

22. Juli 2019
Research-Studie

SMC Research
Small and Mid Cap Research



The NAGA Group AG

Weitere Monetarisierung des Plattform- Potenzials mit Partnern

Urteil: Hold (unverändert) | Kurs: 1,03 Euro | Kursziel: 1,80 Euro

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

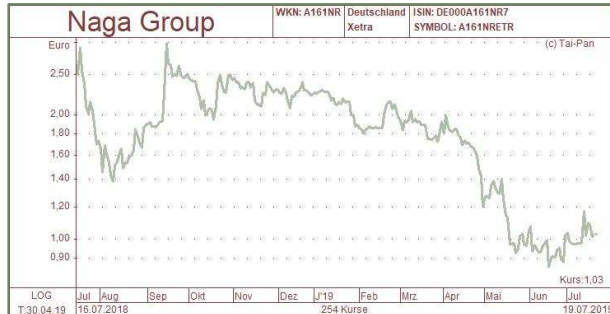
Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

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	9
Marktumfeld	11
Zahlen.....	14
Equity-Story.....	16
DCF-Bewertung.....	18
Fazit.....	21
Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose.....	22
Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen.....	23
Impressum & Disclaimer.....	24

Snapshot



Stammdaten

Sitz:	Hamburg
Branche:	FinTech/Blockchain
Mitarbeiter:	92 (in 2018)
Rechnungslegung:	IFRS
ISIN:	DE000A161NR7
Ticker:	N4G:GR
Kurs:	1,03 Euro
Marktsegment:	Scale
Aktienzahl:	40,2 Mio. Stück
Market Cap:	41,4 Mio. Euro
Enterprise Value:	37,7 Mio. Euro
Free-Float:	ca. 49 %
Kurs Hoch/Tief (12 M):	3,375 / 0,822 Euro
Ø Umsatz (Xetra, 12 M):	24,9 Tsd. Euro

Kurzportrait

Die 2015 gegründete NAGA Group hat eine webbasierte Plattform entwickelt, über die insbesondere verschiedene Finanzdienstleistungen angeboten werden. Mit einem einzigen Account hat der Kunde Zugang zu Lösungen für die Bereiche Trading, Anlage, Kryptowährungen, Payment und Fortbildung, außerdem gibt es ein System für den Handel von In-Game-Items. Die simultane Expansion in zahlreichen Geschäftsfeldern hat die Organisation aber zu stark beansprucht, so dass im April dieses Jahres eine Fokussierung eingeleitet wurde. Im Zentrum steht nun zunächst die Kundengewinnung für das Brokeragegeschäft und die App NAGA Trader, deren Herzstück eine Social-Investing-Plattform darstellt. Das Wachstum soll mit Hilfe von Partnern vorangetrieben werden, die beispielsweise die Möglichkeit haben, ihre Leistungen im NAGA-Netzwerk zu vermarkten. Mit der Fokussierung verbunden ist eine Restrukturierung der Organisation, um die Kostenbasis ab 2020 um 60 bis 70 Prozent unter das Niveau aus 2018 zu senken. Das soll der Gesellschaft den Weg zum Break-even ebnen. Während die Erlöse im laufenden Jahr noch deutlich zurückgehen dürften, ist für die Zeit danach ein starkes Wachstum anvisiert.

GJ-Ende: 31.12.	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Umsatz (Mio. Euro)	12,8	16,1	7,5	9,6	13,7	20,3
EBIT (Mio. Euro)	-1,9	-4,8	-8,4	-4,7	-1,4	0,7
Jahresüberschuss	-2,2	-4,0	-8,5	-5,0	-1,8	0,3
EpS	-0,05	-0,10	-0,21	-0,12	-0,04	0,01
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Umsatzwachstum	551,6%	25,5%	-53,5%	28,0%	43,1%	48,0%
Gewinnwachstum	-	-	-	-	-	-
KUV	3,22	2,57	5,52	4,31	3,01	2,04
KGV	-	-	-	-	-	121,0
KCF	-	-	-	-	29,9	11,6
EV / EBIT	-	-	-	-	-	55,2
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Executive Summary

- **Breit aufgestellte Plattform:** In einem mehrjährigen Entwicklungsprozess hat die seit dem Juli 2017 börsennotierte NAGA Group eine Plattform entwickelt, die über einen einzigen Account Zugang zu verschiedenen Segmenten der Finanz- und Gamingindustrie bietet. Den Schwerpunkt bildet bislang das Brokeragegeschäft der Tochter NAGA Markets, das auch von der selbst entwickelten und prämierten App NAGA Trader profitiert. Als Social-Investing-Plattform ist die App das zentrale Instrument für die Kundenakquise und -bindung. Darüber hinaus gehören u.a. Lösungen für den Kryptomarkt und den Handel mit virtuellen Gütern (In-Game-Items) zum Angebot des Unternehmens.
- **ITS in 2017:** Mit einem Initial Token Sale (ITS) hat der Partner NAGA Development Association Ltd. (NDAL) im Jahr 2017 rund 47 Mio. US-Dollar eingenommen. Der Token mit dem Namen NAGA Coin ist seitdem ein zentrales Bindeglied der NAGA-Plattform. In den letzten zwei Jahren ist ein substanzieller Anteil der Erlöse der NAGA Group auf Dienstleistungen für NDAL entfallen, mit denen die Nutzungsmöglichkeiten und die Verbreitung des Token unterstützt wurden.
- **Fokussierung:** Die simultane Entwicklung und Vermarktung von Lösungen für verschiedene Marktsegmente haben das Unternehmen letztlich überfordert. Deswegen wurde in diesem April zunächst eine Fokussierung auf die App NAGA Trader und das Brokerage-Geschäft eingeleitet. Eine damit verbundene Reduktion der operativen Kostenbasis um 60 bis 70 Prozent unter das Niveau von 2018 soll dem Unternehmen den Break-even ermöglichen. Das weitere Wachstum wird nun mit einem Partnerprogramm forciert, um die Kundenakquisitionskosten weiterhin unter dem Branchendurchschnitt zu halten. Im Zentrum der Expansion sollen vor allem Märkte außerhalb der EU stehen.
- **Stärkere Regulierung:** Die Konzentration auf diese Märkte resultiert auch aus der Verschärfung der Finanzmarkt-Regulierung durch die europäische Aufsichtsbehörde im letzten Jahr, die insbesondere im CFD-Geschäft für Einbußen gesorgt hat. Von den großen Anbietern in diesem Segment differenziert sich NAGA mit der Social-Investing-Plattform. In diesem Bereich ist die Angebotsseite noch stark zersplittert.
- **Wachstum nach Übergangsjahr:** Nach einem deutlichen Erlöswachstum in den letzten beiden Jahren wird der Umsatz im Restrukturierungsjahr 2019 voraussichtlich deutlich rückläufig sein, und auch das Ergebnis dürfte wegen der Sonderbelastungen noch tiefer in die roten Zahlen rutschen. Die deutliche Reduktion der Kostenbasis und das Wachstum mit dem Partnermodell sollen dann ab dem nächsten Jahr für eine deutliche Verbesserung der Finanzkennzahlen sorgen.
- **Potenzial hängt am Erfolg der Strategie:** Wir haben in unserem Modell einen Erfolg der Strategie unterstellt. Auf Basis einer sehr gut skalierbaren Plattform würde das daraus resultierende Wachstum einen deutlichen Margenanstieg ermöglichen, was einen fairen Wert von 1,80 Euro je Aktie begründet. Das Kurspotenzial dürfte aber erst realisiert werden, wenn die nächsten Quartale die Fortschritte bei der Umsetzung der Strategie veranschaulichen, so dass unser Urteil vorerst weiterhin „Hold“ lautet.

SWOT-Analyse

Stärken

- Versiertes Managementteam, das bereits mehrere Startups erfolgreich aufgebaut hat.
- Starke technologische Plattform, mit der verschiedene Märkte adressiert werden können; die großen Entwicklungsprojekte sind abgeschlossen.
- Etabliertes Brokerage-Geschäft mit NAGA Markets und NAGA Trader.
- Innovative Lösungen für den Bereich Kryptowährungen am Markt eingeführt.
- Dank einer hohen Automatisierung ist das Geschäft sehr gut skalierbar.
- Frei von Bankschulden, Eigenkapitalquote von 96 Prozent.

Chancen

- In kurzer Zeit wurde eine integrierte Plattform mit mehreren Lösungen für verschiedene Segmente geschaffen, jetzt kann der Fokus auf die Kundenakquise gelegt werden.
- Das Management hat eine neue Strategie entwickelt, um das Wachstum mit Partnern zu forcieren und so die Kundenakquisitionskosten weiter niedrig zu halten. Funktioniert das Konzept, winkt ein hoher Hebel auf das Ergebnis.
- Nach der deutlichen Kürzung der Kostenbasis im Rahmen der Restrukturierung könnte Umsatzwachstum einen schnellen Break-even auf EBITDA-Basis ermöglichen.
- Bessere Rahmenbedingungen im Markt für Kryptowährungen könnten der Gesellschaft perspektivisch neue Wachstumsoptionen eröffnen. Dank der flexiblen Plattform verfügt NAGA über viele Realoptionen.

Schwächen

- Die Gesellschaft erwirtschaftet bislang Verluste, wobei ein großer Teil davon auf nicht cashwirksame Abschreibungen auf immaterielle VG entfällt.
- Das simultane Wachstum in verschiedenen Marktsegmenten hat die Ressourcen überfordert. Jetzt wird eine Restrukturierung umgesetzt.
- Sehr hoher Anteil an immateriellen Vermögenswerten in der Bilanz (89 Prozent).
- 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

- Es ist noch offen, ob der Gesellschaft nach der Restrukturierung mit einer verkleinerten Mannschaft die Rückkehr auf den Wachstumspfad gelingt.
- Eine Expansion in außereuropäischen Märkten ist für kleine Gesellschaften mit höheren Risiken verbunden.
- Verzögerungen auf dem Weg zum Break-even könnte eine größere Finanzierungsrunde notwendig machen.
- Entwickelt sich das Brokerage-Geschäft nicht wie geplant, kann das zu erheblichen Goodwill-Abschreibungen führen.
- 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

Innovativer FinTech-Anbieter

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 Anschluss wurden weitere Lösungen entwickelt und in eine Plattform integriert, die so mit einem einzigen Account einen Zugang zu zahlreichen Segmenten der Finanzindustrie ermöglicht.



Quelle: Unternehmen

Börsengang in 2017

Die NAGA Group hat ihr IPO im Juli 2017 durchgeführt und ist seitdem im Segment Scale der Frankfurter Börse notiert. Von der aktuellen Aktienzahl wurden zum Börsengang lediglich 1 Mio. Stück platziert, dennoch gibt es aus der Historie zahlreiche Aktionäre mit substanziellen Paketen im niedrigen einstelligen Prozentbereich. Der mit einem Anteil von knapp 30 Prozent größte Anteilseigner ist aber die chinesische

Fosun-Gruppe, darüber hinaus hält die Zack Holding von Mitgründer Yasin Sebastian Qureshi mit rund 21 Prozent einen größeren Anteil. Bis April dieses Jahres war Herr Qureshi, der die Privatbank Varengold 1995 gegründet, später an die Börse gebracht und insgesamt 20 Jahre lang geführt hatte, auch Mitglied des Vorstands. Dann hat er das Gremium verlassen und den Vorsitz des neu geschaffenen Beirats übernommen, um Bereiche wie Strategie, Innovation, Business Development und M&A weiter zu betreuen. Der Vorstand wurde damit auf zwei Mitglieder verkleinert, bestehend aus dem Mitgründer Benjamin Jakub Bilski als CEO, 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), und Andreas Luecke, dem vormaligen Leiter Legal and Tax, als CFO.

Starke technologische Basis

Der Nukleus des NAGA-Angebots ist eine eigene Software, die im Mai 2016 mit der Swipy Technology GmbH (heute: NAGA Technology GmbH) eingebracht und von Vorstand 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 Lösungen für verschiedene Anwendungsbereiche, die zu einem großen Teil in eigenständigen Tochterunternehmen angesiedelt sind (siehe Tabelle).

Operative NAGA-Töchter	Anteil
NAGA Markets Ltd.	100 %
NAGA Technology GmbH	100 %
Zack Beteiligungs GmbH	100 %
NAGA Blockchain GmbH	100 %
p2pfx GmbH	100 %
NAGA Virtual GmbH	100 %
Hanseatic Brokerhouse Securities AG	72,16 %
Easyfolio GmbH	50,02 %

Quelle: Unternehmen

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 inzwischen mehr als 20 Tsd. Kunden der Gesellschaft können in über 800 Instrumente investieren. Zum Angebot zählen insbesondere CFDs, aber auch Aktien, ETFs, Devisen, Kryptowährungen und InGame-Items. Dank der Fokussierung auf ein Onlineangebot und stark automatisierter Prozesse kann NAGA Markets günstige Konditionen anbieten und hat sich somit als Discountbroker positioniert. Einnahmen werden vor allem mit Erträgen aus dem Eigenhandel als Market Maker für CFDs sowie aus Kommissionen generiert. 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.

Breites Leistungsangebot

Ein zentrales Strategieelement von NAGA seit der Gründung war es, dem Kunden mit einem einzigen Account ein möglichst breites Spektrum an Finanzdienstleistungen anzubieten (siehe auch Kapital Strategie). Diesbezüglich hat die Gesellschaft in den letz-

ten Jahren erhebliche Fortschritte gemacht. Zu den ersten Lösungen, die am Markt eingeführt wurden, zählte der selbstlernende Robo-Advisor CYBO, der eine individuell auf die Kundenpräferenzen abgestimmte Handelsstrategie automatisiert ausführt. Im April 2018 wurde dann der Bereich der Kryptowährungen mit der NAGA Wallet erschlossen, die den Nutzern als digitale Geldbörse die Ein- und Auszahlung sowie die Aufbewahrung von Coins und Token ermöglicht. Seit dem letzten November ist über die Handelsplattform NAGA Exchange (NAGAX) auch der Handel der wichtigsten Paarungen von Fiat- und Kryptowährungen im System möglich. Handelsgewinne, die ein Kunde erwirtschaftet, können mit einer Mastercard (NAGA Card), die über das NAGA-Konto komfortabel verwaltet werden kann, direkt zur Zahlung von Einkäufen genutzt werden. Darüber hinaus wurde mit NAGA Virtual auch noch eine Lösung für den Handel mit virtuellen Gütern von Online- und Mobile-Spielen (In-Game-Items) geschaffen.

Zusammenarbeit mit NDAL

Die Wallet und die Handelsplattform besitzt die NAGA Group nicht selbst, sondern sie wurden für die externe Gesellschaft NAGA Development Association Ltd. (NDAL) realisiert. Diese hat im Jahr 2017 im Rahmen eines Initial Token Sale (ITS) den NAGA Coin (NGC) angeboten und im Zuge dessen Token mit einem Volumen 47,1 Mio. US-Dollar an rund 63 Tsd. Investoren veräußert. Seitdem erbringt die NAGA Group für NDAL verschiedene Dienstleistungen wie die Produktentwicklung oder die Umsetzung von Marketingmaßnahmen, um die Nutzungsmöglichkeiten und die Verbreitung des NGC zu unterstützen.

Synergetische Übernahmen

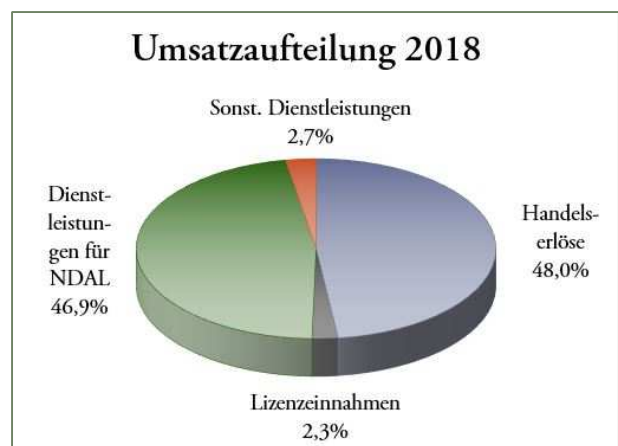
Der NAGA Coin ist ein zentrales Bindeglied im Angebot der NAGA Group und profitiert damit auch generell vom Wachstum der Plattform. Einen wichtigen Treiber stellt dabei der Vertrieb zur Kundengewinnung dar. Diesbezüglich hat sich die NAGA Group im letzten Jahr mit dem Erwerb der Mehrheit (72 Prozent) an der Gesellschaft Hanseatic Brokerhouse Securities AG (HBS) bzw. deren hundertprozentiger

Tochter NAGA Brokers GmbH (vormals: Hanseatic Brokerhouse Financial Services GmbH) gestärkt. Das letztgenannte Unternehmen wurde bereits 1999 gegründet und hat sich auf die Vermarktung von CFD-Handelskonten und die Bereitstellung entsprechender Schulungsinhalte sowie die Durchführung von Seminaren und Webinaren spezialisiert. Die NAGA Group hat mit der neuen Tochter von Anfang an eng zusammengearbeitet. Der Anteilskauf war bereits 2015 vereinbart worden, konnte aus regulatorischen Gründen aber erst im Februar 2018 umgesetzt werden und wurde gegen Ausgabe von rund 11,8 Mio. Aktien abgewickelt. Eine weitere Mehrheitsbeteiligung, die im Verlauf des letzten Jahres erworben wurde, dient hingegen dem Ausbau des Produktspektrums: NAGA konnte für einen Kaufpreis von 0,52 Mio. Euro etwas mehr als 50 Prozent der Anteile von der Easyfolio GmbH erwerben, die zu den Pionieren der automatisierten Portfoliosteuerung in Deutschland zählt. Das Unternehmen bietet drei verschiedene Dachfonds mit jeweils unterschiedlichem Rendite-Risikoprofil an, die Algorithmus-gesteuert in Aktien- und Anleihen-ETFs investieren.

Zwei wesentliche Einnahmequellen

Der Ausbau des Leistungsspektrums und die Stärkung des Vertriebs dienen letztlich dazu, die Handelserlöse

der NAGA Group weiter zu steigern. Im letzten Jahr konnte das Unternehmen in diesem Bereich bereits Einnahmen in Höhe von rund 7,7 Mio. Euro generieren, das entsprach 48 Prozent des insgesamt erwirtschafteten Umsatzes. Noch etwas höher sind mit 8,0 Mio. Euro die Erlöse aus Dienstleistungen ausgefallen, wobei diese zum größten Teil (rd. 7,6 Mio. Euro) auf Projekte für NDAL und in kleinem Umfang auf Leistungen für Token Sales von Dritten entfallen sind. Darüber hinaus hat die Gesellschaft noch Lizenz Erlöse in Höhe von 0,38 Mio. Euro generiert.



Quelle: Unternehmen

Strategie

Die NAGA-Plattform

Die Strategie von NAGA seit der Gründung zielte darauf ab, eine große Plattform aufzubauen, die den Kunden auf einfache Art (über einen Account) Zugang zu verschiedenen Leistungen aus den Bereichen Trading, Anlage, Kryptowährungen, Games, Payment und Fortbildung bietet. Im Zentrum aller Entwicklungsprozesse standen dabei softwarebasierte Innovationen für die adressierten Segmente, mit denen ein deutlicher Mehrwert für die Nutzer generiert wird. Den ersten Schritt stellte der Aufbau eines starken Standbeins im Bereich des Wertpapierhandels mit einem eigenen Discountbroker, einer App für das Social-Investing und einem selbst entwickelten Robo-Advisor dar. Im Anschluss wurden Lösungen für Kryptowährungen (Wallet und Handelsplatz) und für den Handel virtueller Güter entwickelt und eingebunden, außerdem hat das Unternehmen eine Bezahlösung (NAGA Card) eingeführt. Und seit der Übernahme von HBS im letzten Jahr gibt es auch ein haus-eigenes Schulungsangebot.

Fokussierung auf NAGA Trader

Die simultane Entwicklung und Vermarktung von Lösungen für diverse Marktsegmente hat die Organisation allerdings so stark beansprucht, dass nicht in allen Bereichen die anvisierten Fortschritte erzielt werden konnten, zudem waren die Aktivitäten mit hohen Kosten verbunden. Im April dieses Jahres hat das Management daher zunächst eine Fokussierung eingeleitet, die auch mit der Verkleinerung des Vorstands von drei auf zwei Personen einherging. Statt eines weiteren Ausbaus der Angebotsvielfalt steht vorerst die Weiterentwicklung und Vermarktung von NAGA Trader im Vordergrund. Die App ist bereits fest im Markt etabliert und erbringt zusammen mit dem eigenen Broker den wesentlichen Erlösbeitrag abseits von Dienstleistungen für Dritte. Auf isolierter Basis, also ohne Gruppenkosten für andere Aktivitäten, stuft der Vorstand dieses Geschäft bereits als profitabel ein. Die übrigen Lösungen werden aber fortgeführt, um oppor-

turnistisch passende Gelegenheiten für eine Forcierung des Wachstums zu nutzen.

Wachstum mit Partnern

Die NAGA-Plattform ist stark automatisiert und damit sehr gut skalierbar. Mit einer kräftigen Ausweitung des Kundenstamms können so perspektivisch die Margen noch deutlich verbessert werden. Die kritische Erfolgsgröße sind dabei die Kundenakquisitionskosten. Dank der Anbahnung über das eigene soziale Netzwerk lagen diese bei NAGA in der Vergangenheit unter dem Branchendurchschnitt. Das weitere Wachstum soll nun mit einem neu eingeführten Programm forciert werden, das es Partnern ermöglicht, das eigene Kontaktnetzwerk zu monetarisieren. Die NAGA Group bietet verschiedene Wege für eine Zusammenarbeit an: Während ein „Online Affiliate“ qualifizierte Trader für das Netzwerk und ein „Introducing Broker“ neue Kunden für den Wertpapierhandel vermitteln kann, besteht darüber hinaus auch die Möglichkeit, neue Partner für NAGA zu gewinnen, die dann selbst wiederum in der Trader-/Kundenakquise aktiv werden. Das Unternehmen vergütet dies im Rahmen eines differenzierten Provisionsmodells. Nach der Vorstellung des Partnerprogramms im März dieses Jahres ist dies auf eine gute Resonanz gestoßen, in den ersten drei Monaten haben sich fast 350 Partner registriert.

Professionelle Präsentationsplattform

Mit der Expansion sollen aber nicht nur weitere Kunden für das Handelsgeschäft gewonnen werden, das Management möchte das Soziale Netzwerk gemäß dem Motto „The real Facebook for Trading“ auch noch stärker als Präsentationsplattform für B2B-Kunden vermarkten. Der Markt ist aktuell noch stark zersplittert mit einer Vielzahl kleiner Trader, Broker und Seminaranbieter, die alle eigene Strukturen unterhalten, was mit relativ hohen Kosten verbunden ist. Unter dem Label „NAGA Pro“ bieten die Hanseaten in

Kürze ein Rundum-Sorglos-Paket an, das die Profilseite, Handels- und Tradingtools, einen eigenen Newskanal, eine einfache Möglichkeit zur Nachahmung von Handelsvorschlägen und nicht zuletzt eine komplette Infrastruktur zum Tracking der Aktivitäten bietet. Ein B2B-Kunde, der die NAGA-Pro-Kriterien erfüllt und diesen Status erhält, hat eine herausgehobene Stellung im Netzwerk und kann sich mit der Nutzung der Infrastruktur auf sein Kerngeschäft konzentrieren und zusätzlich an Kommissionszahlungen u.a. für den generierten Traffic verdienen.

Weitere Internationalisierung

Mit ihrer mehrsprachigen Plattformlösung bedient die NAGA Group schon heute Kunden aus vielen verschiedenen Ländern. Die Internationalisierung soll, auch vor dem Hintergrund der deutlich verschärften Regulierung für den CFD-Handel in Europa (siehe Kapitel Markt), mit dem Partnerprogramm vorangetrieben werden. Das Unternehmen hat eine digitale Marketinginfrastruktur entwickelt, auf die dabei zurückgegriffen werden kann. Ein besonderer Fokus der Expansion liegt auf dem südostasiatischen Raum, die Bearbeitung der Länder erfolgt flankierend auch wieder mit Seminaren für Interessenten. Erste Veranstaltungen haben bereits in Malaysia, Indonesien und Singapur stattgefunden.

Break-even im Fokus

Das Partnerprogramm zielt darauf ab, das Content-Angebot und die Handelsaktivitäten auf der NAGA-Plattform kostengünstig auszuweiten. Da die Infrastruktur bereits im Wesentlichen aufgebaut ist, bietet diese Strategie für das Unternehmen die Chance, das Wachstum mit einer deutlich reduzierten Kostenbasis voranzutreiben. Einhergehend mit der Fokussierung wurden deswegen im April auch umfangreiche Einschnitte in die Strukturen beschlossen, die in diesem Jahr umgesetzt werden. Der vorgestellte Maßnahmenkatalog umfasste insbesondere eine Reduktion der Entwicklungsaktivitäten sowie eine Anpassung der Büroraum- und der Personalkapazitäten (insb. in Hamburg und Spanien). Nach Abschluss der Maßnahmen wird das operative Geschäft vor allem von dem Team in Zypern – dem Standort des Brokers NAGA Markets – gesteuert. Die operativen Kosten sollen letztlich ab dem Geschäftsjahr 2020 um 60 bis 70 Prozent unter dem Niveau aus 2018 liegen und so den Break-even nicht nur in einem Geschäftsfeld, sondern auf der Unternehmensebene insgesamt ermöglichen.

Marktumfeld

Präsent in mehreren Segmenten

Die Plattform von NAGA bietet ein integriertes Angebot für verschiedene Segmente des Finanzdienstleistungsmarktes. Zu den Kernbereichen, die adressiert werden, zählen das Wertpapier-Brokerage, insbesondere im Bereich der CFDs, das Social-Investing und die Kryptowährungen. Im Folgenden konzentrieren wir uns auf das Marktumfeld in diesen drei Bereichen.

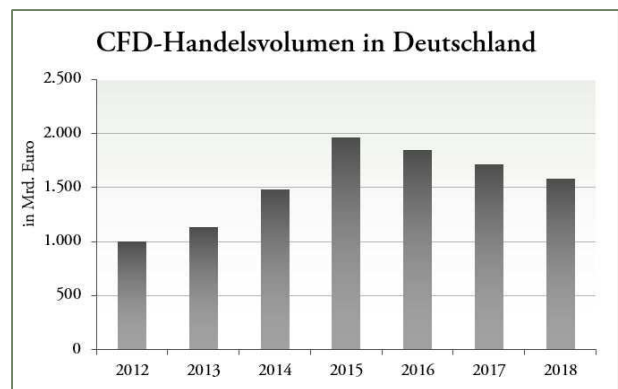


Quelle: CFIN/CFD-Verband

CFDs: Entwicklung nicht einheitlich

Der deutsche CFD-Markt ist in den letzten Jahren von divergierenden Trends geprägt worden. Generell nimmt das Interesse an dem Angebot weiter zu, wie die beachtlichen Zuwächse bei der Zahl der Bestandskonten verdeutlichen. Nachdem diese zwischen 2013 und 2016 in jeder Periode prozentual zweistellig zugelegt hat, lag die Steigerungsrate in den letzten beiden Jahren bei 8,6 und 7,8 Prozent, so dass sich zum Jahresende 2018 ein Bestand von 203,2 Tsd. Konten ergeben hat. Demgegenüber hat das Transaktionsvolumen nach hohen Zuwächsen von 2012 bis 2015 (CAGR +25 Prozent) im Anschluss von Jahr zu Jahr abgenommen. Nachdem sich der Rückgang in 2017 auf 7 Prozent belief, waren es in der letzten Periode sogar -8,1 Prozent auf 1,6 Bio. Euro. Dahinter stecken verschiedene Ursachen. Während die Transaktionszahl vor zwei Jahren temporär – u.a. aufgrund einer vergleichsweise niedrigen Marktvolatilität – um 18,4 Prozent auf 56 Mio. Stück gesunken war, ist 2018 das

Volumen pro Transaktion um 25,4 Prozent auf 22,9 Tsd. Euro eingebrochen (während sich die Transaktionszahl wieder um 23,2 Prozent auf 69 Mio. Stück erhöht hat) (Datenquelle für diesen Absatz: CFIN/CFD-Verband, CFDs Jahresvergleich 2012 - 2018).



Quelle: CFIN/CFD-Verband

Zäsur durch stärkere Regulierung

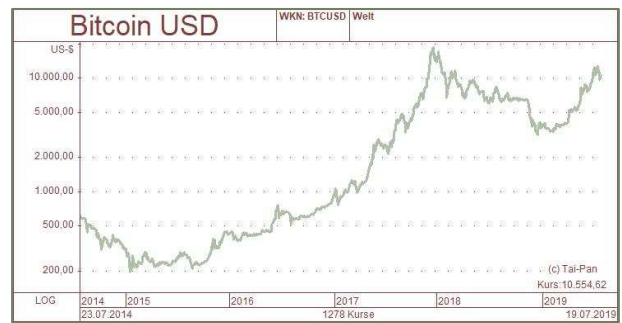
Einen Beitrag zum Einbruch des Transaktionsvolumens dürfte die allgemeine Entwicklung des Kapitalmarkts mit einem drastischen Kursrückgang bei vielen großen Aktienindizes im vierten Quartal 2018 geleistet haben, denn dieser Bereich war im letzten Jahr für rund 88 Prozent des CFD-Handelsvolumens verantwortlich. Eine zentrale Rolle dürfte darüber hinaus die Verschärfung der Regulierung gespielt haben, insbesondere von Seiten der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA). Seit dem letzten August sind für den Handel mit Differenzkontrakten diverse Anpassungen in Kraft getreten, die u.a. Einschränkungen für Werbemaßnahmen und die angebotenen Hebel in einzelnen Assetklassen zum Gegenstand haben. Außerdem wurde es untersagt, Produkte für Privatanleger mit einer Nachschusspflicht auszustellen.

Deutliche Auswirkungen

Die Auswirkungen haben die Anbieter deutlich zu spüren bekommen. So mussten die börsennotierten Platzhirsche der CFD-Branche, CMC Markets und IG Markets, einen kräftigen Dämpfer hinnehmen. Der Umsatz von CMC im CFD-Geschäft ist in der Finanzperiode 2018/19 (per Ende März) um 37 Prozent auf 110,2 Mio. GBP zurückgegangen. Dabei lagen die Einnahmen in der ESMA-Region in der zweiten Jahreshälfte (Oktober bis März) nach der Änderung der Regulierung zum August mit 30,5 Mio. GBP um 31 Prozent unter den Einnahmen der ersten sechs Monate (Quelle: CMC). Ähnlich sind die Effekte bei IG ausgefallen, die Gesellschaft musste in den ersten neun Monaten des Geschäftsjahres 2018/19 einen Rückgang der Erlöse im ESMA-Gebiet von 27 Prozent auf 202,4 Mio. GBP hinnehmen (Quelle: IG). Und nicht zuletzt hat auch NAGA über ein deutlich rückläufiges Handelsvolumen in 2018 wegen der Einführung der ESMA-Regelungen berichtet (siehe Kapitel Zahlen).

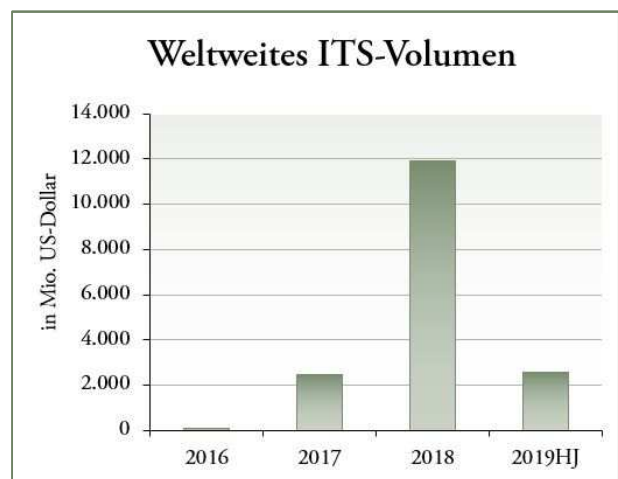
Social-Investing als Differenzierungsmerkmal

Von den deutlich größeren Anbietern im CFD-Markt differenzieren sich die Hanseaten u.a. durch eine Kombination des Brokeragegeschäfts mit einer Social-Investing-Plattform. Als Ursprung dieses Marktsegments gilt der Aufbau des ersten Angebots durch den Pionier eToro ab dem Jahr 2010. Gemessen an der Zahl der aktiven Trader und Investoren gilt ZuluTrade nach einer Einschätzung von SocialTrading-Guru (socialtradingguru.com) derzeit als weltweit größter Anbieter. Die Gesellschaft wurde im Jahr 2017 von der chinesischen Formax Group übernommen. Zu den führenden Plattformen in Deutschland zählt wikifolio von der wikifolio Financial Technologies AG, die nach der Gründung im Jahr 2012 einen rasanten Wachstumsprozess durchlaufen hat. Insgesamt ist die Angebotsseite relativ zersplittert, auf der Website von SocialTrading-Guru werden mehr als 20 relevante Lösungen für dieses Marktsegment aufgelistet.



Kryptowährungen: Massive Korrektur...

Als dritten großen Bereich adressiert NAGA den Markt für Kryptowährungen, und zwar sowohl mit dem Brokeragegeschäft als auch mit speziell auf die junge Anlagegattung zugeschnittenen Lösungen wie der Wallet und der Handelsplattform. Die Grafik zur Kursentwicklung des Bitcoin verdeutlicht beispielhaft die wechselhaften Rahmenbedingungen in diesem Bereich in den letzten zweieinhalb Jahren. In 2017 kulminierte eine mehrjährige Hausse in einem historischen Höchstkurs von 19.843 US-Dollar je Bitcoin, worauf im Anschluss eine längere Konsolidierungsphase startete, die in der Spitze zu einer Kurseinbuße um 84 Prozent vom Hoch führte.



Quelle: icowatchlist.com

...vorerst beendet

Seit dem letzten Dezember zeigt der Trend aber wieder aufwärts, inzwischen hat der Bitcoin vom Tief in der Spitze schon wieder um mehr als 300 Prozent zugelegt. Der Pionier der Branche hat sich in der Konsolidierungsphase als mit Abstand bedeutendstes

Schergewicht behauptet, die Marktkapitalisierung beläuft sich aktuell auf 206,5 Mrd. Euro; auf den Plätzen folgen Ether mit 29,4 Mrd. Euro und Ripple mit 14,9 Mrd. Euro (Stand 10.07.19, Quelle: coinmarketcap.com). Die jüngste Trendwende ist auch aus den Aktivitäten am Primärmarkt abzulesen. Nachdem sich das Volumen der Initial Token Sales im vierten Quartal 2018 und im ersten Quartal 2019 auf 1,4 Mrd. US-Dollar bzw. 902 Mio. US-Dollar belaufen

hatte, gab es zwischen April und Juni einen deutlichen Anstieg auf 1,7 Mrd. US-Dollar. Wegen eines sehr starken ersten Halbjahres in 2018 wird das Vorjahresvolumen im Gesamtjahr aber vermutlich deutlich verfehlt (Datenquelle: icodata.io / icobench.com). Sollte sich die positive Entwicklung bei den Kursen und den Platzierungsvolumina im Trend fortsetzen, dürften sich für Anbieter wie NAGA wieder bessere Expansionsmöglichkeiten in diesem Segment ergeben.

Zahlen

Dynamische Entwicklung seit Gründung

Nach der Gründung im Jahr 2015 wurden im darauffolgenden Kalenderjahr, das aus bilanztechnischen Gründen in zwei sechsmonatige Rumpfgeschäftsjahre eingeteilt wurde, erste Erlöse in Höhe von kumuliert rund 2 Mio. Euro erwirtschaftet. Wegen der Aufwendungen für die Produktentwicklung und den Rollout des Geschäftsmodells war das Ergebnis mit einem EBITDA von -2,7 Mio. Euro und einem Nettoverlust von -6,6 Mio. Euro (jeweils Addition der beiden Rumpfperioden) dabei noch deutlich negativ. Dank einer massiven Steigerung der Erlöse auf 12,8 Mio. Euro konnte in 2017 dann aber ein positives Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen von 2,9 Mio. Euro ausgewiesen werden, während sich der Nettoverlust auf -2,2 Mio. Euro reduzierte. Der Umsatzsprung resultierte einerseits aus den deutlich, auf 6,5 Mio. Euro, gestiegenen Handelserlösen und andererseits aus Dienstleistungen für NDAL und Provisionserlösen (insgesamt 6,3 Mio. Euro) im Zusammenhang mit dem Token Sale.

Geschäftszahlen	2017	2018	Änderung
Umsatz	12,84	16,12	+25,5%
EBITDA	2,88	0,27	-90,6%
EBIT	-1,90	-4,82	-
Nettoergebnis	-2,20	-4,04	-

In Mio. Euro bzw. Prozent; Quelle: Unternehmen

Umsatz wächst um 25,5 Prozent

Das Dienstleistungsgeschäft für NDAL wurde in der Finanzperiode 2018 im Rahmen der Entwicklung der NAGA Wallet und der NAGA Exchange noch einmal deutlich ausgeweitet, so dass sich der Dienstleistungsumsatz auf 8,0 Mio. Euro erhöhte. Mit 7,7 Mio. Euro konnten auch die Handelserlöse gesteigert werden, und zwar um 18 Prozent zum Vorjahr, und das, obwohl das Handelsvolumen nach der Einführung der neuen ESMA-Regelungen von 42 auf 36 Mrd. Euro zurückgegangen ist. Die damit rückläufigen Kommissionseinnahmen konnten durch höhere Erträge aus

dem Eigenhandel überkompensiert werden. Darüber hinaus hat die NAGA Group noch rund 0,4 Mio. Euro aus Lizenzvereinbarungen eingenommen, so dass der Umsatz im letzten Jahr insgesamt um 25,5 Prozent auf 16,1 Mio. Euro ausgeweitet wurde. In Verbindung mit den aktivierten Entwicklungsleistungen (1,6 Mio. Euro gegenüber 1,3 Mio. Euro im Vorjahr) erhöhte sich die Gesamtleistung von 14,1 auf 17,7 Mio. Euro.

EBITDA nur leicht positiv

Ebenfalls über Vorjahr lagen die sonstigen betrieblichen Erträge (4,7 Mio. Euro gegenüber 3,5 Mio. Euro), die vor allem aus der Weiterbelastung von Aufwendungen (u.a. für den NAGA Coin, die NAGA Wallet und die NAGA Exchange) an NDAL resultierten. Die Aktivitäten führten zugleich bei der NAGA Group zu höheren Kosten: Insbesondere der Entwicklungsaufwand (+30 Prozent auf 2,6 Mio. Euro), die Marketing- und Werbeaufwendungen (+761 Prozent auf 1,8 Mio. Euro) und die sonstigen betrieblichen Aufwendungen (+69 Prozent auf 5,2 Mio. Euro) lagen deutlich über dem Referenzwert aus 2018. Aus der Übernahme von HBS resultierte zudem ein starker Anstieg der Personalkosten um 153 Prozent auf 6,8 Mio. Euro. Da das Ergebnis zusätzlich durch eine Einzelwertberichtigung in Höhe von 1,8 Mio. Euro auf die Forderungen gegenüber NDAL belastet wurde, mit der die Zahlungsfähigkeit des Partners im Rahmen einer vorsichtigen Kalkulation berücksichtigt wurde, reduzierte sich das EBITDA trotz des deutlichen Anstiegs der Gesamtleistung von 2,9 auf 0,3 Mio. Euro.

Nettoverlust deutlich erhöht

Die Abschreibungen haben vergleichsweise moderat zugelegt, von 4,8 auf 5,1 Mio. Euro, obwohl eine außerplanmäßige Wertberichtigung auf die aktivierte NAGA Virtual Software in Höhe von 0,8 Mio. Euro durchgeführt wurde, da sich das Geschäft nicht wie

geplant entwickelt hat. Hinzu kamen u.a. Abschreibungen auf den Kundenstamm von HBS (0,5 Mio. Euro) und auf NAGA Trader (0,7 Mio. Euro). Das konnte durch einen reduzierten Wert für Swipy Technology (2,5 Mio. Euro vs. 4,0 Mio. Euro im Vorjahr) wegen einer neu geschätzten und damit etwas längeren Nutzungsdauer (von 5 auf 7 Jahre) teilweise kompensiert werden. Zusammen mit einem etwas besseren Finanzergebnis (von -0,2 auf -0,14 Mio. Euro) und einem positiven Steuersaldo in Höhe von 0,9 Mio. Euro dank der Aktivierung latenter Steuern auf Verlustvorträge erhöhte sich der Nettoverlust nach Anteilen Dritter von -2,2 auf -4,0 Mio. Euro.

Free-Cashflow leicht verbessert

Trotz des erhöhten Verlusts konnte der Zahlungsmitteleinfluss aus dem operativen Geschäft von -4,2 auf -2,9 Mio. Euro reduziert werden. Da der Cashflow aus Investitionen, die wie schon in 2017 vor allem auf immaterielle Anlagegüter entfielen, nur um -0,5 Mio. Euro auf -2,1 Mio. Euro zugelegt hat, verbesserte sich der Free-Cashflow von -5,8 auf -5,0 Mio. Euro. Im Gegensatz zum Vorjahr (+9,9 Mio. Euro) wurden aber keine Finanzierungsmaßnahmen durchgeführt, so dass sich die Liquidität binnen Jahresfrist von 8,7 auf 3,7 Mio. Euro reduzierte.

Sehr hohe Eigenkapitalquote

Bilanziell steht NAGA weiter sehr solide dar, da das Unternehmen frei von Bankschulden ist und insgesamt nur Verbindlichkeiten in Höhe von 4,8 Mio. Euro (Vorjahr 7,0 Mio. Euro) ausgewiesen hat. Dem steht ein Eigenkapital in Höhe von 119,5 Mio. Euro (Vorjahr: 20,3 Mio. Euro) gegenüber, woraus sich eine Eigenkapitalquote von 96,2 Prozent errechnet.

Allerdings hat die Übernahme von HBS gegen Ausgabe von Aktien aufgrund des Kurses der NAGA-Aktie zum Stichtag 13. Februar 2018 (8,10 Euro) zur Verbuchung eines Firmenwerts in Höhe von 95,0 Mio. Euro geführt. Die immateriellen Vermögensgegenstände summierten sich damit zum Jahresende auf 110,5 Mio. Euro oder 89 Prozent der Bilanzsumme.

Übergangsjahr 2019

Im laufenden Jahr wird das Unternehmen an das Umsatz- und Ergebnisniveau aus 2018 voraussichtlich nicht anknüpfen können, das erste Quartal deutet nach Aussage im Geschäftsbericht auf ein schwächeres Jahr hin. Zwar rechnet das Management mit einer weiter steigenden Kundenzahl und sogar mit einem um 50 Prozent höheren Handelsvolumen, aber die Handelserlöse dürften trotzdem leicht zurückgehen. Das basiert maßgeblich darauf, dass die Risiken im Eigenhandel reduziert werden, was die Marge etwas belastet, aber in der Tendenz zu einer Glättung der Einnahmen im Zeitablauf führt. Noch deutlich stärker wird die Kontraktion im Bereich der Dienstleistungserlöse ausfallen, da die Leistungen für NDAL im Zusammenhang mit dem NAGA Coin, der NAGA Wallet und der NAGA Exchange planmäßig stark unter dem Vorjahresniveau liegen werden. Neben den rückläufigen Erlösen werden auch Einmalbelastungen aus der eingeleiteten Restrukturierung das Ergebnis schmälern. Daher geht das Management davon aus, dass das EBITDA erheblich niedriger ausfallen wird als in 2018. Selbiges gilt auch für das Netto-Jahresergebnis. Das Management geht davon aus, die Zielsetzungen ohne weitere Kapitalmaßnahme erreichen zu können.

Equity-Story

Entwicklung abgeschlossen

In den letzten beiden Jahren hat die NAGA Group intensiv daran gearbeitet, ein großes Leistungsportfolio für verschiedene Segmente der Finanz- und Gamingindustrie aufzubauen. Im Zentrum der Aktivitäten standen der eigene Onlinebroker sowie die App NAGA Trader, eine Social-Investing-Plattform, die auf einfache Weise das Kopieren erfolgreicher Trades ermöglicht. Stark adressiert wurde in dieser Zeit aber auch der Kryptomarkt, für den NAGA eine besonders bedienfreundliche Wallet und eine Handelsplattform entwickelt hat; außerdem wurden mit der NAGA Card eine Bezahlösung und mit NAGA Virtual eine Plattform für den Handel von In-Game-Items eingeführt. Der Entwicklungsprozess dieser Bausteine ist weitgehend abgeschlossen, so dass der Fokus nun stärker auf die Vermarktung gerichtet werden kann.

Konzentration auf das Kerngeschäft

Die Entwicklung des Portfolios hat die Ressourcen der Gesellschaft stark beansprucht, und auch die simultane Expansion in allen adressierten Marktsegmenten war letztlich ein zu ambitionierter Anspruch. Das Unternehmen hat daher im April vermeldet, dass der Fokus zunächst insbesondere auf dem Ausbau der Marktposition von NAGA Trader liegt. Die Plattform ist schon ausgereift und das Geschäft auf Basis der bestehenden Infrastruktur sehr gut skalierbar, so dass steigende Handelserlöse einen hohen Hebeleffekt auf das Ergebnis ausüben sollten. Die Fokussierung erlaubt deutliche Einschnitte in die bestehende Kostenstruktur. Während das Jahr 2019 noch von den Anpassungsmaßnahmen geprägt sein wird, soll die Kostenbasis in der nächsten Finanzperiode um 60 bis 70 Prozent unter dem Niveau aus 2018 liegen. Auf Basis der Planungen kann NAGA diesen Prozess voraussichtlich ohne eine weitere Kapitalaufnahme meistern.

Große Expansionschancen

Das weitere Wachstum soll dann – wie bereits in der Vergangenheit – mit im Branchenvergleich niedrigen Kundenakquisitionskosten gelingen. Die Basis dafür ist die etablierte Social-Investing-Plattform mit einer breiten Nutzerbasis, die für potenzielle Partner eine attraktive Lösung darstellt, um sich selbst zu präsentieren und den eigenen Kunden zusätzliche Leistungen zu offerieren. NAGA hat ein differenziertes Programm ausgearbeitet, um weitere Anbieter aus der Branche (wie Trader oder Seminaranbieter) ebenso wie neue Endkunden zu gewinnen und bietet dafür unterschiedliche Vergütungen. Letztlich handelt es sich um eine Win-Win-Situation, von der beide Parteien dauerhaft profitieren sollen. Die Resonanz auf die Einführung des Partnerprogramms ist erfreulich ausgefallen, in drei Monaten konnten fast 350 Partner gewonnen werden, die bereits einen substanziellen Teil zur Neukundengewinnung von NAGA beigetragen haben. Mit dem neuen Modell kann das Unternehmen zudem den regionalen Fokus ohne großen Aufwand auf Märkte außerhalb Europas richten, die hinsichtlich des Wachstumspotenzials oder der Regulierung attraktiver wirken als der hiesige Kontinent. Das Management sieht aufgrund einer guten Vernetzung insbesondere in Südostasien große Expansionschancen.

Sprung in die Profitabilität möglich

Den Ausführungen aus der April-Meldung zur Restrukturierung zufolge wird das Geschäft rund um NAGA Trader und das Brokerage isoliert betrachtet bereits als profitabel eingestuft. Auf Unternehmensebene wird das aber durch die hohen Kosten der Organisation konterkariert, die noch aus der breiten Aufstellung resultieren. Mit der Anpassung dürfte der Break-even auf EBITDA-Basis im nächsten Jahr in greifbare Nähe rücken. Gelingt auf dieser Grundlage dann das angestrebte organische Wachstum mit geringen Kundenakquisitionskosten, ist ein schneller Margenanstieg möglich. Aufgrund der hervorragenden Skalierbarkeit der Plattform besteht mittel- bis lang-

fristig prinzipiell Potenzial für hohe operative Renditen.

Krypto-Sonderkonjunktur

Das Unternehmen verfolgt damit eine Wachstumsstrategie, die auch ohne starke Impulse vom Markt erfolgreich sein kann. Dennoch könnte eine

positive Marktentwicklung die Expansion unterstützen und für Zusatzeinnahmen sorgen. Insbesondere die Kryptowährungen bieten nach der Kurswende der letzten Monate in dieser Hinsicht wieder mehr Potenzial. NAGA hat für die NDAL die Wallet und die Handelsplattform entwickelt, die von einem erneuten Boom im Sektor profitieren sollten, woran auch die NAGA Group partizipieren würde.

DCF-Bewertung

Handelserlöse enttäuschen

Die Ausweitung des Leistungsspektrums und die Marketingmaßnahmen, die NAGA im letzten Geschäftsjahr gestartet hatte (u.a. HSV-Partnerschaft, Sky), haben im Handelsgeschäft entgegen unserer Erwartungen nicht zu einer Belebung geführt. Nachdem im ersten Halbjahr noch Handelserlöse in Höhe von 4,6 Mio. Euro erwirtschaftet worden waren, wurden zwischen Juli und Dezember nur 3,4 Mio. Euro generiert. Damit wurde unsere Schätzung für 2018 in Höhe von 10 Mio. Euro deutlich verfehlt. Das hat sich auch entsprechend negativ im Ergebnis niedergeschlagen.

Keine schnelle Besserung

Nach einem schwachen Start in den ersten drei Monaten werden nun für das Jahr 2019 leicht rückläufige Handelserlöse erwartet. Wir hatten bislang mit einem Wert von 8 Mio. Euro kalkuliert und reduzieren diesen nun auf 7 Mio. Euro. Weitere Einnahmen im überschaubaren Umfang werden insbesondere aus Dienstleistungen für NDAL resultieren, so dass wir nun insgesamt einen Umsatz von 7,5 Mio. Euro (bisherige Schätzung: 8,5 Mio. Euro) für die laufende Periode schätzen, mit entsprechend niedrigeren Deckungsbeiträgen. Das schlägt sich im Ergebnis nieder, das nach Angaben im Geschäftsbericht „stark fallen“ wird, was darauf hindeutet, dass wir die Einmalkosten der Restrukturierung ebenfalls noch etwas zu niedrig angesetzt haben könnten. Wir rechnen daher nun mit einem EBIT von -8,4 Mio. Euro (bisher: -5,9 Mio. Euro) und mit einem Jahresfehlbetrag von -8,5 Mio. Euro (bisher: -6,1 Mio. Euro).

Optimistischer Mittelfrist-Ausblick

Die NAGA Group durchläuft im aktuellen Jahr einen tiefgreifenden Anpassungsprozess. Mit der Restrukturierung soll die Kostenbasis ab dem Jahr 2020 um 60 bis 70 Prozent unter dem Niveau der letzten Finanzperiode liegen. Trotzdem rechnet das Management nach der Übergangsphase mit einem „starken Wachs-

tum des Geschäfts“. Das soll mit der erfolgten Anpassung der Strategie erreicht werden. NAGA setzt jetzt auf ein Partnermodell, um das Wachstum des Kundenbestands auf kostengünstige Art und Weise zu stimulieren und so auch die Einnahmen zu steigern. Dabei soll das B2B-Geschäft mit kleineren Anbietern aus der Finanzbranche – etwa Tradern, Brokern und Seminaranbietern – deutlich ausgeweitet werden. Die dafür notwendige Infrastruktur steht nach den Entwicklungsarbeiten der letzten Jahre bereit, jetzt muss der Vertrieb intensiviert werden. Das Wachstum soll insbesondere außerhalb des EU-Raums erzielt werden, da das Management die dortigen Marktgegebenheiten als attraktiver einstuft.

Anspruchsvolle Strategie

Damit verfolgt NAGA eine durchaus anspruchsvolle Strategie. Ohne Frage ist das Potenzial in Regionen wie Süd-Ostasien hoch, eine Realisierung ist jedoch erfahrungsgemäß kein Selbstläufer. Die etablierte Plattform stellt zwar eine gute Grundlage für das Wachstum dar, aber nun kommt es insbesondere darauf an, relativ zügig gute Partner zu gewinnen, die im Rahmen einer Win-Win-Konstellation die Vermarktung von NAGA dank komplementärer Interessen vorantreiben. Da die NAGA Group international gut vernetzt ist, nicht zuletzt mit dem chinesischen Großaktionär Fosun, ist dem Unternehmen ein erfolgreicher Rollout durchaus zuzutrauen.

Hohe Dynamik unterstellt

Die Funktionsfähigkeit der neuen Strategie ist eine zentrale Prämisse unseres Modells. In diesem Fall treibt das Wachstum des Kundenstamms die Erlösentwicklung an. Wir hatten in unserer umfassenden Modellüberarbeitung im April nach der Bekanntgabe der Restrukturierung für den Zeitraum von 2020 bis 2023 ein Wachstum der Handelserlöse zwischen 30 und 40 Prozent angenommen und danach die Steigerungsrate bis zum Ende des Detailprognosezeitraums

sukzessive auf 5 Prozent abschmelzen lassen. Das behalten wir in dieser Form bei. Da die Ausgangsbasis aus 2019 aufgrund der vorgenommenen Absenkung der Einnahmeschätzung zum Handelsgeschäft nun niedriger ausfällt, hat sich die Umsatzreihe absolut gesehen abgesenkt.

Wiederbelebung ab 2021

Für den Umsatz aus den übrigen Bereichen setzen wir für 2020 weiterhin lediglich 0,5 Mio. Euro an. Das sollte ausreichend konservativ sein, denn zumindest aus dem Kryptomarkt sind positive Impulse denkbar, nachdem im laufenden Jahr eine größere Wende nach oben geschafft wurde. Das Unternehmen hat ja bereits zahlreiche Lösungen entwickelt, deren Vermarktung in einem wieder positiveren Umfeld forciert werden könnte. Derartige Realooptionen sind auch die Basis für die Annahme, dass das Unternehmen die Einnahmen abseits der Handelserlöse perspektivisch wieder deutlich ausweiten kann. Gelingt ein dynamischer Ausbau des Kundenstamms von NAGA Trader, was wir in unserem Modell unterstellen, schafft das ein erhebliches Cross-Selling-Potenzial. Wir haben daher, wie bislang, unterstellt, dass NAGA zum Ende des Detailprognosezeitraums mit den übrigen Angeboten

insgesamt die Hälfte der Erlöse erzielt, die im Brokerage erwirtschaftet werden. Da sich der absolute Umsatzpfad der Handelseinnahmen reduziert hat, fallen auch die sonstigen Einnahmen in unserem Modell nun entsprechend niedriger aus.

Sukzessive Steigerung der Profitabilität

Eine erfolgreiche Expansion in stark wachsenden Märkten außerhalb von Europa bietet nach unserer Einschätzung ein höheres Margenpotenzial, unter anderem, da die regulatorischen Rahmenbedingungen weniger restriktiv sind. Die Plattform von NAGA stufen wir zudem wegen der hohen Automatisierung der Kernprozesse als sehr gut skalierbar ein. Mit der deutlichen Reduktion der Kostenbasis in diesem Jahr wird somit die Grundlage für den Break-even geschaffen. Wir rechnen nun mit einem nur noch leicht negativen EBITDA (-0,7 Mio. Euro) im Jahr 2020 und einem deutlich positiven Wert (2,6 Mio. Euro) in der Folgeperiode. Das EBIT bleibt trotz dieser Zuwächse wegen der hohen Abschreibungen auf immaterielle Güter zunächst noch negativ, erreicht dann aber im Jahr 2022, ebenso wie das Nettoergebnis, die Gewinnzone. Wir weisen an dieser Stelle noch einmal auf die zentrale Modellannahme hin, derzufolge es der Gesell-

Mio. Euro	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026
Umsatzerlöse	7,5	9,6	13,7	20,3	29,7	37,8	44,6	48,1
Umsatzwachstum		28,0%	43,1%	48,0%	46,0%	27,4%	17,9%	7,9%
EBIT-Marge	-111,7%	-48,7%	-10,3%	3,4%	20,4%	26,4%	25,7%	25,0%
EBIT	-8,4	-4,7	-1,4	0,7	6,1	10,0	11,4	12,0
Steuersatz	0,0%	0,0%	0,0%	5,0%	15,0%	25,0%	35,0%	35,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,9	2,5	4,0	4,2
NOPAT	-8,4	-4,7	-1,4	0,6	5,1	7,5	7,4	7,8
+ Abschreibungen & Amortisation	4,0	4,0	4,0	4,0	1,2	0,3	0,3	0,3
+ 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	-4,4	-0,7	2,6	4,6	6,3	7,8	7,7	8,1
- Zunahme Net Working Capital	1,6	-0,4	-0,5	-0,4	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
- Investitionen AV	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,9	-0,9	-0,9
Free Cashflow	-3,6	-1,9	1,3	3,4	5,3	6,8	6,7	7,1

SMC-Schätzmodell

schaft 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 Ausgangsposition. Gleichwohl muss die Funktionsfähigkeit der neuen Strategie in den nächsten Quartalen mit Fortschritten bei den operativen Kennziffern belegt werden.

Zielmarge von 25 Prozent

Auf Basis der Prämisse, dass die Kundengewinnungskosten gegenüber den bisherigen Werten zwar kontinuierlich, aber nur moderat ansteigen, sehen wir dank der Skaleneffekte weiterhin Potenzial für eine Ausweitung der EBIT-Marge auf 25 Prozent zum Ende des Detailprognosezeitraums. 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.

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: 1,80 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 72,4 Mio. Euro. Umgerechnet auf die aktuelle Aktienzahl von 40,2 Mio. Stück resultiert daraus ein fairer Wert je Aktie von 1,80 Euro, was wir als neues Kursziel setzen.

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 etabliertes Standbein im Brokerage-Markt. Das künftige Wachstum und der Sprung in die Gewinnzone hängen aber maßgeblich von dem Erfolg der neuen Strategie zur Partner- und Kundengewinnung ab, und dieser ist zum aktuellen Zeitpunkt noch mit einer sehr hohen Unsicherheit behaftet. 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 1,38 Euro je Aktie im restriktivsten Fall (WACC von 8,9 Prozent und ewiges Wachstum von 0 Prozent) und 2,55 Euro im optimistischsten Fall.

Sensitivitätsanalyse	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
6,9%	2,55	2,35	2,19	2,05	1,93
7,4%	2,27	2,11	1,98	1,86	1,77
7,9%	2,04	1,91	1,80	1,71	1,62
8,4%	1,85	1,74	1,65	1,57	1,49
8,9%	1,68	1,59	1,51	1,44	1,38

Fazit

Die NAGA Group hat in den letzten Jahren große Anstrengungen unternommen, um eine breit aufgestellte Plattform zu entwickeln, die den Nutzern einen einfachen Zugang zu verschiedenen Segmenten der Finanzbranche über einen einzigen Account bietet. Inzwischen sind die Entwicklungsarbeiten so weit fortgeschritten, dass das Angebot Lösungen für die Bereiche Trading, Anlage, Kryptowährungen, In-Game-Items, Payment und Fortbildung umfasst.

Der Ansatz, in zahlreichen Segmenten zugleich zu expandieren, hat sich aber als zu anspruchsvoll erwiesen und die Ressourcen der Gesellschaft überfordert. Zugleich sorgte der zwischenzeitliche starke Einbruch am Markt für Kryptowährungen für Gegenwind. Letztlich konnte daher die Wachstumsstrategie in der bisherigen Form nicht fortgesetzt werden. Im laufenden Jahr wird das Unternehmen zunächst einmal grundlegend restrukturiert, um die Kostenbasis um 60 bis 70 Prozent unter das Niveau aus dem Jahr 2018 zu senken.

Zugleich hat das Management aber eine neue Wachstumsstrategie entwickelt, um den Ausbau des Kundenbestands mit Hilfe von Partnern insbesondere in Märkten außerhalb von Europa zu forcieren. Im Zuge

dessen soll das B2B-Geschäft ausgebaut werden, indem das Social-Investing-Netzwerk kleineren Anbietern aus der Branche (bspw. Tradern, Seminaranbietern) noch stärker als Präsentationsplattform angeboten wird.

Wir sehen durchaus eine gute Ausgangsposition, um die Expansion mit dieser Strategie zu forcieren. Letztlich werden aber erst die nächsten Quartale zeigen, ob die neue Ausrichtung greift. In unserem Modell haben wir weiterhin ab 2020 ein dynamisches Wachstum und eine hohe erreichbare Zielmarge unterstellt, auch wenn wir unsere Schätzungen aufgrund der Zahlen für 2018, die unsere Erwartungen verfehlt haben, und der Managementprognose leicht rückläufiger Handelserlöse in 2019 abgesenkt haben.

Insgesamt resultiert daraus ein fairer Wert von jetzt 1,80 Euro je Aktie (zuvor 2,10 Euro), der das hohe Aufwärtspotenzial zeigt, wenn die neue Strategie Erfolg hat. Da deren Funktionsfähigkeit noch nachgewiesen werden muss – und erst dann positive Kursimpulse zu erwarten sind – bleibt unser Urteil vorerst unverändert „Hold“.

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	112,4	109,1	105,9	102,7	99,6	99,2	99,8	100,4	100,9
1. Immat. VG	110,5	107,3	104,2	101,0	97,8	97,4	97,9	98,3	98,8
2. Sachanlagen	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,4	0,5	0,5
II. UV Summe	11,8	7,2	8,3	10,5	15,1	21,4	29,6	38,1	47,1
PASSIVA									
I. Eigenkapital	119,5	110,9	106,0	104,2	104,6	109,4	116,7	124,1	132,0
II. Rückstellungen	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	0,7	1,0	2,2	2,4	2,6	2,7	2,9	3,0	3,2
2. Kurzfristiges FK	3,1	3,5	5,2	5,8	6,6	7,7	8,9	10,4	12,0
BILANZSUMME	124,2	116,4	114,3	113,4	114,7	120,7	129,5	138,5	148,1

GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026
Umsatzerlöse	16,1	7,5	9,6	13,7	20,3	29,7	37,8	44,6	48,1
Gesamtleistung	17,7	8,4	10,1	14,2	21,3	30,7	38,8	45,6	49,1
Rohertrag	11,2	6,4	8,1	11,5	16,8	24,0	30,3	35,5	38,2
EBITDA	0,3	-4,4	-0,7	2,6	4,7	7,2	10,3	11,8	12,4
EBIT	-4,8	-8,4	-4,7	-1,4	0,7	6,1	10,0	11,4	12,0
EBT	-5,0	-8,5	-5,0	-1,8	0,4	5,7	9,7	11,4	12,1
JÜ (vor Ant. Dritter)	-4,1	-8,5	-5,0	-1,8	0,3	4,9	7,3	7,4	7,9
JÜ	-4,0	-8,5	-5,0	-1,8	0,3	4,9	7,3	7,4	7,9
EPS	-0,10	-0,21	-0,12	-0,04	0,01	0,12	0,18	0,18	0,20

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	-2,9	-3,1	-1,7	1,4	3,6	5,5	7,1	7,1	7,6
CF aus Investition	-2,1	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,9	-0,9	-0,9
CF Finanzierung	0,0	0,7	2,8	0,6	0,7	0,6	0,7	0,7	0,8
Liquidität Jahresanfa.	8,7	3,7	0,5	0,8	2,1	5,6	10,9	17,9	24,8
Liquidität Jahresende	3,7	0,5	0,8	2,1	5,6	10,9	17,9	24,8	32,3

Kennzahlen

Prozent	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026
Umsatzwachstum	25,5%	-53,5%	28,0%	43,1%	48,0%	46,0%	27,4%	17,9%	7,9%
EBITDA-Marge	1,7%	-58,7%	-7,3%	18,6%	22,9%	24,4%	27,1%	26,3%	25,7%
EBIT-Marge	-29,9%	-111,7%	-48,7%	-10,3%	3,4%	20,4%	26,4%	25,7%	25,0%
EBT-Marge	-30,8%	-113,7%	-51,8%	-12,8%	1,8%	19,3%	25,7%	25,5%	25,1%
Netto-Marge (n.A.D.)	-25,1%	-113,7%	-51,8%	-12,8%	1,7%	16,4%	19,3%	16,6%	16,3%

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), 4)

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

II) Erstellung und Aktualisierung

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

An der Erstellung der vorliegenden Finanzanalyse hat mitgewirkt: -

Die vorliegende Analyse wurde am 20.07.2019 um 9:30 Uhr fertiggestellt und am 22.07.2019 um 14:30 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
30.04.2019	Hold	2,10 Euro	1), 3)
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)

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.