

30. April 2019
Research-Update

SMC Research
Small and Mid Cap Research



The NAGA Group AG

Back to the roots

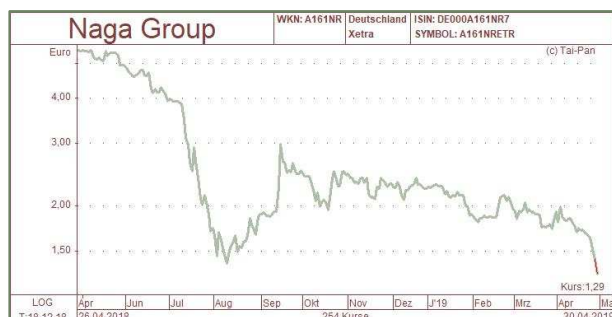
Urteil: Hold (zuvor: Speculative Buy) | Kurs: 1,42 Euro | Kursziel: 2,10 Euro

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

Jüngste Geschäftsentwicklung



Stammdaten

Sitz:	Hamburg
Branche:	Fintech
Mitarbeiter:	108 (Stand 11/18)
Rechnungslegung:	IFRS
Ticker:	N4G:GR
ISIN:	DE000A161NR7
Kurs:	1,42 Euro
Marktsegment:	Scale
Aktienzahl:	40,2 Mio. Stück
Market Cap:	57,1 Mio. Euro
Enterprise Value:	52,0 Mio. Euro
Free-Float:	10 %
Kurs Hoch/Tief (12 M):	5,50 / 1,29 Euro
Ø Umsatz (12 M Xetra):	14,2 Tsd. Euro

Mit der ad-hoc-Meldung vom 18. April hat NAGA Group einen Kurswechsel eingeleitet. Das Unternehmen baut vorerst das breite Ökosystem mit zahlreichen Lösungen für verschiedene Bereiche der Finanz- und Gamingindustrie nicht weiter aus, sondern konzentriert sich zunächst auf das Kernprodukt NAGA Trader. Damit einher geht eine drastische Kürzung der Kosten, um der Gesellschaft einen schnellen Break-even zu ermöglichen. In den letzten Jahren hatte die Gruppe noch von hohen Leistungen profitiert, die für die NAGA Development (den Emittenten des NAGA Coin), u.a. zur Etablierung einer Wallet und einer Börse für Kryptowährungen, erbracht wurden. Da sich der Kryptomarkt bislang nicht aus der Baisse lösen konnte und die Rahmenbedingungen damit schwierig sind, wird das Engagement in diesem Bereich vorerst stark reduziert. Der Fokus liegt stattdessen auf dem Kundenwachstum von NAGA Trader. Da die Plattform vom Management auf isolierter Basis – ohne Gruppenkosten für andere Aktivitäten – bereits als profitabel eingestuft wird, bietet eine mögliche Skalierung über den Ausbau des Kundenstamms prinzipiell eine gute Basis für Umsatz- und Ergebniswachstum. Jetzt kommt es auf weitere strategische Weichenstellungen an, um das Wachstum mit geringen Kundengewinnungskosten umzusetzen.

GJ-Ende: 31.12.	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
Umsatz (Mio. Euro)	12,8	18,0	8,5	10,9	15,6	23,4
EBIT (Mio. Euro)	-1,9	-1,9	-5,9	-2,7	0,3	3,3
Jahresüberschuss	-2,2	-2,0	-6,1	-3,0	0,0	2,6
EpS	-0,05	-0,05	-0,15	-0,08	0,00	0,06
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Umsatzwachstum	551,6%	40,2%	-52,8%	28,2%	42,8%	50,3%
Gewinnwachstum	-	-	-	-	-	-
KUV	4,44	3,17	6,72	5,24	3,67	2,44
KGV	-	-	-	-	-	21,9
KCF	-	-	-	-	31,1	13,4
EV / EBIT	-	-	-	-	160,0	15,9
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Strategieschwenk

Die NAGA Group hat die ambitionierte Strategie, die den Aufbau eines umfassenden Ökosystems mit zahlreichen Lösungen für verschiedene Segmente der Finanz- und Gamingindustrie vorsah, vorerst auf Eis gelegt. Die simultane Entwicklung und Vermarktung der einzelnen Bausteine haben letztlich die Ressourcen überfordert, insbesondere, da die Baisse im Markt für Kryptowährungen das anvisierte Wachstum in diesem Bereich erheblich erschwert hat. Das Unternehmen fokussiert sich nun vorerst vor allem auf die Social-Trading-Plattform NAGA Trader, die von Anfang an zu den Kernprodukten zählte und deren Entwicklung am weitesten fortgeschritten ist.

Umfangreiche Kostenkürzungen

NAGA Trader wird vom Management der Meldung zufolge isoliert betrachtet als „profitabel“ eingestuft. Nun soll die Organisation so angepasst werden, dass auch das Unternehmen als Ganzes Gewinne erzielen kann. Dafür wird die die Kostenbasis plangemäß um 60 bis 70 Prozent unter das Niveau aus 2018 gesenkt, insbesondere durch eine Reduktion der Entwicklungsaktivitäten sowie eine Anpassung der Büroraum- und Personalkapazitäten. Der Mitarbeiterstab in Hamburg und Spanien soll deutlich reduziert werden, so dass das operative Geschäft vor allem von dem Team in Zypern – dem Standort des Brokers NAGA Markets – gesteuert wird. In 2019 werden die Kosten der Restrukturierung noch das Ergebnis belasten, aber im nächsten Jahr sollen sich die positiven Effekte voll in der GuV zeigen.

Verkleinerung des Vorstands

Mit dem Umbau des Unternehmens verbunden ist auch eine Verkleinerung des Vorstands. NAGA wird künftig von einem zweiköpfigen Führungsteam geleitet, bestehend aus dem Gründer Benjamin Bilski als CEO und Andreas Lücke als CFO. Mitgründer Sebastian Qureshi ist hingegen Ende April aus dem Gremium ausgeschieden und übernimmt den Vorsitz eines neu geschaffenen Beirats. In dieser Funktion wird er seine bisherigen Kernaufgaben, zu denen die Bereiche Strategie, Innovation, Business Development und M&A zählten, maßgeblich weiter betreuen.

Gute Ausgangslage

Das Management sieht eine gute Ausgangslage, um die Restrukturierung zum Erfolg zu führen. Verwiesen wird diesbezüglich in der Meldung insbesondere auf die „geordnete Bilanz- und Liquiditätslage“, die Spielraum für den Anpassungsprozess bietet. Da die Kurskorrektur frühzeitig erfolge, geht der Vorstand davon aus, die Restrukturierung „ohne Aufnahme neuer Finanzmittel realisieren zu können“. Nach der Anpassung der Organisation soll der Fokus auf dem organischen Ausbau des Kundenstamms für NAGA Trader liegen, um in den kommenden Jahren Umsatz und Ergebnis signifikant zu steigern. Zum aktuellen Zeitpunkt wurde dafür aber noch keine neue Prognose ausgegeben.

Projektion nicht mehr aktuell

Im letzten November hatte das Management im Rahmen des Eigenkapitalforums in Frankfurt eine Umsatzprojektion für 2018 und 2019 präsentiert. Diese sah für die inzwischen abgelaufene Finanzperiode einen Umsatz von 18,8 Mio. Euro vor, von dem 9,3 Mio. Euro auf Handelsgeschäfte, 1,5 Mio. Euro auf den Bereich Krypto/Blockchain und 8,1 Mio. Euro auf Dienstleistungen vor allem für NAGA Development (den Emittenten des NAGA Coin) entfielen. Für dieses Jahr war im Basisszenario ein Anstieg auf 25,1 Mio. Euro vorgesehen (verteilt auf die Bereiche: 17,2 / 5,0 / 2,8 Mio. Euro), was inline mit unseren damaligen Schätzungen war. Im optimistischen Fall, der insbesondere eine kräftige Wiederbelebung des Kryptomarktes vorsah, war sogar ein Umsatz von 37,0 Mio. Euro als möglich erachtet worden. Diese Projektion ist nun überholt, da die Gesellschaft fortan vor allem Erlöse aus Handelsgeschäften erzielen wird. Da die Angebote im Kryptogeschäft ebenso wie weitere, bislang geplante, Bausteine vorerst nicht mehr vorangetrieben werden, dürften sich sowohl die direkten Einnahmen aus diesen Bereichen als auch die Erlöse aus Dienstleistungen für NAGA Development zunächst auf einem niedrigen Niveau bewegen.

Umbruchjahr 2019

Aus der initiierten Restrukturierung leiten wir ab, dass schon die (noch nicht veröffentlichten) Jahreszahlen für 2018 die Erwartungen vermutlich nicht erfüllt haben. Daher haben wir unsere Umsatzprojektion etwas reduziert (von 19 auf 18 Mio. Euro) und die Verlustschätzung im Gegenzug angehoben (von -0,4 auf -2,0 Mio. Euro). Deutlich größer fallen die Einschnitte für das laufende Jahr aus. In der Umbruchphase dürfte die weitere Expansion im Handelsgeschäft zunächst einmal unterbrochen sein, weswegen wir nun vorsichtig mit Einnahmen von 8 Mio. Euro für 2019 rechnen. Hinzu kommen geschätzte 0,5 Mio. Euro aus anderen Bereichen. Dabei handelt es sich aufgrund eines geringen Informationsstandes um eine sehr grobe Kalkulation mit einer hohen Prognoseunsicherheit. Das gilt auch für die Ergebnisschätzung. Wegen der Sonderbelastungen der Restrukturierung rechnen wir mit einem Verlust in Höhe von -6,1 Mio. Euro, wobei darin auch nicht liquiditätswirksame Abschreibungen auf immaterielle Güter in Höhe von 4,5 Mio. Euro enthalten sind. Mögliche Sonderabschreibungen auf Firmenwerte oder Software sind darin hingegen nicht berücksichtigt, diesbezüglich warten wir auf die Erläuterungen im Geschäftsbericht.

Hohes Wachstum im Kerngeschäft

Wir sehen auf dieser Basis gute Chancen, dass NAGA mit dem fokussierten Geschäftsmodell anschließend eine profitable Expansion gelingt. Zunächst dürfte das Wachstum von der Kundengewinnung getrieben werden. Wir erwarten diesbezüglich zahlreiche Initiativen, um mit smarten, kostengünstigen Lösungen den Kundenstamm und somit auch die Handelsaktivitäten auszubauen. Die Einnahmen aus diesem Bereich taxieren wir für 2020 auf 10,4 Mio. Euro und lassen sie dann zunächst bis zum Jahr 2023 um 30 bis 40 Prozent p.a. anwachsen, um die Steigerungsraten dann bis zum Ende des Detailprognosezeitraums im Rahmen einer vorsichtigen Vorgehensweise deutlich, auf 5 Prozent, abschmelzen zu lassen.

Zahlreiche Realloptionen

Den Umsatz aus den übrigen Bereichen taxieren wir für 2020 konservativ auf unveränderte 0,5 Mio. Euro. Erst danach rechnen wir auch hier wieder mit einem deutlichen Wachstum. Die Basis dafür sind die zahlreichen Lösungen, die das Unternehmen bereits entwickelt hat, und die bei passenden Marktgelegenheiten opportunistisch genutzt werden könnten. Wir sehen mittelfristig beispielsweise gute Chancen für ein

Mio. Euro	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026
Umsatzerlöse	8,5	10,9	15,6	23,4	33,5	42,8	50,0	54,7
Umsatzwachstum		28,2%	42,8%	50,3%	43,3%	27,8%	16,8%	9,5%
EBIT-Marge	-69,7%	-25,1%	2,1%	14,0%	22,4%	25,5%	25,2%	25,0%
EBIT	-5,9	-2,7	0,3	3,3	7,5	10,9	12,6	13,7
Steuersatz	0,0%	0,0%	5,0%	20,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,0	0,0	0,0	0,7	2,6	3,8	4,4	4,8
NOPAT	-5,9	-2,7	0,3	2,6	4,9	7,1	8,2	8,9
+ Abschreibungen & Amortisation	4,5	3,3	2,5	1,9	0,5	0,6	0,6	0,6
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Operativer Brutto Cashflow	-1,4	0,6	2,8	4,6	5,4	7,7	8,7	9,5
- Zunahme Net Working Capital	-0,3	-0,2	-0,3	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2
- Investitionen AV	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,7	-0,7	-0,7
Free Cashflow	-2,2	-0,2	1,9	3,7	4,6	6,9	7,9	8,6

SMC Schätzmodell

Comeback des Kryptomarkets, an dem NAGA partizipieren könnte. Gelingt ein dynamischer Ausbau des Kundenstamms von NAGA Trader, was wir in unserem Modell unterstellen, schafft das ein erhebliches Cross-Selling-Potenzial. Im Rahmen einer überschlüssigen Kalkulation gehen wir von deutlichem Wachstum der übrigen Bereiche ab 2021 aus und unterstellen stark vereinfachend, dass NAGA zum Ende des Detailprognosezeitraums mit den sämtlichen übrigen Angeboten insgesamt die Hälfte der Erlöse erzielt, die NAGA Trader erwirtschaftet.

Potenziell sehr profitabel

Gelingt die Expansion in der skizzierten Form, bietet das Geschäftsmodell von NAGA Potenzial für hohe Margen. Mit der Restrukturierung wird das Unternehmen die Kostenbasis deutlich reduzieren. Zugleich ist das Kernprodukt NAGA Trader hervorragend skalierbar. Die zentrale Annahme unseres Modells ist nun, dass es der Gesellschaft wie schon in der Vergangenheit gelingt, neue Kunden zu im Branchenvergleich niedrigen Kosten zu gewinnen. Das Konzept einer Social-Investing-Plattform, mit der über den Netzwerkeffekt weitere Interessenten angesprochen und die Handelsaktivitäten stimuliert werden, bietet dafür eine gute Basis. Gleichwohl muss die Gesellschaft hier noch die Details einer neuen Expansionsstrategie präsentieren. Auf Basis der Prämisse, dass die Kundengewinnungskosten gegenüber den bisherigen Werten zwar kontinuierlich, aber nur moderat ansteigen, sehen wir dank der Skaleneffekte Potenzial für eine Ausweitung der EBIT-Marge auf 25 Prozent zum Ende des Detailprognosezeitraums. In diesem und dem nächsten Jahr wird das EBIT zunächst noch negativ bleiben, was aber auf hohe Abschreibungen auf immaterielle Güter zurückzuführen ist. Das EBITDA sehen wir hingegen für 2020 schon leicht positiv. Die Tabelle auf der vorherigen Seite zeigt die aus diesen Annahmen resultierende Entwicklung der wichtigsten Cashflow-Kennzahlen im Detailprognosezeitraum bis 2026. Weitere Details zu Bilanz, GuV und Cashflow sind dem Anhang zu entnehmen.

Diskontierungssatz von 7,9 Prozent

Nach dem Ende des Detailprognosezeitraums nehmen wir nun zur Berechnung des Terminal Value einen Sicherheitsabschlag auf die Ziel-EBIT-Marge von 10 Prozent vor. Auf dieser Basis rechnen wir dann unverändert mit einem „ewigen“ Cashflow-Wachstum von 1,0 Prozent. Der Diskontierungszins des Modells bleibt weiterhin ein WACC-Satz von 7,9 Prozent, dem Eigenkapitalkosten von 10,6 Prozent (bestehend aus: Betafaktor: 1,5, sicherer Zins: 2,5 Prozent, Risikoprämie 5,4 Prozent), FK-Kosten von 6,0 Prozent und ein Ziel-FK-Anteil von 40 Prozent zugrunde liegen.

Kursziel: 2,10 Euro je Aktie

Aus dem Modell resultiert ein Marktwert des Eigenkapitals in Höhe von 83,2 Mio. Euro bzw. 2,07 Euro je Aktie, woraus wir 2,10 Euro als neues Kursziel ableiten. Die drastische Reduktion gegenüber unserer letzten Taxe (6,80 Euro) resultiert aus dem Scheitern der ambitionierten Wachstumsstrategie, die nun durch einen wesentlich fokussierteren Ansatz abgelöst wird. Damit reduzieren sich die Chancen deutlich, aber auch die Risiken eines großen Fehlschlags. Trotzdem stufen wir das Prognoserisiko auf einer Skala von 1 (niedrig) bis 6 (hoch) unverändert mit 6 ein, da die Informationslage zum weiteren Roll-out aktuell noch sehr gering ist.

Sensitivitätsanalyse	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
WACC					
6,9%	2,98	2,76	2,58	2,42	2,29
7,4%	2,67	2,49	2,34	2,21	2,10
7,9%	2,40	2,26	2,07	2,03	1,93
8,4%	2,18	2,06	1,96	1,87	1,79
8,9%	2,00	1,90	1,81	1,73	1,66

Sensitivitätsanalyse

Bei einer Variation der Inputparameter WACC (zwischen 6,9 und 8,9 Prozent) und ewiges Cashflow-Wachstum (zwischen 0 und 2 Prozent) im Rahmen der Sensitivitätsanalyse schwankt der faire Wert zwischen 1,66 und 2,98 Euro je Aktie.

Fazit

Als innovationsgetriebenes FinTech-Unternehmen wollte NAGA den Kunden ein umfassendes Ökosystem bieten, das Lösungen für viele verschiedene Segmente der Finanz- und Gamingindustrie bietet. Dieser Ansatz hat sich als zu anspruchsvoll herausgestellt. Daher wurde nun eine tiefgreifende Restrukturierung eingeleitet, in deren Rahmen eine drastische Kostenkürzung sowie eine Fokussierung auf die Plattform NAGA Trader erfolgt.

Deren Entwicklung ist bereits weit fortgeschritten, das Management stuft das Geschäft isoliert betrachtet als „profitabel“ ein. Mit der Kostenkürzung soll nun auch das Unternehmen als Ganzes zügig den Break-even erreichen. Während die Finanzperiode 2019 noch von den Sonderaufwendungen für den Umbau belastet werden wird, sollen die positiven Effekte ab dem nächsten Jahr voll sichtbar werden.

NAGA will sich dann zunächst auf das Kundenwachstum zur Steigerung von Umsatz und Gewinn fokussieren. Die Lösungen für andere Bereiche werden aber nicht eingestellt, das Management sieht diese vielmehr

im „Dornröschenschlaf“. Nach größeren Fortschritten mit NAGA Trader und im Fall passender Opportunitäten kann das Wachstum auch in anderen Bereichen wieder punktuell forciert werden.

Wir haben diesen Ansatz in unserem Modell abgebildet. Als wesentlich für eine erfolgreiche Entwicklung sehen wir die Prämisse, dass es der Gesellschaft wie in der Vergangenheit gelingt, Kunden im größeren Maßstab zu relativ niedrigen Kosten zu akquirieren. Eine neue Strategie dafür muss NAGA aber erst noch präsentieren. Unter dieser Voraussetzung hat unser Modell einen fairen Wert von rund 2,10 Euro je Aktie ergeben, der zwar weit unter unserem letzten (auf den Projektionen zum NAGA-Ökosystem beruhenden) Kursziel liegt, aber gegenüber dem stark reduzierten Kursniveau ein deutliches Aufwärtspotenzial bietet. Wir gehen aber davon aus, dass das erst realisiert werden kann, wenn der Umbau weitgehend vollzogen und eine schlüssige Wachstumsstrategie präsentiert wurde. Unser neues Urteil lautet daher vorerst „Hold“ nach zuvor „Speculative Buy“.

Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026
AKTIVA									
I. AV Summe	33,3	29,3	26,5	24,6	23,3	23,4	23,5	23,6	23,7
1. Immat. VG	32,7	28,8	26,0	24,1	22,8	22,8	22,8	22,9	22,9
2. Sachanlagen	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,5	0,6
II. UV Summe	15,9	13,9	14,5	17,2	22,4	28,4	37,1	47,2	58,3
PASSIVA									
I. Eigenkapital	44,6	38,5	35,5	35,5	38,1	43,0	50,1	58,5	67,6
II. Rückstellungen	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	0,9	0,9	1,0	1,1	1,4	1,5	1,7	1,8	2,1
2. Kurzfristiges FK	3,6	3,7	4,4	5,2	6,2	7,3	8,7	10,4	12,3
BILANZSUMME	49,4	43,4	41,2	42,0	45,9	52,0	60,8	71,0	82,2

GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026
Umsatzerlöse	18,0	8,5	10,9	15,6	23,4	33,5	42,8	50,0	54,7
Gesamtleistung	18,9	9,4	11,4	16,1	24,4	34,5	43,8	51,0	55,7
Rohertrag	15,1	8,4	9,4	12,9	19,1	27,0	34,2	39,7	43,4
EBITDA	3,0	-1,4	0,6	2,8	5,2	8,0	11,5	13,1	14,2
EBIT	-1,9	-5,9	-2,7	0,3	3,3	7,5	10,9	12,6	13,7
EBT	-2,0	-6,1	-3,0	0,0	3,3	7,5	11,0	12,8	14,0
JÜ (vor Ant. Dritter)	-2,0	-6,1	-3,0	0,0	2,6	4,9	7,2	8,3	9,1
JÜ	-2,0	-6,1	-3,0	0,0	2,6	4,9	7,2	8,3	9,1
EPS	-0,05	-0,15	-0,08	0,00	0,06	0,12	0,18	0,21	0,23

Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026
CF operativ	-2,4	-2,0	-0,2	1,8	4,3	5,1	7,5	8,6	9,4
CF aus Investition	-1,3	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,7	-0,7	-0,7
CF Finanzierung	0,2	0,2	0,5	0,6	0,6	0,3	0,5	0,5	0,6
Liquidität Jahresanfa.	8,7	5,1	2,7	2,4	4,2	8,5	13,3	20,6	29,0
Liquidität Jahresende	5,1	2,7	2,4	4,2	8,5	13,3	20,6	29,0	38,3

Kennzahlen

Mio. Euro	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026
Umsatzwachstum	40,2%	-52,8%	28,2%	42,8%	50,3%	43,3%	27,8%	16,8%	9,5%
EBITDA-Marge	16,6%	-16,5%	5,5%	18,2%	22,3%	24,0%	26,8%	26,3%	26,0%
EBIT-Marge	-10,3%	-69,7%	-25,1%	2,1%	14,0%	22,4%	25,5%	25,2%	25,0%
EBT-Marge	-11,1%	-71,4%	-27,7%	-0,1%	13,9%	22,3%	25,7%	25,7%	25,7%
Netto-Marge (n.A.D.)	-11,1%	-71,4%	-27,7%	-0,1%	11,1%	14,5%	16,7%	16,7%	16,7%

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 30.04.2019 um 14:15 Uhr fertiggestellt und am 30.04.2019 um 14:25 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. Außerdem ist eine Einstufung als "Hold" vorgesehen, wenn wir ein Kurspotenzial von mehr als 10 Prozent sehen, aber explizit genannte temporäre Faktoren gegen eine kurzfristige Realisierung des Kurspotenzials sprechen.
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
23.11.2018	Speculative Buy	6,80 Euro	1), 3), 4)
30.08.2018	Speculative Buy	6,70 Euro	1), 3), 4)
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: Eine Studie, ein Update, 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.