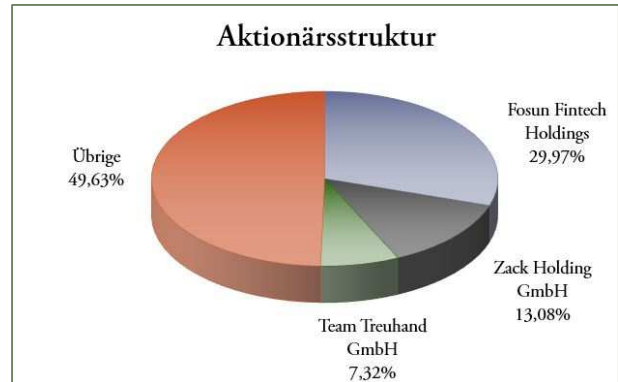
Das eigene NAGA-Team bestand im letzten Jahr aus 25 Mitarbeitern und hat sich mit dem Abschluss der Übernahmen von HBS/HBFS nun deutlich auf 108 erhöht. An der Spitze der Gesellschaft steht ein gleichberechtigtes dreiköpfiges Managementteam. Dazu zählt der Gründer Yasin Sebastian Qureshi, der 1995 die Privatbank Varengold gegründet, an die Börse gebracht und insgesamt 20 Jahre lang geführt hat und bei NAGA vor allem die Bereiche Strategie und Innovation verantwortet. Technische Aspekte fallen u.a. in die Zuständigkeit von Mitgründer Benjamin Jakub Bilski, der vor seinem Engagement bei NAGA bereits an mehreren Start-ups im Onlinebusiness initiativ beteiligt war (u.a. am erfolgreichen Marktplatz angelplatz.de, dem Mode-Start-up Swipy.de und der E-Bay-Suchmaschine Swipybay). Komplettiert wird das Team durch CFO Andreas Luecke, der zuvor den Bereich Legal and Tax verantwortet und den Vorstandsposten im Januar übernommen hat.

Börsengang in 2017

Die NAGA Group hat ihr IPO im Juli 2017 durchgeführt und ist seitdem im Segment Scale der Frankfur-

ter Börse notiert. Von der aktuellen Aktienzahl wurden zum Börsengang lediglich 1 Mio. Stück platziert. Dennoch gibt es aus der Historie zahlreiche Aktionäre mit substantiellen Paketen im niedrigen einstelligen Prozentbereich. Der mit einem Anteil von 29,97 Prozent größte Anteilseigner ist aber die chinesische Fosun-Gruppe, die eine Option besitzt, den Anteil bis Juli 2019 auf 50 Prozent plus einer Aktie auszubauen. Die dafür notwendigen Aktien würden von den Gründern und ggfs. über eine Kapitalerhöhung bereitgestellt, bei der diese auf ihre Bezugsrechte verzichten würden, damit die Zielquote erreicht wird. Die Gründer halten ebenfalls noch größere Pakete. Die Zack Holding mit einem Anteil von rund 13,1 Prozent ist Herrn Qureshi zuzuordnen, ebenso wie ein Teil der Team Treuhand GmbH. Letztere hält aber

auch Aktien treuhänderisch für Herrn Bilski und den ehemaligen Vorstand Christoph Brück.



Quelle: Unternehmen

Strategie

Starke technologische Basis

Die NAGA Group verfügt dank der modularen Softwarearchitektur über eine hervorragende Ausgangsposition, um verschiedene Märkte zu besetzen. Die Bausteine und die Logik, die für NAGA Trader verwendet werden, stellen beispielsweise auch die Basis von NAGA Virtual oder NAGA Exchange dar. Anpassungen für neue Anwendungen sind in relativ kurzer Zeit mit einem vergleichsweise überschaubaren Aufwand möglich. Der Diversifikationsprozess der Aktivitäten dürfte daher mit dem Roll-out der aktuellen Projekte nicht abgeschlossen sein. Da die Gesellschaft über umfangreiches Know-how in den Bereichen Kryptowährungen, Blockchain-Technologie und Datenbankverwaltung verfügt, bieten sich nach wie vor zahlreiche Expansionsmöglichkeiten.

Das NAGA-Ökosystem

Ziel des Managements ist die Entwicklung eines großen Ökosystems, das den Kunden auf einfache Art Zugang zu verschiedenen Leistungen aus den Bereichen Trading, Anlage, Kryptowährungen, Games, Payment und Fortbildung bietet. Im Zentrum aller Entwicklungsprozesse stehen Innovationen für die adressierten Segmente, mit denen ein deutlicher Mehrwert für die Nutzer generiert wird. Der erste Schritt war dabei der Aufbau eines starken Standbeins im Bereich des Brokerage. Mit dem Abschluss der Übernahme von HBS/HBFS können Kunden nun von der Akquise, über die laufende Betreuung und Schulung bis hin zur letztlichen Abwicklung von Transaktionen vollständig aus einer Hand bedient werden. Daran angeschlossen hat sich die Ausweitung des Leistungsspektrums auf andere Bereiche. Der Markt für Kryptowährungen wurde zunächst mit passenden Produkten im Brokerage erschlossen, dann folgte die Wallet als Möglichkeit zur Coin-Aufbewahrung. Nun stehen ein eigener Krypto-Handelsplatz und die Debit-Card als Bezahlmöglichkeit auf Basis von Kryptoguthaben in den Startlöchern. NAGA Virtual erweitert wiederum den Aktivitätsradius auf Käufe von In-game-Items, während eine weitere an-

gekündigte Lösung auf den Bereich Asset Management zielt. Und alles wird flankiert durch Bildungsangebote, etwa von der NAGA Academy, mit denen sich die Kunden das nötige Wissen aneignen können, um die Handelsplattformen erfolgreich zu nutzen.

NAGA Coin als Bindeglied

Ein wichtiges Bindeglied für das Ökosystem wurde im letzten Jahr mit dem NAGA Coin geschaffen. Die Kryptowährung soll letztlich die Standardeinheit zur Nutzung aller Systeme werden. Der Clou daran ist, dass mit dem Einsatz des Coins auf einfachem Wege verschiedene Vergünstigungen angeboten werden können, um die Aktivitäten zu stimulieren und das Cross-Selling deutlich zu erleichtern. Denn die Segmente wie das Trading oder die langfristige Anlage im Wertpapierbereich, der Tausch von Guthaben in Kryptowährungen oder die Nutzung des Kapitals für Zahlungen sind inhaltlich so eng miteinander verbunden, dass ein Transfer der Kunden von einem Bereich in einen anderen naheliegend ist.

Einheitliches Branding

Aus der historischen Entwicklung heraus resultierten unterschiedliche Namen für die einzelnen Töchter und Produkte. Der Onlinebroker hieß Hanseatic Brokerhouse, die Social-Trading-App SwipeStox und die Plattform für den Handel mit virtuellen Gütern Switex. Im laufenden Jahr hat das Unternehmen mit der Vereinheitlichung des Markenauftritts einen wichtigen Schritt unternommen, um die globale Vermarktung zu vereinfachen. In jeden Produktnamen wurde nun die Firmenbezeichnung NAGA integriert, um das Branding zu verstärken und die Zugehörigkeit zu einem integrierten Ökosystem zu unterstreichen.

Marketing-Offensive

Das Management hat schon seit längerem eine große Marketingkampagne zur Kundengewinnung geplant, diese aber aufgrund geänderter Prioritäten zwei Mal

aufgeschoben. Im letzten Herbst rückte aufgrund der rasanten Marktentwicklung und der sich daraus ergebenden Chancen zunächst der Token Sale in den Vordergrund, der in relativ kurzer Zeit erfolgreich abgeschlossen werden konnte. In diesem Jahr wurde der Start der Kampagne erneut vertagt, um zunächst die Vereinheitlichung des Markenauftritts und die Einführung wichtiger Produkte wie der NAGA Wallet abzuschließen. Auf dieser Basis startet das Unternehmen nun aber größere Maßnahmen, um das Kundewachstum deutlich zu stimulieren. Dazu zählen beispielsweise Sponsoringaktivitäten im Rahmen der im Juli verkündeten Zusammenarbeit mit dem HSV sowie der zuletzt bekannt gegebenen Kooperation mit Sky Media. Signifikante Effekte sollen ab dem vierten Quartal sichtbar werden. Gelingt eine kräftige Ausweitung des Kundenstamms, dürfte NAGA davon stark profitieren. Zum einen verspricht die eng verzahnte Produktfamilie Aktivitäten von neuen Nutzern in verschiedenen Bereichen und damit Mehrfacheinnahmen, zum anderen sind die zusätzlichen Strukturkosten einer intensiveren Nutzung der Plattformen in Relation zu den Erlösen fast vernachlässigbar, was hohe Skaleneffekte und somit eine positive Margenentwicklung verspricht.

Kooperationen bieten weitere Optionen

Mit einer Ausweitung der angebotenen Leistungen kann die wachsende Kundenbasis noch stärker mone-

tarisiert werden. Mit der modularen Softwarearchitektur verfügt NAGA über ein starkes Fundament, um neue Plattformen relativ schnell zu entwickeln. Dennoch soll das Portfolio nicht nur mit eigenen Produkten, sondern auch durch eine Integration von Lösungen ausgesuchter Partner erweitert werden. Ein Beispiel für eine solche Kooperation stellt die im April vermeldete Zusammenarbeit mit dem FinTech-Unternehmen MyBucks S.A. dar, die eine Integration der NAGA Wallet in die MyBucks Mobile Wallet umfasst. Der in Luxemburg ansässige Partner betreibt eine mobile Plattform für Finanzgeschäfte, die insbesondere durch die NAGA-Lösung für Transaktionen im Kryptobereich erweitert wird. Die Hanseaten erschließen sich so weitere 1,5 Mio. Kunden, insbesondere in den Schwellenländern, und können am weiteren Wachstum von MyBucks partizipieren. Während NAGA in diesem Fall einen Baustein für ein anderes Angebot liefert, zielt die Zusammenarbeit mit Hauck & Aufhäuser darauf ab, Dienstleistungen für das Asset-Management in das eigene Ökosystem zu integrieren. Im Zuge dessen hat NAGA im Juni 25 Prozent der Anteile an der Banktochter easyfolio GmbH erworben und besitzt darüber hinaus die Option, den Anteil bis auf 49 Prozent zu erhöhen.

Markt und Wettbewerb

Digitale Revolution

Das Schlüsselwort im Markt für Financial Technology, kurz FinTech, lautet Digitalisierung. Nachdem zunächst die Strukturen in anderen Branchen (etwa in der Musikindustrie oder der Verlagsbranche) durch diesen technologischen Trend stark verändert wurden, hat die Welle inzwischen auch die Finanzindustrie voll erfasst. Zwei komplementäre Entwicklungen haben dies begünstigt: Zum einen haben die Verbesserung der verfügbaren Netzkapazitäten und der Aufbau immer leistungsfähigerer Serverfarmen dazu geführt, dass neue Anwendungen relativ frei von Übertragungs- und Datenverarbeitungsengpässen etabliert werden können. Zum anderen hat die rasante Verbreitung mobiler Endgeräte den Konsumenten einen erleichterten Zugang zu neuen Finanzdiensten ermöglicht. Damit wurde ein großes Betätigungsfeld eröffnet, das von unzähligen Start-ups nun ebenso erschlossen wird wie von großen Unternehmen aus bislang wenig finanzaffinen Branchen (etwa Internetkonzernen wie Google und Amazon).

Boom setzt sich fort

Angefacht wurde der Boom durch Milliardeninvestitionen in den Sektor, die im Laufe dieses Jahrzehnts stark zugenommen haben. Wurden vor fünf Jahren global rund 9 Mrd. US-Dollar (Gesamtjahr 2012) in FinTech-Unternehmen investiert, so waren es in 2017 bereits 38,1 Mrd. US-Dollar (Datenquelle für diesen Absatz: KPMG – The Pulse of FinTech 2018). In Relation zum bisherigen Peakjahr 2015 entsprach das zwar einem Rückgang um knapp 40 Prozent, dennoch errechnet sich für diesen Zeitraum ein CAGR von etwa 34 Prozent. Dass es sich bei der Kontraktion in den letzten beiden Jahren (siehe Abbildung) nicht um eine Trendwende handelt, haben die ersten sechs Monate dieses Jahres verdeutlicht, in denen das globale Investmentvolumen mit 57,9 Mrd. US-Dollar den Wert der gesamten Vorperiode bereits deutlich übertrafen hat und sogar nur knapp unter dem Zwölfmonats-Rekordwert aus 2015 lag. Der massive Anstieg resultiert aus einer insgesamt gestiegenen Dynamik

mit einem kräftigen Anstieg der Transaktionszahl, aber auch aus zwei sehr großen Deals: Die Übernahme von WorldPay für 12,9 Mrd. US-Dollar und die Finanzierungsrunde von Ant Financial mit einem Volumen von 14 Mrd. US-Dollar. Nach der Erhebung von KPMG verzeichnen die Bereiche künstliche Intelligenz, Prozessautomatisierung (RPA), InsurTech (Versicherungen) und RegTech (technologische Lösungen für Regulierungsanforderungen) derzeit ein deutlich steigendes Interesse.



Quelle: KPMG

Regulierung wird ausgeweitet

Allerdings nimmt auch die äußere Einflussnahme auf den Sektor zu, vor allem von Seiten der Behörden, die sich bemühen, die Regulierung an die rasante Entwicklung der Branche anzupassen. Insbesondere in Europa sind zuletzt zahlreiche neue Bestimmungen zur Anwendung gekommen. Das gilt beispielsweise seit Januar dieses Jahres für das MiFID II/MiFIR-Regelwerk (Markets in Financial Instruments-Directive, Markets in Financial Instruments Regulation), das umfangreiche Vorschriften für Handelsinfrastrukturen, Finanzinstrumente und den Anlegerschutz beinhaltet. Relevant ist seitdem auch die Payment Service Directive 2 (PSD2) mit neuen Vorschriften für Zahlungsdienstleistungen. Und nicht zuletzt müssen seit Mai 2018 die neue Europäische Datenschutz-Grundverordnung (EU-DSGVO) und das überarbeitete

Bundesdatenschutzgesetz (BDSG) beachtet werden. Relativ stark eingegriffen in ein für NAGA relevantes Marktsegment hat zudem die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) mit einer Produktintervention im Mai, die binäre Optionen und CFDs betraf und von den Anbietern bis Anfang August umgesetzt werden musste. Während für binäre Optionen ein vollständiges Verbot im Retail-Geschäft ausgesprochen wurde, hat die Behörde für den Handel mit Differenzkontrakten u.a. Einschränkungen für Werbemaßnahmen und die angebotenen Hebel in einzelnen Assetklassen festgelegt. Außerdem wurde es untersagt, Produkte für Privatanleger mit einer Nachschusspflicht auszustatten.

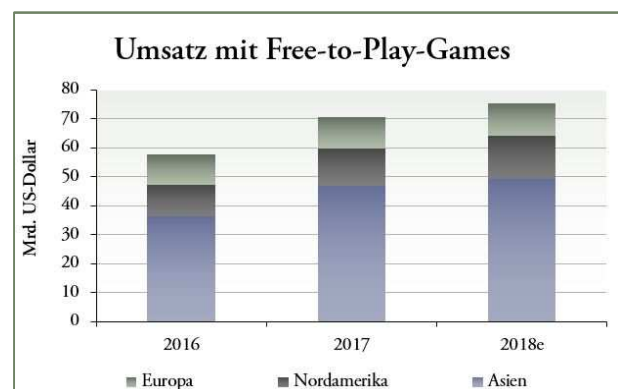
Brokerage-Geschäft betroffen

Der Handel mit CfDs zählt zu den Kernangeboten des Brokerage-Geschäfts von NAGA, wobei das Unternehmen schon immer auf Nachschusspflichten verzichtet hat. Die Begrenzung der Hebel zeigt nach einer ersten Einschätzung des Managements bislang keine signifikant negativen Effekte auf die Handelsaktivitäten, wobei es für die Ableitung von Trends noch zu früh sei. Relativ gelassen bezüglich der neuen Regulierung äußert sich auch das börsennotierte Branchenschwergewicht IG Group zur Veröffentlichung des Geschäftsberichts im Juli dieses Jahres (Zitat CEO: „I am confident that IG is well placed to deal with these new regulatory measures“). Die Einschränkung der Differenzierungsmöglichkeiten könnte den Wettbewerb unter den zahlreichen Anbietern aber weiter verschärfen. NAGA setzt in diesem Umfeld auf eine Nischenpositionierung mit einer engen Kundenbetreuung, stark automatisierten Prozessen und einer Discount-Gebührenstruktur. Zudem verknüpft das Unternehmen den Bereich Brokerage über NAGA Trader mit Social-Trading-Elementen, die als Instrument zur Kundengewinnung und -aktivierung genutzt werden.

Riesiger, offener Markt

Einen deutlich größeren Handlungsspielraum gibt es im Handel mit virtuellen Gütern, denn der Markt ist weder im Detail gesetzlich reguliert, noch gibt es einheitliche Standards oder dominante herstellerübergreifende Plattformen. In der Vergangenheit kamen

vor allem Insellösungen der Hersteller oder Plattformen wie ebay zum Einsatz, wobei letztere auf die spezifischen Bedingungen in diesem Bereich nicht zugeschnitten sind, was die Transaktionen erschwert und betrügerische Aktivitäten erleichtert. Eine begrenzte Möglichkeit zum Handel bietet auch die große Spieleplattform Steam. Inzwischen hat der Markt eine beachtliche Größe erreicht. Der Gesamtumsatz aus Free-to-Play-Spielen in Asien, Nordamerika und Europa summierte sich im letzten Jahr auf 70,8 Mrd. US-Dollar, wovon ein substantieller Teil auf den Verkauf virtueller Güter entfiel. Die Analysten von Superdata erwarten für 2018 ein weiteres Wachstum um 6,5 Prozent auf 75,4 Mrd. US-Dollar. Das hohe Potenzial führt dazu, dass es inzwischen mehrere Unternehmen gibt, die an der Etablierung einer herstellerübergreifenden Plattform für den Handel mit In-Game Items arbeiten. Zu den im Sektor aktiven Startups gehören beispielsweise OPSkins und DMarkets, die im letzten Jahr mit ihren Token Sales 41 bzw. 19 Mio. US-Dollar eingeworben haben.

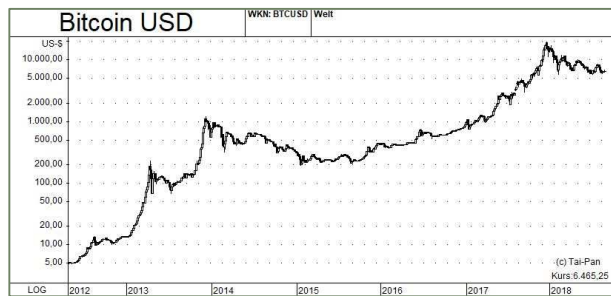


Quelle: SuperData Research

Neue Assetklasse

Neben dem Brokerage und dem Handel mit virtuellen Gütern adressiert NAGA mit Kryptowährungen einen dritten großen Markt. Der steile Kursanstieg des Bitcoin (siehe Chart) in diesem Jahrzehnt war der Wegbereiter für diese neue Assetklasse. Einen weiteren Schub hat der Sektor im Jahr 2015 durch das Ethereum-Netzwerk erhalten, das mit dem Smart-Contract-System auf Blockchainbasis eine Welle neuer Token auf Basis des Ethereum-Standards ERC-20 hervorgebracht hat. Aktuell zählt Etherscan bereits mehr als 113 Tsd. verschiedene Ethereum-Token

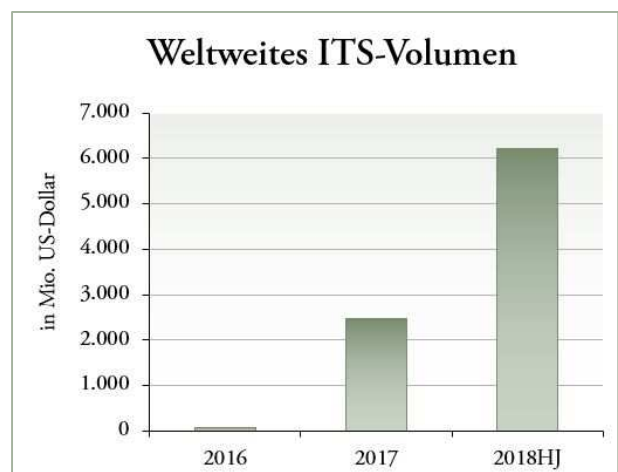
(<https://etherscan.io/tokens>; Stand 24.08.18). Dank dieses Erfolgs ist der Coin des Netzwerks, der Ether, mit einer Marktkapitalisierung von 24,3 Mrd. US-Dollar derzeit die zweitgrößte Kryptowährung hinter dem Bitcoin (97,4 Mrd. US-Dollar) und vor dem Ripple (11,1 Mrd. US-Dollar) (Datenquelle: <https://coinmarketcap.com/de/>)



Breites Spektrum neuer Chancen

Der neu entstandene Markt bietet Unternehmen eine Vielzahl attraktiver Betätigungsfelder. Das rasante Wachstum der Tokenzahl verdeutlicht, dass zahlreiche Gesellschaften die Einführung einer eigenen Kryptowährung als Finanzierungsinstrument genutzt haben – wie auch NAGA mit dem NAGA Coin. Zugleich haben sich Plattformen etabliert, die den Anlegern die Chance zur Teilnahme an neuen Token Sales bieten. Obwohl viele Kryptowährungen in diesem Jahr eine scharfe Kurskorrektur erleben – der Bitcoin hat beispielsweise vom im letzten Dezember markierten Allzeithoch bei 19.843 US-Dollar in der Spitze rund 70 Prozent seines Wertes eingebüßt –, ist das Interesse an neuen Token ungebrochen. In den ersten

sechs Monaten 2018 lag das ITS-Platzierungsvolumen bei 6,2 Mrd. US-Dollar, verglichen mit 2,5 Mrd. US-Dollar im gesamten Vorjahr (<https://icowatchlist.com/statistics/year/2018>). Da die traditionellen Finanzdienstleister keine Aufbewahrungsmöglichkeit für Kryptowährungen im Angebot hatten und auf den neuen Trend viel zu langsam reagiert haben, entwickelten sich die digitalen Wallets als weiterer Geschäftszweig, ebenso so wie die Börsen für den Handel der Kryptowährungen. In beiden Segmenten gibt es inzwischen eine Vielzahl an Angeboten, die Seite coinmarketcap.com listet etwa mehr als 200 Handelsplätze auf. Die rasante Marktentwicklung dürfte dennoch weiterhin eine Etablierung neuer Lösungen zulassen, wenn sich diese von der Konkurrenz abheben können.



Quelle: icowatchlist.com

Zahlen

Einbringung prägt Anfangsphase

Nach der Gründung im Jahr 2015 wurde mit zwei jeweils sechsmonatigen Rumpfgeschäftsjahren in 2016, die aus bilanztechnischen Gründen resultierten, die Berichtsperiode letztlich auf das Kalenderjahr umgestellt. In der ersten Rumpfperiode von Januar bis Juni 2016 wurden noch keine nennenswerten Erlöse generiert. Die prägenden Elemente der Periode waren die Einbringung der Swipy Technologie GmbH gegen Sacheinlage für rund 20 Mio. Euro und der Start des Brokerage-Geschäfts. Letzteres war im zweiten Sechsmonatszeitraum 2016 maßgeblich verantwortlich für die Erlöse in Höhe von 1,97 Mio. Euro. Diese konnten die operativen Kosten aber noch nicht decken, was zu einem EBITDA-Verlust in Höhe von -1,4 Mio. Euro führte. Der Nettoverlust lag mit -3,9 Mio. Euro noch deutlich höher, vor allem wegen der Abschreibungen in Höhe von 2,3 Mio. Euro, die wiederum zum größten Teil aus der Einbringung der Software resultierten.

Geschäftszahlen	RGJ16/1	RGJ16/2	GJ2017
Umsatz	0,02	1,97	12,84
EBITDA	-1,26	-1,40	2,88
EBIT	-2,66	-3,74	-1,90
Nettoergebnis	-2,69	-3,89	-2,20

In Mio. Euro; Quelle: Unternehmen

Dynamik zieht an

Im letzten Jahr hat sich die Geschäftsentwicklung dank IPO und ITS deutlich beschleunigt. Die Kundenzahl von NAGA Markets konnte um rund 440 Prozent auf 12 Tsd. gesteigert werden, während die aus dem Handelsvolumen von 42 Mrd. Euro resultierenden Handelserlöse auf 6,52 Mio. Euro mehr als verdreifacht wurden. Der Token Sale hat sich darüber hinaus aber auch noch anderweitig positiv auf die Einnahmeentwicklung ausgewirkt. Obwohl die Maßnahme von der konzernexternen NDAL durchgeführt wurde, war die NAGA Group in die Umsetzung maßgeblich involviert. Für erbrachte Dienstleistungen

(1,96 Mio. Euro) und zustehende Provisionen (4,36 Mio. Euro) konnte die Gesellschaft insgesamt 6,32 Mio. Euro in Rechnung stellen. Der Gesamtumsatz der NAGA Group im Geschäftsjahr 2017 summierte sich somit auf 12,8 Mio. Euro. Zusammen mit den aktivierten Programmierleistungen in Höhe von 1,3 Mio. Euro ergibt sich eine Gesamtleistung von 14,1 Mio. Euro. Außerdem wurden sonstige betriebliche Erträge in Höhe von 3,5 Mio. Euro generiert, die vor allem Aufwendungen für den ITS betrafen, die von NAGA zunächst übernommen und dann an NDAL weiterbelastet wurden.

EBITDA deutlich positiv

Diese Kosten finden sich dementsprechend auch als größere Aufwandsposten in der GuV wieder. In den sonstigen betrieblichen Aufwendungen, die sich 2017 auf insgesamt 6,9 Mio. Euro beliefen, entfielen auf ICO-Aufwendungen insgesamt 1,72 Mio. Euro. Außerdem stand der Großteil der Marketing- und Vertriebskosten, nämlich 1,53 von 1,74 Mio. Euro, in Verbindung mit dem Token Sale. Ein weiterer wesentlicher Aufwandsposten in der Ergebnisrechnung waren Kommissionen in Höhe von 3,4 Mio. Euro. Dabei handelt sich aber fast ausschließlich um Zahlungen an die im letzten Jahr noch externe HFBS, die nach der erfolgten Übernahme im Frühjahr in 2018 nun konzernintern konsolidiert werden. Nach Abzug dieser Aufwandspositionen sowie der Personalkosten (2,7 Mio. Euro) errechnet sich für 2017 ein EBITDA in Höhe von 2,9 Mio. Euro, das damit dank der positiven Effekte des Token Sales im Vergleich zum kumulierten Wert in den beiden Rumpfperioden 2016 (-2,7 Mio. Euro) erheblich verbessert werden konnte. Wegen der hohen Abschreibungen (4,78 Mio. Euro), überwiegend auf immaterielle Wirtschaftsgüter, wurde unter dem Strich dennoch ein Verlust von -2,2 Mio. Euro ausgewiesen.

Liquidität kräftig erhöht

Der deutliche Anstieg des EBITDA konnte aber nicht in eine Verbesserung des Cashflows aus laufender Geschäftstätigkeit umgemünzt werden. Im Vergleich zum Wert aus der Rumpfperiode Juli bis Dezember 2016 reduzierte sich dieser von +0,91 auf -4,16 Mio. Euro. Das war maßgeblich auf die Zunahme von Forderungen aus Lieferungen und Leistungen zurückzuführen, denn diese Teilkomponente drehte von +0,98 Mio. Euro im zweiten Halbjahr 2016 auf -4,36 Mio. Euro im Geschäftsjahr 2017, worin sich der temporäre Aufbau von Forderungen gegenüber der NDAL in Höhe von 4,55 Mio. Euro widerspiegelt. Vor den Änderungen des Nettoumlaufvermögens war der Cashflow mit 2,81 Mio. Euro (Rumpfperiode 07-12/16: -1,39 Mio. Euro) deutlich positiv. Trotzdem konnte unter dem Strich die Liquidität von 4,63 auf 8,73 Mio. Euro erhöht werden, da der operative Cashflow, der Cashflow aus Investitionstätigkeit (-1,6 Mio. Euro) und Darlehenstilgungen (-1,5 Mio. Euro) durch die Zuflüsse aus Eigenkapitalmaßnahmen (+11,4 Mio. Euro) überkompensiert wurden.

Hohe Eigenkapitalquote

Letztgenannte haben sich auch im Eigenkapital positiv bemerkbar gemacht, das von 14,6 auf 27,7 Mio. Euro ausgeweitet wurde. Bei einer Bilanzsumme von 34,7 Mio. Euro entsprach das einer sehr komfortablen Eigenkapitalquote von 79,7 Prozent, die somit um rund 22 Prozentpunkte gegenüber dem Wert von Ende 2016 verbessert wurde. Dem steht auf der Aktivseite allerdings auch ein großer Posten mit immateriellen Vermögenswerten in Höhe von 15,7 Mio. Euro gegenüber, der aus der Aktivierung von Software

und der Einbringung der Swipy Technology GmbH resultiert.

Sachkapitalerhöhung abgeschlossen

Dieser Wert wird sich mit der Halbjahresbilanz 2018 noch weiter erhöhen. Denn die schon in 2015 vertraglich fixierte Einbringung von HBS und HBFS via Sachkapitalerhöhung konnte im Februar zum Abschluss gebracht werden. Beschlusskonform hat die NAGA dafür rund 11,8 Mio. Aktien ausgegeben. Die bilanziellen Auswirkungen der Transaktion wurden bereits im Abschluss für 2017 skizziert. Demzufolge beläuft sich der Kaufpreis auf 18,55 Mio. Euro, wovon sich ein Goodwill von 17,6 Mio. Euro ableitet.

Bislang nur wenige Kennzahlen für 2018

Zur Geschäftsentwicklung im Jahresverlauf 2018 hat NAGA Group bislang nur wenige Kennzahlen veröffentlicht. Gemäß einer Meldung aus dem März ist der Jahresstart im Bereich Brokerage im Nachgang zum Token Sale sehr erfolgreich verlaufen. Im Januar und Februar erhöhte sich die Zahl der neu eröffneten Echtgeld-Handelskonten um 306 Prozent zum Vorjahr und das durchschnittliche monatliche Handelsvolumen legte um 42 Prozent auf mehr als 5 Mrd. Euro zu. Insgesamt konnte NAGA so in den ersten beiden Monaten Einnahmen von 2,7 Mio. Euro generieren, was bereits 43 Prozent der gesamten Handelserträge aus 2017 entsprach. Darüber hinaus wurde im Juni die Zahl der Anmeldungen bei der NAGA Wallet veröffentlicht, die in den ersten zwei Monaten nach dem Launch bereits die Marke von 100.000 überschritten hat.

Equity-Story

Schnelle Reaktion auf neue Trends

In einer relativ kurzen Unternehmenshistorie hat die NAGA Group bereits zahlreiche Lösungen für potenzialträchtige Märkte entwickelt. Diese beeindruckende Leistung resultiert aus einer starken technologischen Basis in Form einer selbst entwickelten (bzw. vom Mitgründer Bilski eingebrachten) Softwarearchitektur. Diese ist modular aufgebaut und lässt sich mit vergleichsweise überschaubarem Aufwand auf weitere Anwendungen übertragen. Dadurch kann das Unternehmen flexibel und schnell auf neue Markttrends antworten.

Fortgeschrittene Produktdiversifikation

Das zeigt sich insbesondere auch daran, wie rasch NAGA auf den Boom der Kryptowährungen reagiert hat. Nur wenige Monate nach dem Börsengang wurden die Pläne für einen Token Sale bekannt gegeben und dieser dann bis zum Jahresende mit Einnahmen von rund 47 Mio. US-Dollar abgeschlossen – eine Pionierleistung in Deutschland. Mit dem NAGA Coin wurde zugleich der Eintritt in den Kryptomarkt vollzogen, der in diesem Jahr zum Launch der NAGA Wallet führte und aktuell mit der Einführung eines eigenen Handelsplatzes weiter vorangetrieben wird. Auch im Trading-Geschäft wurden die Kryptowährungen mit neuen Produkten schnell erschlossen, was für den Kernbereich Brokerage mit den Lösungen NAGA Markets und NAGA Trader einen wichtigen Treiber darstellte. In Summe sind wesentliche Elemente des NAGA-Ökosystems mittlerweile entwickelt und am Markt eingeführt. Auf dieser Basis können neue synergetische Segmente, wie etwa das Asset Management, zügig erschlossen werden.

Hervorragende Skalierbarkeit

Den Charme dieses Geschäftsmodells stellt das Cross-Selling-Potenzial innerhalb des Portfolios dar. Die NAGA Group bietet Lösungen für verschiedene Segmente der Finanzdienstleistungen – etwa den Wertpapierhandel, die Anlage in Kryptowährungen oder

das Vermögensmanagement – an und kann Kunden, die für einen Bereich gewonnen wurden, auch andere Leistungen offerieren. Daraus resultieren im Erfolgsfall relativ niedrige Kundengewinnungskosten. Technisch gesehen sind die Plattformen zudem sehr gut skalierbar, was ein attraktives Margenpotenzial bietet. Zumal schon die Ausgangsbasis komfortabel ist: Dank der Erlöse aus Leistungen für den ITS konnte das Unternehmen das durch umfangreiche Entwicklungsaktivitäten geprägte Jahr 2017 mit einem EBITDA von 2,9 Mio. Euro abschließen.

In der Offensive

Nach dem erfolgreichen Token Sale verfügt NAGA über großen Spielraum, um zusammen mit der NDAL die Nutzung des NGC und somit auch das Tempo der Geschäftsentwicklung zu forcieren. Da, wie bereits ausgeführt, das Produktangebot inzwischen schon deutlich diversifiziert wurde, liegt der Fokus nun auf einer Intensivierung der Kundengewinnung. Zur Vorbereitung hat das Management die Kernmarke NAGA zu einem Namenselement aller Lösungen gemacht, was die Vermarktung nun deutlich erleichtert. Aktuell wurde auf dieser Basis eine Marketingoffensive gestartet, mit der die Zahl der Kunden erheblich gesteigert werden soll.

Innovationen sorgen für Alleinstellungsmerkmale

Ein Treiber für die Kundengewinnung dürften die Alleinstellungsmerkmale der angebotenen Lösungen sein. Der erste wichtige Schritt dieser Art war NAGA Trader, eine leicht bedienbare App für das Nachvollziehen erfolgreicher Trades, die das Brokerage-Geschäft stimuliert hat. Weitere Innovationen adressieren vor allem den Kryptomarkt. Die NAGA Wallet wurde ebenfalls besonders bedienfreundlich konstruiert und bietet erstmals die Möglichkeit, Kryptowährungen mit Hilfe der Email-Adresse zu übertragen. Auch die vor der Markteinführung stehende Debit

Card bietet mit der Zahlungsmöglichkeit auf Basis von Kryptoguthaben eine wichtige Neuheit. Der vielleicht größte Entwicklungssprung ist dem Unternehmen aber mit NAGA Virtual gelungen. Denn mit dieser standardisierten, transparenten und herstellerunabhängigen Plattform kann der Handel mit In-Game-Items deutlich erleichtert werden. Da die Lösung der Hanseaten zudem mit einem für die Nutzer sehr sicheren Central-Counterparty-Modell aufwartet, könnte sie sich als Standard im Markt etablieren. Eine zentrale Frage wird sein, ob die Gebühren für die Nutzung eines Marktplatzes aus Sicht der Kunden durch eine deutlich verbesserte Preistransparenz und eine höhere Transaktionssicherheit kompensiert werden.

Offen für Partner

NAGA Virtual hat das Unternehmen nicht im Alleingang entwickelt, sondern im Rahmen eines Joint-Ventures in Zusammenarbeit mit der Deutschen

Börse. Auch der weitere Ausbau des Leistungsangebots kann unter Einbindung von Partnern erfolgen. Mit den eingeführten Lösungen und der unter Beweis gestellten Innovationskraft ist die Gesellschaft dabei auch für große Adressen aus dem Markt interessant. Das wird auch durch den Einstieg der chinesischen Fosun-Gruppe dokumentiert, die der größte Einzelaktionär von NAGA ist und eine Option auf einen Erwerb der Mehrheit hält. Mit Hilfe der Beteiligungsgesellschaft könnte künftig u.a. die Expansion in Asien weiter forciert werden. Die Fosun-Tochter Hauck & Aufhäuser zählt ebenfalls zu den engen Partnern von NAGA, mit der nun das Thema Asset Management gemeinsam angegangen wird. Darüber hinaus sind weitere Kooperationen wie mit MyBucks denkbar, bei denen durch eine Zusammenführung unterschiedlicher FinTech-Plattformen Mehrwert sowohl für die Kunden als auch für die Anbieter geschaffen wird.

DCF-Bewertung

Optimistische Wachstumsprognose

Die Basis der NAGA Group ist immer noch das Brokerage-Geschäft, doch mit den weiteren Produktangeboten – insbesondere NAGA Virtual sowie Lösungen für Kryptowährungen – verfügt das Unternehmen über zusätzliche potenzialträchtige Wachstumstreiber. Die Prognosen des Managements für das laufende Geschäftsjahr sind daher optimistisch ausgefallen, auch wenn quantitative Ziele nur in Einzelfällen veröffentlicht wurden. Eine konkrete Vorgabe wurde für das Handelsvolumen im Brokerage ausgegeben, das dank einer „starken Steigerung“ der Zahl der aktiven Kunden um etwa 100 Prozent erhöht werden soll, was ca. 80 Mrd. Euro entspräche. Auf dieser Basis sollen auch die Handelserlöse „stark signifikant“ steigen. Weitere Erlöse sollen mit NDAL im Rahmen von Maßnahmen für den NAGA Coin und die NAGA Wallet erzielt werden, außerdem dürfte NAGA Virtual einen ersten Beitrag leisten. Dem stehen prognosegemäß steigende Personal- und Marketingaufwendungen entgegen. Per Saldo soll sich das EBITDA in der laufenden Finanzperiode in einer ähnlichen Größenordnung wie im letzten Jahr bewegen.

Große Fortschritte

Damit würde NAGA den positiven Trend in der Geschäftsentwicklung fortsetzen. Seit dem Börsengang im letzten Jahr hat das Unternehmen wichtige Meilensteine erreicht. Besonders spektakulär war sicherlich der ITS in 2017, wenngleich der Launch von NAGA Wallet und NAGA Virtual unter strategischen Gesichtspunkten noch höher einzuschätzen sind. Die Fortschritte beim Ausbau des Produktportfolios sind größer, als wir vor einem Jahr in der Emissionsstudie erwartet hatten. Auch das Zahlenwerk für 2017 war wesentlich besser, als von uns damals geschätzt. Wir hatten einen Umsatz von 7,9 Mio. Euro und ein EBITDA von -2,7 Mio. Euro erwartet, stattdessen wurden es 12,8 und +2,9 Mio. Euro.

Verzögerungen in der Skalierung

Damals sowie in unseren Updates hatten wir aber auch unterstellt, dass das Unternehmen den Mittelzufluss, zunächst aus den Eigenkapitalmaßnahmen und dann aus dem ITS, jeweils zeitnah nutzt, um das Brokerage-Geschäft mit einer großen Marketingkampagne zu stimulieren. Diese wurde allerdings zwei Mal verschoben, da anderen Projekten (zunächst dem ITS, dann NAGA Wallet / Exchange und dem einheitlichen Markenauftritt) Vorrang eingeräumt wurde. Daher haben sich unsere Annahmen zur Steigerung der Erlöse aus dem Handelsgeschäft bislang als zu optimistisch erwiesen. Im letzten Jahr wurde das durch die Zusatzeinnahmen überkompensiert, die NAGA Group mit Dienstleistungen gegenüber NDAL generiert hat. Ebenfalls langsamer als von uns unterstellt verlief der Abschluss der Entwicklung und die Markteinführung von NAGA Virtual. Unsere Schätzungen aus der Emissionsstudie haben wir daher zwischenzeitlich bereits zurückgenommen. Dem stehen allerdings auch im laufenden Jahr zusätzliche Einnahmen von NDAL entgegen, die in unserem Modell damals ebenso wie weitere Aktivitäten im Kryptomarkt nicht berücksichtigt waren.

Annahmen zum Brokerage vorsichtiger

Wir gehen nach den Erfahrungen seit der Erststudie im Hinblick auf die Entwicklung des Brokerage-Geschäfts nun deutlich vorsichtiger vor. Wir erwarten für die laufende Periode einen Ausbau der Kundenzahl auf 25 Tsd. und infolgedessen eine Steigerung der Handelserlöse um rund 60 Prozent auf 10,5 Mio. Euro. Die Steigerung der Marketingaktivitäten dürfte dann insbesondere im nächsten Jahr ihre volle Wirkung in den Zahlen entfalten und zu einem weiteren Zuwachs der Kundenzahl und der Erlöse von jeweils 43 Prozent führen. Im Anschluss lassen wir die Steigerungsraten im Rahmen einer konservativen Vorgehensweise sukzessive absinken.

NAGA Virtual: Hohes Potenzial

Weiterhin ein sehr hohes Potenzial billigen wir NAGA Virtual zu. Die Plattform bietet eine innovative Lösung mit wichtigen Alleinstellungsmerkmalen für einen Milliardenmarkt. Der bisherige Prozess der Markteinführung verdeutlicht aber auch, dass noch einige Hürden bis zu einem Durchbruch zu meistern sind. Die Kernaufgabe für das Management ist derzeit, weitere Spiele und weitere Anbieter anzuschließen – dann stehen auch die Chancen für eine hohe Resonanz von Seiten der Endkunden gut. Zunächst einmal unterstellen wir deswegen einen deutlich langsameren Kundenaufbau. In unserer Erststudie hatten wir für Ende 2018 zunächst (auf Basis schnellerer Fortschritte und einer großen Marketingkampagne) mit 2,5 Mio. aktiven Nutzern gerechnet und diese Zahl zwischenzeitlich im Rahmen eines Updates drastisch auf 125 Tsd. reduziert. Nun kalkulieren wir lediglich mit 20 Tsd., worauf allerdings – auf Basis des unterstellten Marktdurchbruchs – hohe Steigerungen auf 200 Tsd. in 2019 und 500 Tsd. in 2020 folgen. Im Anschluss sinkt das Wachstumstempo auch hier sukzessive. Insgesamt bleiben wir damit deutlich unterer unserer früheren Projektion, was auch darauf zurückzuführen ist, dass sich ein intensiver Wettbewerb um die führende Lösung abzeichnet. Dennoch korrespondiert das Szenario mit einem Umsatzanstieg von 0,1 Mio. Euro im laufenden Jahr auf 12,5 Mio. Euro bis 2020.

Pauschale Erfassung

Ergänzend müssen nun Einnahmen aus weiteren Bereichen erfasst werden. Eine wesentliche Grundsäule dürfte die Zusammenarbeit mit NDAL darstellen. Leistungen, die die NAGA Group für NDAL erbringt, werden als Umsatz erfasst, während Einnahmen aus weiter belasteten Kosten in die sonstigen betrieblichen Erträge fließen. Zusätzliche Erlöse aus der Einführung der Debit Card oder einer neuen Lösung für das Asset Management sind derzeit nur schwer kalkulierbar, dürften aber im Erfolgsfall substanziiell ausfallen. Wir arbeiten im Hinblick auf diese Erlösposten zunächst mit einem pauschalen Ansatz, in dessen Rahmen wir für 2018 mit 7,4 Mio. Euro insgesamt einen etwas höheren Umsatz unterstellen, als er im letzten Jahr nur mit NDAL erzielt wurde (das waren 6,3 Mio.

Euro). Aufgrund des dynamischen Ausbaus der neuen Bereiche rechnen wir für die Folgeperioden mit einem zunehmenden Wachstum, auch wenn die Erlöse mit NDAL aufgrund der Ausschöpfung des Platzierungsvolumens vom Token Sale ab 2020 abnehmen dürften.

EBITDA-Schätzung über Prognosewert

Das Wachstum der Gruppe – insbesondere auch die Übernahme von HBS/HBFS – führt zu deutlich steigenden Personalkosten, die wir für dieses Jahr auf 6,1 Mio. Euro taxieren. Auch die Marketingkosten werden nicht zuletzt wegen der Kampagne kräftig anziehen (geschätzt: 3,7 Mio. Euro). Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen dürften wegen der ausgeweiteten Aktivitäten für NDAL steigen, was im Rahmen der Weiterbelastung an die Gesellschaft aber auch zu höheren sonstigen betrieblichen Erträgen führt. Entfallen wird mit der abgeschlossenen Übernahme von HBS/HBFS allerdings der Kommissionsaufwand, der nun intern konsolidiert wird. Dafür werden die Abschreibungen auf immaterielle Wirtschaftsgüter (u.a. neu: Kundenbeziehungen von HBS/HBFS) zulegen. Insgesamt rechnen wir für das laufende Jahr mit einem EBITDA von 3,5 Mio. Euro und liegen damit etwas über der Managementprognose, während wir für das EBIT und das Nettoergebnis jeweils -2,0 Mio. Euro ansetzen. Damit sind unsere Schätzungen deutlich niedriger als zuvor, was vor allem den Verzögerungen bei der Skalierung und der Markteinführung in den Bereichen Brokerage bzw. Handel virtueller Güter zurückzuführen ist.

Break-even im nächsten Jahr

Dennoch sehen wir nun eine gute Basis für den Skalierungsprozess und gehen davon aus, dass das Wachstum ab 2019 mit deutlich unterdurchschnittlich steigenden Kosten realisierbar sein sollte. Das dürfte zu einer starken Verbesserung der Margen führen. Im Rahmen der modellhaften Entwicklung nimmt die EBIT-Marge von 4,0 Prozent im nächsten Jahr bis auf 37,0 Prozent im Peakjahr 2022 zu, danach lassen wir sie leicht abschmelzen. Zum Ende des Detailprognosezeitraums sehen wir diese bei 30 Prozent, zur Ermittlung des Terminal Value haben wir einen zusätzlichen Abschlag um 25 Prozent auf 22,4 Prozent ein-

kalkuliert. Die Tabelle auf dieser Seite zeigt die aus diesen Prämissen resultierende Entwicklung der wichtigsten Kennzahlen im Detailprognosezeitraum, Übersichten zu Bilanz, GuV und Cashflow finden sich zudem im Anhang.

Diskontierungszins 7,9 Prozent

Den aus diesen Prämissen resultierenden freien Cashflow diskontieren wir mit den WACC (Weighted Average Cost of Capital), wobei wir einen FK-Zins von 6,0 Prozent ansetzen. Den Eigenkapitalkostensatz ermitteln wir mit Hilfe des CAPM (Capital Asset Pricing Model). Als sicheren Zins nehmen wir mit 2,5 Prozent einen langfristigen Mittelwert der deutschen Umlaufrendite, die Marktrisikoprämie 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). In Kombination mit einem Beta von 1,5 und einem Ziel-FK-Anteil von 40 Prozent resultiert hieraus ein WACC-Satz von 7,9 Prozent.

Kursziel: 6,40 Euro je Aktie

In unserem favorisierten Szenario (WACC von 7,9 Prozent und ewiges Wachstum 1,0 Prozent) ergibt sich aus unseren Annahmen ein Marktwert des Eigenkapitals in Höhe von 270,5 Mio. Euro. Wir hatten bisher mit einer weiteren Kapitalerhöhung gerechnet, was angesichts des deutlich gesunkenen Kursniveaus derzeit nicht mehr opportun erscheint. Unter den aktuellen Rahmenbedingungen dürften zunächst die Mittel aus dem Token Sale (über Dienstleistungen für NDAL) ausgeschöpft werden. Im Anschluss könnte dank deutlich steigender Margen die Innenfinanzierungskraft und Fremdkapital für unser Modell ausreichen. Wir rechnen daher jetzt nur noch mit einer Verwässerung durch Aktienoptionen und infolgedessen mit einer Aktienzahl von 42,3 Mio. Stück, woraus ein fairer Wert je Aktie von 6,39 Euro resultiert. Daraus leiten wir ein neues Kursziel von 6,40 Euro ab.

Hohes Prognoserisiko

Ergänzend zur fundamentalen Ableitung des fairen Wertes schätzen wir das Prognoserisiko auf einer Skala von 1 Punkt (sehr niedrig) bis 6 Punkten (sehr hoch) ein. Die NAGA Group verfügt über eine modulare, vielseitig einsetzbare Softwareplattform und ein eta-

Mio. Euro	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025
Umsatzerlöse	18,0	26,5	43,0	71,0	106,4	143,7	172,4	189,6
Umsatzwachstum		47,2%	62,3%	65,0%	50,0%	35,0%	20,0%	10,0%
EBIT-Marge	-11,1%	4,0%	26,8%	32,2%	37,0%	36,8%	33,5%	29,9%
EBIT	-2,0	1,1	11,5	22,8	39,3	52,9	57,8	56,7
Steuersatz	0,0%	0,0%	5,0%	20,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,0	0,0	0,6	4,6	13,8	18,5	20,2	19,8
NOPAT	-2,0	1,1	10,9	18,3	25,6	34,4	37,6	36,9
+ Abschreibungen & Amortisation	5,5	5,3	5,0	4,8	4,2	0,6	0,9	1,2
+ 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	3,5	6,4	16,0	23,0	29,8	34,9	38,5	38,0
- Zunahme Net Working Capital	-0,9	-1,9	-1,5	-1,2	-0,9	-0,5	-0,3	-0,4
- Investitionen AV	-1,4	-1,8	-2,0	-2,1	-2,3	-2,4	-2,4	-2,5
Free Cashflow	1,2	2,7	12,5	19,7	26,6	32,0	35,8	35,2

SMC-Schätzmodell

bliertes Standbein im Brokerage-Markt. Mit weiteren Produktneuheiten wie einer Plattform für den Handel virtueller Güter oder einer digitalen Geldbörse wurde das Angebot inzwischen erfolgreich diversifiziert. Trotzdem befindet sich die Geschäftsentwicklung noch in einem frühen Stadium, die Bandbreite möglicher Wachstumsszenarien ist sehr ausgeprägt. Vor diesem Hintergrund sehen wir nach wie vor ein sehr hohes Prognoserisiko (6 Punkte).

Sensitivitätsanalyse

Im Rahmen der Sensitivitätsanalyse haben wir die Inputparameter WACC und ewiges Wachstum variiert. Der dabei errechnete faire Wert liegt zwischen 5,26

Euro je Aktie im restriktivsten Fall (WACC von 8,9 Prozent und ewiges Wachstum von 0 Prozent) und 8,82 Euro im optimistischsten Fall.

Sensitivitätsanalyse WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
6,9%	8,82	8,23	7,73	7,31	6,96
7,4%	7,97	7,49	7,09	6,74	6,44
7,9%	7,27	6,87	6,39	6,25	6,00
8,4%	6,67	6,34	6,06	5,82	5,61
8,9%	6,15	5,88	5,65	5,44	5,26

Fazit

Die NAGA Group hat das Jahr 2017 mit sehr guten Zahlen abgeschlossen. Vor allem dank des erfolgreichen Token Sales konnten unsere Umsatzschätzungen deutlich übertroffen werden, zudem hat die Gesellschaft entgegen unserer Erwartungen ein signifikant positives EBITDA erwirtschaftet.

Ein Start-up kann naturgemäß nicht alle potenzialträchtigen Projekte gleichzeitig vorantreiben – vor allem dann nicht, wenn die Pipeline wie bei NAGA sehr groß ist – und muss sich fokussieren. Wegen des ITS ist eine größere Kampagne für das Brokerage-Geschäft verschoben worden, und auch die Entwicklung von NAGA Virtual, eines Handelsplatzes für virtuelle Güter, war langsamer als von uns erwartet. Isoliert betrachtet liegen die Erlöse in beiden Bereichen bislang unter unseren Schätzungen, was aber durch Dienstleistungen für die NAGA Development Association Ltd., den Verkäufer des Coins, zumindest in 2017 überkompensiert werden konnte.

Dank der Mittel aus dem Token Sale und der erfolgreichen Entwicklungsarbeiten hat das Unternehmen aber inzwischen mehrere Lösungen und Plattformen

am Markt eingeführt (u.a. auch NAGA Virtual) und kann nun die Skalierung vorantreiben. Wir sehen deshalb nach wie vor ein hohes Umsatz- und Ertragspotenzial, das wir in unserem Modell abgebildet haben.

An der Börse wurden diese Fortschritte nicht honoriert. Dafür dürften zum einen die angeführten Verzögerungen verantwortlich sein, zum anderen ist der Hype um Kryptowährungen inzwischen merklich abgeflaut, was sich negativ auf die Aktien von Unternehmen ausgewirkt hat, die mit dem Thema in Verbindung gebracht werden.

Wir halten das im Fall der NAGA Group für nicht gerechtfertigt. Auch, wenn wir unser Modell noch einmal deutlich konservativer gestaltet haben, um den bisherigen Verzögerungen Rechnung zu tragen, sehen wir den fairen Wert mit 6,40 Euro weit über dem aktuellen Kurs. Da die Entwicklung seit unserer Erststudie im letzten Jahr aber auch gezeigt hat, dass der Ansatz eines sehr hohen Prognoserisikos aufgrund des frühen Stadiums der Geschäftsentwicklung durchaus gerechtfertigt ist, bleibt das Urteil „Speculative Buy“.

Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025
AKTIVA									
I. AV Summe	16,0	32,7	29,2	26,1	23,5	21,5	23,4	24,9	26,2
1. Immat. VG	15,7	32,1	28,4	24,9	21,8	19,4	20,6	21,6	22,4
2. Sachanlagen	0,1	0,4	0,6	0,9	1,3	1,9	2,4	2,9	3,4
II. UV Summe	18,7	23,1	30,0	46,3	71,2	103,5	124,1	141,8	156,6
PASSIVA									
I. Eigenkapital	27,7	44,3	45,1	55,8	74,0	99,7	116,1	128,0	136,5
II. Rückstellungen	0,6	0,8	1,0	1,2	1,5	1,7	1,9	2,1	2,3
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	0,0	0,9	1,5	1,8	2,3	2,9	3,7	4,6	5,5
2. Kurzfristiges FK	6,4	9,9	11,7	13,8	17,1	20,9	26,1	32,1	38,7
BILANZSUMME	34,7	56,0	59,4	72,6	94,8	125,3	147,7	166,8	183,0

GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025
Umsatzerlöse	12,8	18,0	26,5	43,0	71,0	106,4	143,7	172,4	189,6
Gesamtleistung	14,1	18,5	27,0	43,5	72,0	107,4	144,7	173,4	190,6
Rohertrag	8,9	14,8	21,0	34,5	56,0	81,9	105,9	122,5	130,0
EBITDA	2,9	3,5	6,4	16,6	27,6	43,6	53,4	58,8	57,9
EBIT	-1,9	-2,0	1,1	11,5	22,8	39,3	52,9	57,8	56,7
EBT	-2,1	-2,3	0,8	11,2	22,8	39,5	53,6	59,1	58,0
JÜ (vor Ant. Dritter)	-2,2	-2,3	0,8	10,7	18,2	25,7	34,8	38,4	37,7
JÜ	-2,2	-2,0	0,6	8,5	14,6	20,6	27,9	30,7	30,2
EPS	-0,05	-0,05	0,02	0,20	0,34	0,49	0,66	0,73	0,71

Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025
CF operativ	-4,2	2,1	3,9	13,8	21,6	28,8	34,5	38,4	37,8
CF aus Investition	-1,6	-1,4	-1,8	-2,0	-2,1	-2,3	-2,4	-2,4	-2,5
CF Finanzierung	9,9	0,4	1,4	0,9	1,1	1,6	-16,5	-24,1	-26,7
Liquidität Jahresanfa.	4,6	8,7	9,8	13,2	26,1	46,7	74,8	90,4	102,3
Liquidität Jahresende	8,7	9,8	13,2	26,1	46,7	74,8	90,4	102,3	110,9

Kennzahlen

Mio. Euro	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025
Umsatzwachstum	551,6%	40,2%	47,2%	62,3%	65,0%	50,0%	35,0%	20,0%	10,0%
EBITDA-Marge	22,4%	19,2%	24,2%	38,5%	38,9%	40,9%	37,2%	34,1%	30,5%
EBIT-Marge	-14,8%	-11,1%	4,0%	26,8%	32,2%	37,0%	36,8%	33,5%	29,9%
EBT-Marge	-16,4%	-12,5%	3,0%	26,1%	32,1%	37,2%	37,3%	34,3%	30,6%
Netto-Marge (n.A.D.)	-17,1%	-11,3%	2,4%	19,8%	20,6%	19,3%	19,4%	17,8%	15,9%

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 (§85 WpHG, MAR und Delegierte Verordnung (EU) 2016/958 der Kommission zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 596/2014)

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.

1) 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 bzw. dem Unternehmen vorgelegt
- 4) Die sc-consult GmbH hat die Studie vor der Veröffentlichung aufgrund einer Anregung des Auftraggebers bzw. des Unternehmens inhaltlich geändert (wobei die sc-consult GmbH zu einer solchen Änderung nur aufgrund sachlich berechtigter Einwände bereit ist, die die Qualität der Studie betreffen)

- 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 oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person sind zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung im Besitz einer Nettoverkaufsposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet und die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 und den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 918/2012 (6) berechnet wurde.
- 8) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person sind zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung im Besitz einer Nettokaufposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet und die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 und den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 918/2012 (6) berechnet wurde
- 9) Der Emittent hält zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung Anteile von über 5 % an der sc-consult GmbH
- 10) 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)

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

An der Erstellung der vorliegenden Finanzanalyse hat mitgewirkt: -

Die vorliegende Analyse wurde am xx.08.2018 um xxx Uhr fertiggestellt und am xx.08.2018 um xxx Uhr veröffentlicht.

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 Bewertungsverfahren 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.

Ausführlicheren Erläuterungen der von SMC-Research verwendeten Modelle finden sich unter:

<http://www.smc-research.com/impressum/modellerlaeuterungen>

Eine Übersicht der Empfehlungen, die von SMC-Research in den letzten 12 Monaten erstellt und verbreitet wurden, findet sich unter: <http://www.smc-research.com/publikationsuebersicht>

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

Datum	Anlageempfehlung	Kursziel	Interessenkonflikte
27.03.2018	Speculative Buy	11,80 Euro	1), 3), 4)
18.12.2017	Speculative Buy	15,50 Euro	1), 3), 4)
08.11.2017	Speculative Buy	15,50 Euro	1), 3), 4)
08.06.2017	Zeichnen	4,60 Euro	1), 3)

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.