

30. Juli 2020
Research-Studie

SMC Research
Small and Mid Cap Research



The NAGA Group AG

Jüngste Zahlen bestätigen starken
Aufwärtstrend

Urteil: Buy (zuvor: Speculative Buy) | Kurs: 2,12 € | Kursziel: 3,40 € (zuvor: 2,50 €)

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

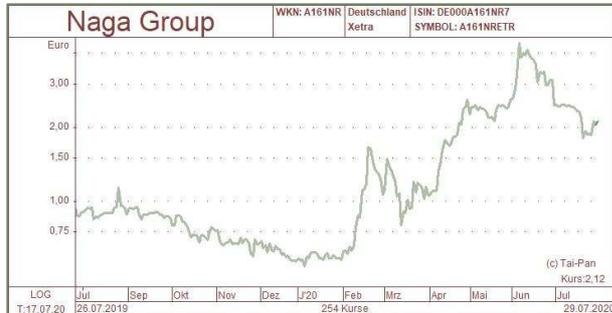
Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

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	12
Zahlen	14
Equity-Story	17
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
Mitarbeiter:	150
Rechnungslegung:	IFRS
ISIN:	DE000A161NR7
Ticker:	N4G:GR
Kurs:	2,12 Euro
Marktsegment:	Scale
Aktienzahl:	42,0 Mio. Stück (nach KE)
Market Cap:	89,1 Mio. Euro
Enterprise Value:	89,0 Mio. Euro
Free-Float:	12,1 % (nach KE)
Kurs Hoch/Tief (12 M):	4,84 / 0,53 Euro
Ø Umsatz (Xetra, 12 M):	55,1 Tsd. Euro

Kurzportrait

Das Management hat die Gesellschaft im letzten Jahr restrukturiert und auf den Betrieb der Finanzplattform NAGA Trader und das Onlinebrokerage ausgerichtet. Damit einhergehend wurden die zuvor sehr breit angelegten Entwicklungsaktivitäten auf die Weiterentwicklung der Kernfunktionalitäten und Bausteine mit hohen Synergien konzentriert, was sich innerhalb einer kurzen Zeit in einer deutlichen Verbesserung der Leistungsparameter der Plattform sowie in einer erheblichen Senkung der Kostenbasis bemerkbar gemacht hat. Zugleich hat der Vorstand eine neue Wachstumsstrategie entwickelt und umgesetzt, deren wesentliche Stoßrichtungen die Erschließung von Märkten außerhalb von Europa sowie die Gewinnung von Partnern für die Plattform darstellen. Inzwischen ist NAGA neben Europa in zahlreichen Ländern Asiens sowie bspw. in Nigeria und Uruguay aktiv und hat 1.500 Partner für die Plattform gewonnen. Der erfolgreiche Start der neuen Strategie ist auch an den Geschäftszahlen ablesbar. Gemäß der kürzlich veröffentlichten Prognose soll der Umsatz in 2020 nach einem starken ersten Halbjahr auf 22 bis 24 Mio. Euro in etwa vervierfacht werden und mit einer hohen EBITDA-Marge von rd. 25 Prozent einhergehen.

GJ-Ende: 31.12.	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Umsatz (Mio. Euro)	12,8	16,1	6,2	22,1	25,7	33,9
EBITDA (Mio. Euro)	2,9	0,3	-9,2	5,7	6,5	9,1
Jahresüberschuss	-2,2	-4,0	-12,0	1,9	2,5	4,2
EpS	-0,05	-0,11	-0,31	0,05	0,06	0,10
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Umsatzwachstum	551,6%	25,5%	-61,4%	255,8%	16,2%	31,8%
Gewinnwachstum	-	-	-	-	31,8%	63,0%
KUV	6,94	5,53	14,33	4,03	3,47	2,63
KGV	-	-	-	46,1	35,0	21,4
KCF	-	-	-	28,0	20,4	15,6
EV / EBITDA	30,9	328,4	-	15,7	13,6	9,7
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Executive Summary

- **Breit aufgestellte Finanzplattform:** NAGA hat eine breit aufgestellte Finanzplattform entwickelt, mit der Nutzer über ein einziges Account in mehr als 750 Märkte und Instrumente investieren können. Das Spektrum reicht von CFDs und ETFs über Aktien und Devisen bis hin zu Kryptowährungen. Ein zentrales Charakteristikum des Angebots sind die innovativen Social-Trading-Funktionalitäten, mit denen auch die Kundengewinnung und der Handel stimuliert werden. Die anfallenden Transaktionen wickelt NAGA über den eigenen, in Zypern ansässigen Broker NAGA Markets ab.
- **Neue Strategie:** Bis zum letzten Jahr hat das Unternehmen versucht, mit großen Lösungen in mehreren Märkten (Klassisches Onlinebrokerage, Kryptomarkt, In-Game-Items) eine führende Stellung zu erobern, was die Kapazitäten überfordert hat. Das mündete im Frühjahr 2019 in eine umfassende Restrukturierung und Neuausrichtung, aus der die heutige Fokussierung auf das Onlinebrokerage und die Plattform NAGA Trader hervorgegangen ist. Für die weitere Expansion des Kerngeschäfts wurde eine neue Wachstumsstrategie entwickelt, die insbesondere den Ausbau des Angebots mit Partnern (NAGA-Pro-Modell) und eine forcierte Internationalisierung mit einem ersten Schwerpunkt in Südostasien umfasst.
- **Börsenvolatilität stimuliert:** Der Corona-Crash im ersten Quartal und der anschließende dynamische Rebound haben für eine anhaltend hohe Volatilität am Kapitalmarkt gesorgt. Das hat die Handelsaktivitäten stark stimuliert, was branchenweit hohe Umsätze bedingte. Der für NAGA wichtige CFD-Markt konnte daraufhin in Europa die Trendwende vollziehen. Im Segment Social-Trading stehen die Zeichen hingegen eher auf Konsolidierung: Mehrere Anbieter wurden inzwischen übernommen und der Branchenpionier Ayondo musste Insolvenz anmelden.
- **Umsatzsprung und hohe Marge:** Während das Geschäftsjahr 2019 mit einem Umsatz von 6,2 Mio. Euro und einem EBITDA-Fehlbetrag von -9,2 Mio. Euro noch stark von der Restrukturierung geprägt war, zeigen sich in der laufenden Finanzperiode bereits erste deutliche Erfolge der neuen Strategie. Das Unternehmen konnte die Erlöse im ersten Halbjahr auf 12,1 Mio. Euro vervielfachen und eine EBITDA-Marge von 30,5 Prozent erwirtschaften. Für das Gesamtjahr wird nun ein Umsatz von 22 bis 24 Mio. Euro anvisiert. Trotz hoher Expansionskosten soll zugleich ein EBITDA von 5,5 bis 6,0 Mio. Euro erzielt werden, gleichbedeutend mit einer operativen Marge von rund 25 Prozent.
- **Große Potenziale:** Das Unternehmen hat inzwischen 1.500 Partner für die Plattform gewonnen und zahlreiche neue Märkte im Ausland erschlossen, – bspw. Thailand, Malaysia, Indonesien und Vietnam in Asien, Uruguay in Südamerika und Nigeria in Afrika – was sich bereits deutlich im Neukunden- und Umsatzwachstum widerspiegelt. Mit dem im Juni erfolgten Markteintritt in China, der zusammen mit dem Partner Horizon Securities und mit Unterstützung des Großaktionärs FOSUN vollzogen wurde, ist kürzlich eine weitere und besonders aussichtsreiche Wachstumsinitiative gestartet. Weitere Impulse verspricht der Launch von NAGA Pay im vierten Quartal.
- **Kursziel angehoben:** Wir haben unsere Wachstumsannahmen für dieses Jahr und die Zeit danach angehoben, womit sich das Kursziel von 2,50 auf 3,40 Euro erhöht hat. Wegen des attraktiven Kurspotenzials und eines gesunkenen Prognoserisikos stufen wir die Aktie von „Speculative Buy“ auf „Buy“ hoch.

SWOT-Analyse

Stärken

- Versiertes Managementteam mit hoher Kompetenz in den Bereichen FinTech und Brokerage.
- Breit aufgestellte und technologisch ausgereifte Finanzplattform mit hohem Cross-Selling-Potenzial und hervorragender Skalierbarkeit dank weitreichender Automatisierung.
- Internationalisierung schon weit fortgeschritten: Plattform ist in zehn Sprachen verfügbar, auch die Erlösbasis ist international breit diversifiziert.
- In kurzer Zeit wurde ein breites Partnernetzwerk mit mehr als 1.500 Mitgliedern aufgebaut.
- Chinesischer Konzern FOSUN als Ankeraktionär.
- Turnaround nach Restrukturierung eindrucksvoll geschafft.

Chancen

- Der Fokus richtet sich jetzt klar auf die Kundengewinnung und die Steigerung der Handelserlöse. Die Umsetzung der neuen Wachstumsstrategie im Ausland ist sehr vielversprechend angelaufen und bietet noch großes Potenzial.
- Insbesondere den Markteintritt in China in Zusammenarbeit mit einem lokalen Partner und mit Unterstützung von Großaktionär FOSUN stufen wir als aussichtsreich ein.
- Nachdem der Umsatzsprung im ersten Halbjahr 2020 bereits zu einer EBITDA-Marge von über 30 Prozent geführt hat, bietet ein fortgesetztes Wachstum die Chance für stark steigende Gewinne.
- Mit NAGA Pay adressiert das Unternehmen zu geringen Kosten neue Kundensegmente und könnte so die Kundenakquise weiter stimulieren.
- Erfolgreiche Banking-FinTechs sind hoch bewertet. Etabliert sich NAGA in diesem Bereich, bietet das Neubewertungspotenzial für die Equity-Story.

Schwächen

- Umsatz und Profitabilität hängen stark von den Handelsaktivitäten ab, die wiederum durch die Kapitalmarktentwicklung determiniert werden. Die Gesellschaft hat darauf nur begrenzten Einfluss.
- Sehr hoher Anteil der immateriellen Vermögenswerte in der Bilanz (fast 92 Prozent).
- Als FinTech-Anbieter operiert NAGA in einem komplexen Regulierungsumfeld.
- Abhängigkeit von einer kleinen Führungsmannschaft, insbesondere von Gründer Bilski.
- Handelserlöse können einen negativen Saldo aufweisen, soweit einzelne Geschäfte zu Verlusten führen.

Risiken

- Die starken Zahlen des ersten Halbjahrs könnten durch die sehr positiven Marktbedingungen überzeichnet gewesen sein. Erst in den nächsten Quartalen wird sich zeigen, wie die Wachstumsstrategie in „normalen“ Marktlagen funktioniert.
- Die gleichzeitige Expansion in zahlreichen außer-europäischen Märkten bedingt eine erhöhte Komplexität und zahlreiche länderspezifische Risiken.
- Entwickelt sich das Brokerage-Geschäft nicht wie geplant, kann das zu erheblichen Goodwill-Abschreibungen führen.
- Eine verschärfte Regulierung der Finanzindustrie oder speziell der FinTechs 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 und im Juli 2017 an der Börse eingeführt, die Aktie notiert im Segment Scale der Frankfurter Börse. Der Name des Unternehmens ist der schärfsten Chili („Naga“) entliehen und steht symbolisch für den disruptiven Ansatz der Gesellschaft. Die Hanseaten haben sich zum Ziel gesetzt, innovative Technologien für die Finanzindustrie – Stichwort Financial Technology, kurz FinTech – zu entwickeln und mit deren Markteinführung tradierte Praktiken und Geschäftsmodelle zu ersetzen. Im Zentrum der Aktivitäten steht die innovative Finanzplattform NAGA Trader, die eine Vielzahl von Finanzdienstleistungen in einem einzigen Angebot vereint und somit ein starkes Alleinstellungsmerkmal aufweist. Den Schwerpunkt stellt dabei das Onlinebrokerage für verschiedene Assetklassen und Märkte dar. Dementsprechend generiert das Unternehmen Erlöse im Wesentlichen aus Handelserträgen und Transaktionsgebühren. Abgewickelt werden die Geschäfte über den eigenen Broker NAGA Markets. Die hundertprozentige Tochter mit Sitz in Zypern ist die wesentliche operative Einheit und verfügt über die notwendige europäische Zulassung als Wertpapierhandelsbank von den zypriotischen Aufsichtsbehörden.

Restrukturierung und Fokussierung

Bis zur Neuausrichtung im letzten Jahr war NAGA noch breiter aufgestellt: Die Gaming-Industrie wurde mit einer eigenen Handelsplattform für InGame-Items adressiert und der Markt für Kryptowährungen zählte zu den Expansionsschwerpunkten. Im Rahmen dessen wurde mit dem externen Partner NAGA Development Association Ltd. (NDAL) ein Initial Token Sale durchgeführt und der NAGA Coin (NGC) eingeführt, der auch heute noch in den verbliebenen Kryptoangeboten des Unternehmens (NAGA Wallet, NAGA Exchange) genutzt werden kann. Die rasche Ausweitung des Leistungsangebots für verschiedene Märkte hat die Ressourcen der Gesellschaft aber letzt-

lich überfordert und führte im letzten Jahr zu einer Fokussierung auf das Kernangebot sowie einer einschneidenden Restrukturierung, die auch mit einem deutlichen Personalabbau und weiteren Maßnahmen zur Reduktion der Fixkosten einherging. Im Zuge dessen wurde auch der Vorstand umgebaut. Im April 2019 ist Mitgründer und Großaktionär Yasin Qureshi aus dem Gremium ausgeschieden und an die Spitze des neu gegründeten Beirats gewechselt. Vorübergehend wurde NAGA danach von einem zweiköpfigen Vorstand, bestehend aus Mitgründer und CEO Benjamin Bilski sowie Andreas Luecke als Head of Legal geführt. Im November wurde das Team mit dem CEO der Tochter NAGA Markets, Michalis Mylonas, komplettiert, der seitdem das regulatorische Ressort und den Bereich Finanzen verantwortet.

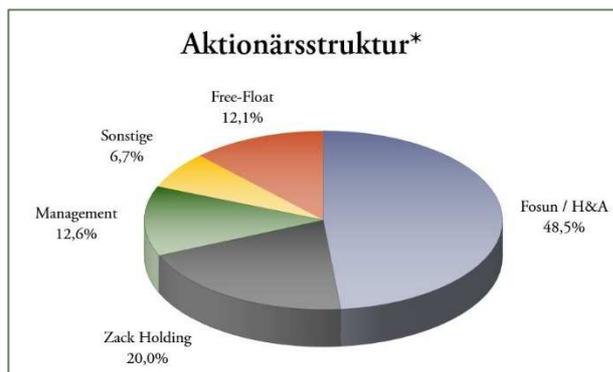
NAGA-Töchter	Anteil
NAGA Markets Ltd.	100 %
Naga Technology GmbH	100 %
Naga Virtual GmbH	100 %
Hanseatic Brokerhouse Securities AG (HBS)	72,16 %
Naga Brokers GmbH	72,16 %
Naga Global Ltd. (St. Vincent & Grenadien)	100 %
NAGA GLOBAL (CY) LTD (Zypern)	100 %
NAGA CAPITAL (NG) LTD (Nigeria)	99 %
NAGA FINTECH CO. LTD (Thailand)	100 %

Quelle: Unternehmen

Gestraffte Organisation

Mit der Restrukturierung wurde auch die Konzernorganisation umgebaut und gestrafft. Die Schließung von Büros in Spanien und Deutschland ging mit einer Zentralisierung der operativen Aktivitäten in Zypern einher. Die Kerngesellschaften neben der AG sind nun der Broker NAGA Markets und die Softwaretochter Naga Technology (auf die weitere Entwicklungsgesellschaften per 1.1.2019 verschmolzen wur-

den). Des Weiteren zählen die mehrheitlich übernommene HBS (mit ihrer Tochter Naga Brokers) sowie Naga Virtual, die sich für den aktuell nicht weiter forcierten Aufbau der Handelsplattform für In-Game-Items verantwortlich zeigt, nach wie vor zum Portfolio. Außerdem wurden mehrere Gesellschaften zur Umsetzung der internationalen Expansion gegründet. Von der Easyfolio GmbH, die noch Ende 2019 vollständig im Besitz von NAGA war, hat sich das Unternehmen dagegen inzwischen getrennt.



Quelle: Unternehmen, eigene Berechnungen (*hypothetisch nach Abschluss KE bei Vollplatzierung und Umplatzierung FOSUN/Management, aber vor Wandlung der Anleihe)

FOSUN baut Anteil aus

Die Umbaumaßnahmen wurden auch von Verschiebungen in der Aktionärsstruktur begleitet. Der chinesische Großaktionär FOSUN, der direkt und über die Tochter Hauck & Aufhäuser (H&A) bei NAGA engagiert ist, hat im letzten Spätsommer angekündigt, seine Position durch die Übernahme von Anteilen anderer Aktionäre um 17,2 Prozentpunkte auf 50,7 Prozent zu erhöhen. Im Rahmen dessen haben die Chinesen auch 3 Mio. Euro als Gesellschafterdarlehen bereitgestellt die Zeichnung einer Wandelanleihe im Volumen von 2 Mio. Euro zugesagt. Ferner wurde vereinbart, dass das NAGA-Management ebenfalls Aktien von anderen Altaktionären erwirbt und dass sich im Anschluss Aktionäre mit einem kumulierten Anteil von etwa 90 Prozent einer Haltefrist von drei Jahren unterwerfen. Da sich die finale Genehmigung der Mehrheitsübernahme durch FOSUN länger hingezogen hat und erst Mitte dieses Jahres erfolgt ist, konnten die Aktienumplatzierungen noch nicht vollzogen werden, was aber in Kürze erfolgen soll. Zuvor

wurde aber nun bereits eine Kapitalerhöhung um 1,85 Mio. Aktien abgeschlossen, mit der sich der Freefloat von 8,1 auf 12,1 Prozent erhöht hat (zu den Details der KE siehe Kapitel „Zahlen“). FOSUN und H&A bleiben damit auch nach dem Abschluss ihrer Zukäufe zunächst unter 50 Prozent, was sich mit der Wandlung der Anleihe aber wieder ändern würde. Die Zack-Holding von Yasin Qureshi fällt mit Abschluss der Kapitalmaßnahme auf rund 20 Prozent und das Management auf 12,6 Prozent, wobei der Abschluss der Zukäufe durch das Management dabei bereits berücksichtigt ist.

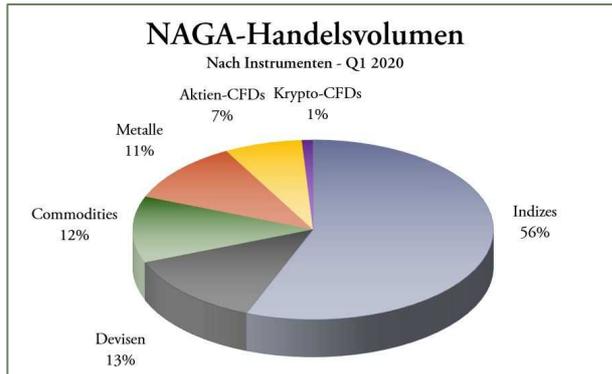
Starke technologische Basis

Der Nukleus des NAGA-Angebots ist eine eigene Software, die von Vorstand Bilski mitentwickelt und im Mai 2016 mit der Swipy Technology GmbH (heute: Naga Technology GmbH) eingebracht 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.

Umfangreiches Leistungsangebot

Die auf der Software basierende App NAGA Trader wurde durch die Entwicklung weiterer Bausteine schrittweise zu einer Finanzplattform mit umfangreichen Funktionalitäten ausgebaut und fungiert als Wachstumstreiber für das Brokeragegeschäft. Das Unternehmen bietet inzwischen die Möglichkeit, über ein einziges Account in 750 Märkte und Instrumente zu investieren. Zum Angebot zählen insbesondere CFDs, aber auch Aktien, ETFs, Devisen und Kryptowährungen. Inzwischen haben sich rund 600 Tsd. Personen aus über 120 Ländern in der NAGA-Community registriert, während der Broker rund 30 Tsd. Konten mit Guthaben führt. Neben der breiten Angebotspalette, der Echtzeit-Orderausführung und der Nutzungsmöglichkeit über Smartphones, den Webbrowser oder spezielle Handelssoftware (bspw. MetaTrader) sieht das Unternehmen vor allem die

Social-Media-Funktionalitäten als großen Vorteil der Lösung an. Auf der Plattform können Nutzer ein umfangreiches Kontaktnetzwerk aufbauen, den Track-Record von anderen Tradern einsehen und die Transaktionen von erfolgreichen Akteuren einfach und kostenlos kopieren. Inzwischen werden bereits etwa 60 Prozent des Umsatzes mit der Kopierfunktion generiert.



Quelle: Unternehmen

Dynamische Entwicklung

Im ersten Quartal dieses Jahres entfiel mehr als die Hälfte der Erlöse von NAGA auf den Handel von Kunden mit indexbasierten Produkten (siehe Grafik), gefolgt von den Bereichen Devisen, Commodities und Metalle. Dabei waren im Durchschnitt mehr als 7.200 Kunden aktiv, was einer Steigerung zum Vorjahr um 42 Prozent und zum Vorquartal um 25 Prozent entsprach. Der durchschnittliche Quartalsumsatz je aktivem Kunden bewegte sich mit zuletzt 971 Euro ebenfalls weit über den vorherigen Referenzwerten (+1.307 Prozent ggü. Q1 2019 und +117 Prozent ggü. Q4 2019). Neben vorteilhaften Marktbedingungen ist diese Dynamik vor allem auf die erfolgreiche Adjustierung der Strategie im letzten Jahr zurückzuführen (siehe nächstes Kapitel).

Strategie

Fokussierung

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. Der sehr breite Ansatz 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. Daher erfolgte im letzten Jahr eine Fokussierung auf die Kernelemente des Angebots, das Social Trading und das Onlinebrokerage, sowie synergetische Add-ons.

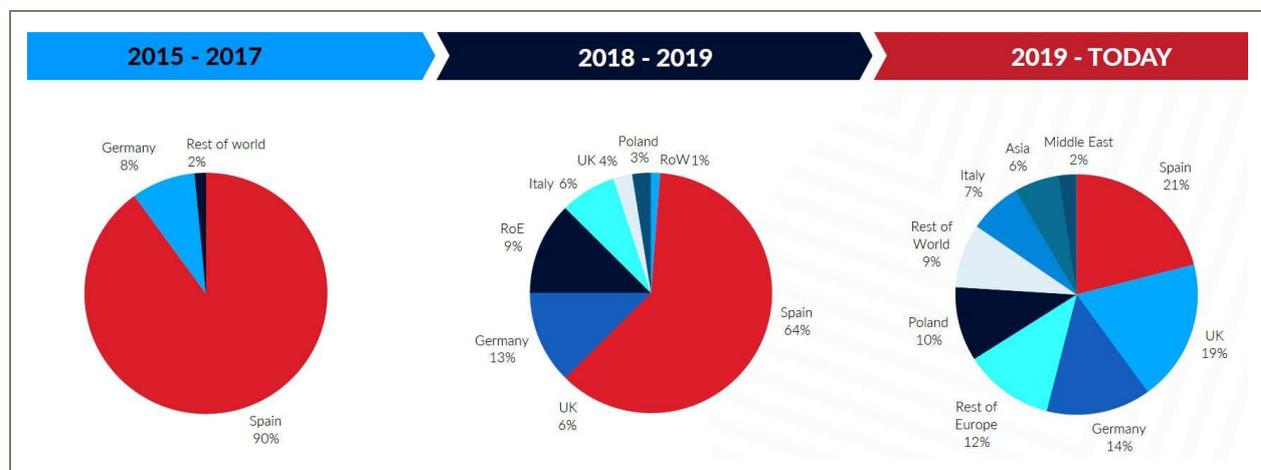
Positionierung als Discountbroker

Dank der Fokussierung auf ein Onlineangebot und stark automatisierter Prozesse kann NAGA Markets günstige Konditionen anbieten und hat sich somit als Discountbroker positioniert, der über eine sehr gut skalierbare Plattform verfügt. Auf dieser Basis verspricht ein Ausbau des Kundenstamms hohe Margen und damit ein dynamisches Gewinnwachstum. Die

Kundenakquise ist daher eine zentrale Säule der Wachstumsstrategie und wird vom Management mit einer konsequenten Internationalisierung der App und einem Ausbau der angebotenen Leistungen durch die Einbindung von Partnern vorangetrieben.

Wachstumsschwerpunkt in Südostasien

Schon heute bedient NAGA Kunden aus vielen verschiedenen Ländern, die Plattform ist bereits in zwölf Sprachen verfügbar. Die Wachstumsinitiativen konzentrieren sich aktuell auf Regionen mit einer liberaleren Regulierung als in der EU, dabei steht insbesondere Südostasien im Mittelpunkt. Das Unternehmen hat in den letzten anderthalb Jahren diverse Märkte neu erschlossen – bspw. Thailand, Malaysia, Indonesien und Vietnam in Asien, Uruguay in Südamerika und Nigeria in Afrika – und dafür zum Teil auch Tochtergesellschaften vor Ort gegründet. Nicht zuletzt dank der Unterstützung durch FOSUN liegt ein besonderes Augenmerk aktuell auch auf China. Die Expansion im Reich der Mitte wird seit Juni dieses Jahres über den Partner Horizon Securities vorangetrieben, an dem sich NAGA mit 20 Prozent beteiligt hat. Horizon nutzt die Plattform der Hanseaten auf White-Label-Basis und erhält dafür eine branchenübliche umsatzabhängige Vergütung. Der Partner ist

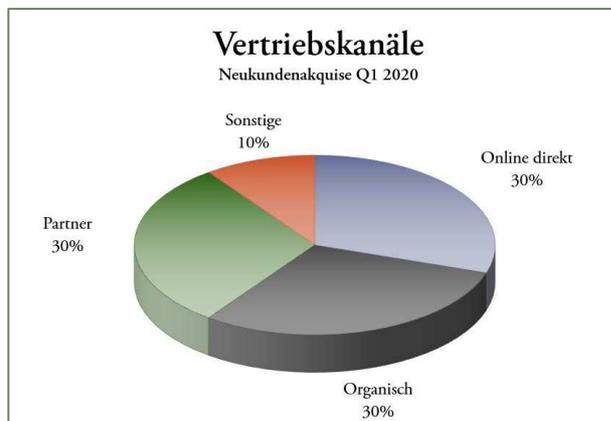


Entwicklung der geografischen Umsatzverteilung; Quelle: Unternehmen

verantwortlich für die Bereiche Marketing und Vertrieb, Kundensupport sowie die Organisation des Geschäfts.

Diversifikation nimmt zu

In der regionalen Erlösverteilung sind bereits erste Erfolge deutlich erkennbar. Nachdem der Umsatz in den Anfangsjahren fast ausschließlich in Spanien und Deutschland generiert wurde, stammt er inzwischen aus einer Vielzahl von Ländern, von denen keines mehr eine dominante Rolle spielt (siehe Grafik auf der Vorseite). Der Anteil Asiens bewegte sich 2019 noch auf einem relativ niedrigen Niveau, liegt aber in der laufenden Periode schon deutlich höher.



Quelle: Unternehmen

Mehrgleisiges Onlinemarketing

Für die internationale Expansion hat das Unternehmen eine digitale Marketinginfrastruktur entwickelt, auf die zur Erschließung neuer Länder zurückgegriffen werden kann. Diese beruht im Wesentlichen auf drei Säulen: Das direkte Onlinemarketing über die üblichen Kanäle (Google, Facebook, etc.), die Kundengewinnung über Partner und die organische Neukundengewinnung etwa über Empfehlungen aus der eigenen Community heraus. Im ersten Quartal dieses Jahres waren die drei Bereiche für jeweils rund 30 Prozent der neu gewonnenen Nutzer verantwortlich (siehe Grafik). Das Gesamtpaket ermöglicht aus Sicht des Managements im Branchenvergleich unterdurchschnittliche Kundengewinnungskosten, zumal inzwischen auf teure und wenige zielscharfe Sponsoringak-

tivitäten, wie in der Vergangenheit beispielsweise für den HSV, verzichtet wird.

Einbindung von Partnern

Ein weiterer wichtiger Baustein der Expansionsstrategie ist die Gewinnung zahlreicher Partner, mit denen das Content-Angebot auf der Plattform qualitativ hochwertig erweitert werden kann. Zu diesem Zweck hat das Unternehmen das NAGA-Pro-Modell initiiert, das Tradern und ähnlichen Marktakteuren eine traffic-starke Plattform für die Präsentation ihrer Aktivitäten bietet. Sofern ein Anbieter die von NAGA definierten Kriterien für eine Aufnahme als Pro-Partner erfüllt, bietet das Unternehmen diesem eine monatliche Basisvergütung sowie einen Rückgriff auf ein umfangreiches Leistungspaket an, das u.a. einen privilegierten Zugang zu der großen Community und die Nutzung zahlreicher Tools umfasst (Handels- und Tradingtools, Messenger, Copy-Funktion, Webinar-system etc.). NAGA selbst profitiert von der kostengünstigen Ausweitung des Contents und einer Stimulierung der Handelsaktivitäten.

Starke Resonanz

Der Trading-Markt ist aktuell noch stark zersplittert mit einer Vielzahl kleinerer Anbieter, die alle eigene Strukturen unterhalten, was mit relativ hohen Kosten verbunden ist. Der Rückgriff auf eine etablierte Plattform mit einer großen Nutzerbasis ermöglicht so eine Absenkung der Kundengewinnungskosten und eine höhere Effizienz, außerdem kann der eigene Overhead reduziert werden. Aus diesen Gründen stößt das NAGA-Pro-Modell, das vom Unternehmen selbst als „Platform-as-a-Service“-Modell bezeichnet wird, seit der Einführung auf eine hohe Resonanz. Inzwischen konnten die Hanseaten rund 1.500 Partner für NAGA Trader gewinnen. Und auch der wirtschaftliche Erfolg ist beachtlich. Gemäß einer Unternehmensmeldung aus dem Mai waren in diesem Jahr in Asien und Polen gestartete Pro-Pilotprojekte nach relativ kurzer Zeit bereits für 30 Prozent des Gesamtumsatzes der Gesellschaft verantwortlich.

Innovation und synergetische Lösungen

Das Unternehmen beschränkt sich aber keineswegs auf eine Erweiterung des Contents und die internationale Vermarktung der Plattform, vielmehr wird weiterhin ein großer Schwerpunkt auf die kontinuierliche Verbesserung der Funktionalitäten sowie auf eine synergetische Ergänzung der angebotenen Dienstleistungen gelegt. Ablesbar ist das an dem hohen Entwicklungsaufwand, der sich im letzten Jahr auf 1,7 Mio. Euro oder 27,5 Prozent der Erlöse belief. Umgesetzt wird die Produktentwicklung maßgeblich im Rahmen einer engen Zusammenarbeit mit einer Programmierfirma aus Bosnien. Daraus hervorgegangen ist beispielsweise nach einer rund 16-monatigen Entwicklungsphase die App-Ergänzung NAGA Stocks, die europäischen Kunden seit diesem Jahr den gebührenfreien Aktienhandel mit mehr als 400 Blue-Chips an neun globalen Börsen bietet.

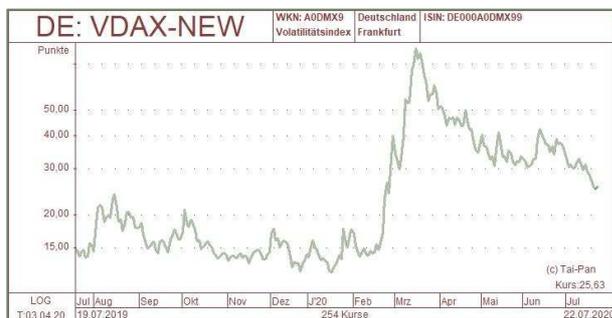
Nächster großer Schritt: NAGA Pay

Als nächste große Erweiterung steht im vierten Quartal die Einführung der Bezahlösung NAGA Pay an. Durch die im Februar 2019 eingeführte NAGA Card (auf Mastercard-Basis) verfügt NAGA bereits über ein erstes Angebot im Bereich des Zahlungsverkehrs, das nun um zentrale Banking-Funktionen erweitert werden soll. Geplant sind insbesondere Echtzeit-Geldtransfers, wobei dafür auf die Infrastruktur aus den Kryptoaktivitäten zurückgegriffen werden soll. Das Unternehmen geht davon aus, damit weitere attraktive Kundensegmente ansprechen und so das Wachstum zu günstigen Kundenakquisitionskosten stimulieren zu können. Und nicht zuletzt wird das Angebot damit sinnvoll ergänzt und zu einer integrierten Lösung für die Bereiche Investment, Social Trading und Banking ausgebaut.

Marktumfeld

Volatilität als Treiber

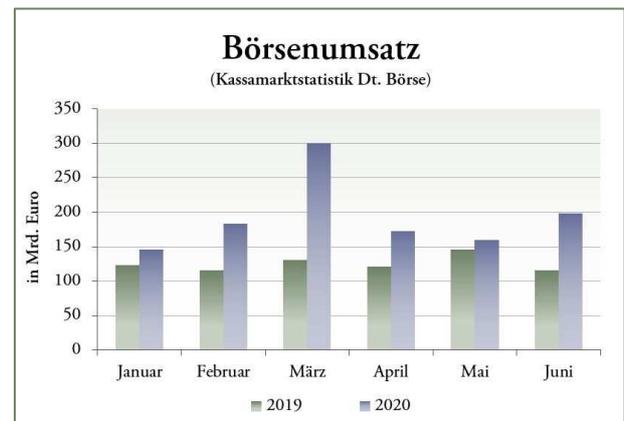
Die Einnahmen von NAGA stammen in erster Linie aus dem Onlinebrokerage und hängen damit von den Handelsaktivitäten der Kunden ab, die wiederum stark von den Kursschwankungen an den Märkten determiniert werden. Je höher die Volatilität am Kapitalmarkt, umso größer fällt üblicherweise das Orderaufkommen aus. In dieser Hinsicht war das erste Halbjahr 2020 außergewöhnlich. Die Corona-Krise hat für einen massiven Kurseinbruch gesorgt, auf den eine dynamische Erholung folgte. Das ging mit einem starken Anstieg der Volatilität einher, die sich auch nach der steilen Erholungsrally bis heute weiter auf einem relativ hohen Niveau bewegt. Die nachfolgende Grafik, in der die Entwicklung des von der Deutschen Börse berechneten Index der impliziten Volatilität des DAX (VDAX new) abgebildet ist, verdeutlicht dies.



Sehr positive Marktbedingungen

Das Handelsaufkommen bei der Deutschen Börse ist infolgedessen im ersten Halbjahr drastisch gestiegen. Die Kassamarktstatistik (basierend auf Xetra, Frankfurt und Tradegate) weist für den Zeitraum Januar bis Juni einen Umsatzzanstieg um 54 Prozent auf 1,16 Bio. Euro aus, wobei der März (+131 Prozent) und der Juni (+71 Prozent) herausragen (jeweils gegenüber Vorjahr, siehe nachfolgende Grafik). Das Vergleichsjahr 2019 bewegte sich demgegenüber leicht, um -4,5 Prozent, unter dem langjährigen Durchschnitt seit 2011. Die Zahlen der börsennotierten deutschen Wettbewerber im Onlinebrokerage bestätigen das. So konnte Flatex die Zahl der Transaktionen in den ers-

ten sechs Monaten um 127 Prozent auf 13,1 Mio. Stück steigern, während Comdirect die Zahl der ausgeführten Orders um rd. 113 Prozent auf 24,7 Mio. Stück ausweitete (Quelle: Flatex, Comdirect).



Quelle: Deutsche Börse

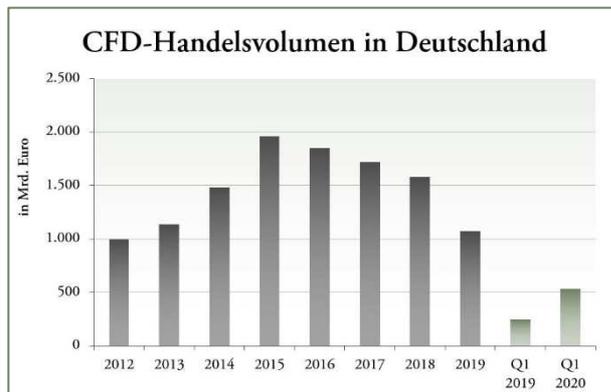
CFDs: Europa seit 2018 stärker reguliert

Zu den Kernbereichen im Brokerage von NAGA zählt der CFD-Markt. Obwohl die Gesellschaft das Geschäft auf anderen Kontinenten in jüngster Zeit stark ausgebaut hat, hatte der europäische Markt zumindest in 2019 noch ein hohes Gewicht. Im Trend war das Handelsvolumen in Europa in den letzten Jahren rückläufig. Eine zentrale Rolle spielte dabei in jüngster Zeit eine Verschärfung der Regulierung von Seiten der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) im August 2018. Damals sind diverse Anpassungen für den Handel mit Differenzkontrakten in Kraft getreten, die u.a. Einschränkungen für Werbemaßnahmen und die angebotenen Hebel in einzelnen Assetklassen zum Gegenstand hatten. Außerdem wurde es untersagt, Produkte für Privatanleger mit einer Nachschusspflicht zu kombinieren.

Einbruch und erste Erholung

Die Maßnahmen haben zu einem starken Rückgang des Handelsvolumens im Jahr 2019 geführt. Beispielsweise sei der deutsche Markt angeführt, der um fast ein

Drittel auf 1,07 Mrd. Euro zurückgegangen ist. Gegenmaßnahmen der Anbieter und die vorteilhafte hohe Marktvolatilität haben im ersten Quartal 2020 dann aber zu einer Trendwende mit einem Wachstum des Handelsvolumens um 117 Prozent auf 533,5 Mrd. Euro geführt (siehe Abbildung). Mit einem Anteil von 91 Prozent entfällt nach wie vor ein Großteil der Umsätze auf Aktienindizes, gefolgt von Devisen (5,5 Prozent) und Rohstoffen (2,4 Prozent) (Datenquelle: CFIN/CFD-Verband).



Quelle: CFIN/CFD-Verband

Geschäftszahlen sehr volatil

Die Marktentwicklung zeigt sich entsprechend in den Erlöszahlen der börsennotierten CFD-Branchenschwergewichte IG Group, Plus500 und CMC Markets. Alle drei Anbieter mussten im Jahr 2019 (bzw. im Fall von IG und CMC im gebrochenen Geschäftsjahr 2018/19) einen starken Einbruch der Handelserlöse hinnehmen, und zwar um -16,2 Prozent (IG), -51 Prozent (Plus500) und -22 Prozent (CMC). Danach setzte aber die Erholung ein, die von der hohen Volatilität im ersten Quartal dieses Jahres noch einmal stark beflügelt wurde, so dass IG und CMC im Geschäftsjahr 2019/20 beim Umsatz wieder um 36 Prozent auf 649 Mio. GBP bzw. um 96 Prozent auf 246

Mio. GBP zugelegt haben. Plus500 hat bereits Halbjahreszahlen für 2020 vorlegt und die Erlöse in diesem Zeitraum von 148 Mio. Pfund auf 564 Mio. Pfund vervielfacht (Datenquelle: IG, Plus500, CMC).

Social Trading: Branchenkonsolidierung

Aufgrund der umfangreichen Social-Trading-Elemente der NAGA-Plattform zählen nicht nur Onlinebroker und CFD-Spezialisten zu den Hauptkonkurrenten der Gesellschaft, sondern auch die großen Player im Social-Trading-Markt. Auch für diese Branche war das CFD-Geschäft von Anfang an eine wichtige Einnahmequelle, weswegen die verschärfte Regulierung in Europa den Druck auf die Anbieter erhöht hat und mitverantwortlich für die Branchenkonsolidierung ist, die in jüngster Zeit zu beobachten war. Inzwischen wurden zahlreiche Start-ups aus dem Sektor übernommen. Der deutsche Branchenpionier Ayondo musste nach einem starken Rückgang der Zahl der aktiven Nutzer und der Umsätze im letzten Jahr sogar Insolvenz anmelden.

Bekannte Adressen haben sich behauptet

Weiter zulegen konnte hingegen Marktführer eToro, der bereits 2010 gestartet ist und im Mai mehr als 13 Mio. registrierte Nutzer vermelden konnte. Dabei profitierte das Unternehmen auch im hohen Maße von den positiven Marktbedingungen in diesem Jahr und konnte die Zahl der Neukunden, die erstmals eine Einlage getätigt haben, in den ersten vier Monaten von 2020 um 427 Prozent im Vergleich zum Vorjahr steigern. Ebenfalls behauptet haben sich bspw. das Branchen-Urgestein ZuluTrade sowie die hierzulande sehr erfolgreiche Plattform wikifolio. NAGA wird in dem Kontext von Branchenexperten als ambitionierter Angreifer bewertet („eToro 3.0“), der den Vorsprung des Platzhirsches eToro in vergleichsweise kurzer Zeit aufholen will (Quelle: trading-treff.de).

Zahlen

Token Sale als Umsatztreiber

Nach der Gründung im Jahr 2015 hat NAGA die angebotenen Leistungen in einem rasanten Tempo ausgeweitet und damit auch die Erlöse stark gesteigert, bis auf 16,1 Mio. Euro im Geschäftsjahr 2018. Ein großer Treiber waren dabei die Einnahmen aus dem Token Sale von NDAL. NAGA hat für die Gesellschaft im Anschluss Lösungen im Bereich der Kryptowährungen (NAGA Wallet und NAGA Exchange) entwickelt, betrieben und vermarktet und ist dafür entsprechend entlohnt worden. Daher wurden im Jahr 2018 allein 8 Mio. Euro mit solchen Dienstleistungen erlöst. Weitere Einnahmen in Höhe von 4,7 Mio. Euro, die als sonstige betriebliche Erträge verbucht wurden, resultierten vor allem aus der Weiterbelastung von direkten Aufwendungen für NGC, Wallet und Exchange an NDAL. Demgegenüber beliefen sich die Handelserlöse aus dem eigenen Brokeragegeschäft im Jahr 2018 auf 7,7 Mio. Euro. Wegen der hohen Entwicklungs- und Vermarktungskosten waren die Aktivitäten auf EBITDA-Ebene insgesamt aber nur minimal profitabel.

Geschäftszahlen	2018	2019	Änderung
Umsatz	16,1	6,2	-61,4%
- Handelserlöse	8,1	4,2	-48,0%
- Dienstleistungen	8,0	2,0	-75,0%
EBITDA	0,3	-9,2	-
EBIT	-4,8	-12,2	-
Nettoergebnis	-4,3	-12,0	-

In Mio. Euro bzw. Prozent; Quelle: Unternehmen

Erwartungen nicht erfüllt

Da der Markt für Kryptowährungen nach dem Peak Ende 2017 massiv eingebrochen ist, haben Wallet und Exchange die Erwartungen nicht erfüllt, so dass den hohen Investitionen keine adäquaten Einnahmen gegenüberstanden. Damit ist die Liquidität von NDAL stark zurückgegangen, weshalb NAGA die Dienstleistungen für die Gesellschaft stark reduziert hat und so

im letzten Geschäftsjahr nur noch Erlöse aus diesem Bereich in Höhe von 2,0 Mio. Euro erzielt hat. Der starke regulatorische Gegenwind im CFD-Bereich in Europa und die zu geringe Fokussierung der Gesellschaft auf die Vermarktung des Brokerage-Kerngeschäfts führten zugleich dazu, dass die Handelserlöse um 48 Prozent auf 4,2 Mio. Euro eingebrochen sind. Insgesamt lag der Umsatz von NAGA im Jahr 2019 mit 6,2 Mio. Euro weit unter dem Vorjahreswert.

Erste Effekte der Restrukturierung

Das Management hat darauf aber frühzeitig reagiert und bereits im April 2019 eine umfassende Restrukturierung eingeleitet, die u.a. einen deutlichen Personalabbau zum Gegenstand hatte. Die Zahl der durchschnittlich beschäftigten Mitarbeiter ist daher im Gesamtjahr von 92 auf 75 (jeweils gerundet) zurückgegangen. Trotz der damit verbundenen Abfindungszahlungen konnte der Personalaufwand von 6,8 auf 4,6 Mio. Euro reduziert werden. Fortschritte sind ebenfalls bereits in den sonstigen betrieblichen Aufwendungen sichtbar geworden, die trotz der Sonderbelastungen aus der Restrukturierung von 5,5 auf 4,8 Mio. Euro zurückgegangen sind, obwohl allein 1,3 Mio. Euro für Rechts- und Beratungskosten angefallen sind.

Ergebnis in 2019 stark negativ

Dennoch reichte das bei Weitem nicht aus, um die negativen Effekte der stark gesunkenen Erlöse zu kompensieren. Auch fehlte 2019 der positive Ergebnisbeitrag der sonstigen betrieblichen Erträge, die sich von 4,6 auf 0,2 Mio. Euro reduziert haben, weil keine weiteren Leistungen für NDAL eingekauft und weiterbelastet wurden (womit aber keine Kosten für zu diesem Zweck bezogene Leistungen angefallen sind, die sich 2018 noch auf 2,9 Mio. Euro belaufen hatten). Außerdem wurde wegen der Liquiditätssituation von NDAL eine Wertberichtigung auf bestehende Forderungen in Höhe von 1,4 Mio. Euro durchge-

führt. In Summe führten die Effekte zu einem stark negativen EBITDA von -9,2 Mio. Euro (ggü. +0,3 Mio. Euro im Vorjahr). Nach Abzug der hohen Abschreibungen (3,0 Mio. Euro), die vor allem auf die eingebrachte Software und auf aktivierte Entwicklungskosten anfallen, belief sich das EBIT auf -12,2 Mio. Euro (Vorjahr: -4,8 Mio. Euro) und das Nettoergebnis nach Anteilen Dritter auf -12,0 Mio. Euro (Vorjahr: -4,3 Mio. Euro).

Immaterielle VG prägen Bilanz

Das Bilanzbild war trotzdem auch zum Jahresende 2019 bei einer Bilanzsumme von rund 119 Mio. Euro noch von einer hohen Eigenkapitalquote (88,5 Prozent) geprägt, der aber auf der Aktivseite immaterielle Vermögensgegenstände in Höhe von 108,8 Mio. Euro gegenüberstanden, die sich vor allem aus dem im Rahmen der Übernahme der Gesellschaft HBS gebildeten Geschäfts- und Firmenwert (94,7 Mio. Euro), dem fortgeführten Buchwert aus der eingebrachten Software (9,1 Mio. Euro) und den aktivierten Entwicklungsleistungen (2,6 Mio. Euro) zusammensetzen.

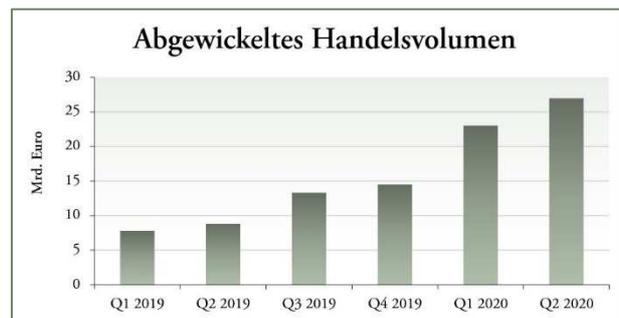
Wachstumsfinanzierung von FOSUN

Die Summe aus dem operativen Cashflow (-2,4 Mio. Euro, Vorjahr: -2,9 Mio. Euro) und dem Investitions-Cashflow (-1,0 Mio. Euro, Vorjahr: -2,2 Mio. Euro) war auch in 2019 mit -3,4 Mio. Euro (Vorjahr: -5,0 Mio. Euro) deutlich negativ, was im Jahresverlauf zu einem akuten Finanzierungsbedarf führte. Dieser wurde von Großaktionär FOSUN mit einem Gesellschafterdarlehen in Höhe von 3 Mio. Euro gedeckt, das maßgeblich für den positiven Finanzierung-Cashflow in Höhe von 2,9 Mio. Euro verantwortlich war. Die Chinesen haben zudem die Zeichnung einer Wandelanleihe im Umfang von 2 Mio. Euro zugesagt. Gemäß der im zugrundeliegenden HV-Beschluss aus dem Jahr 2017 festgehaltenen Bedingungen wird der Wandlungspreis mindestens 80 Prozent des Börsenkurses zum Zeitpunkt der Ausgabe betragen und darf 1,00 Euro je Aktie nicht unterschreiten. Zum Jahresende 2019 betrug die ausgewiesene Liquidität von NAGA 3,2 Mio. Euro (Vorjahr: 3,7 Mio. Euro), wobei für rund 2,9 Mio. Euro davon eine Verfügungsbeschränkung gilt, weil die Mittel bei Partnern im Wert-

papierhandel (Liquidity Provider) als Sicherheit hinterlegt sind.

Dynamischer Start...

Dank der Wachstumsfinanzierung konnte NAGA schon in der zweiten Jahreshälfte 2019 den Roll-out der adjustierten Expansionsstrategie starten, was sich in den operativen Kennzahlen bereits deutlich positiv bemerkbar gemacht hat. Die Zahl der abgewickelten Echtgeldtransaktionen und das Handelsvolumen haben sich von Juli bis Dezember in Relation zum Vorjahr um 128 Prozent auf 1,8 Mio. bzw. um 90 Prozent 27,8 Mrd. Euro erhöht. Im Schlussquartal konnten so bereits Erlöse in Höhe von 2,5 Mio. Euro erzielt werden und damit mehr, als zusammengenommen in den vorherigen neun Monaten.

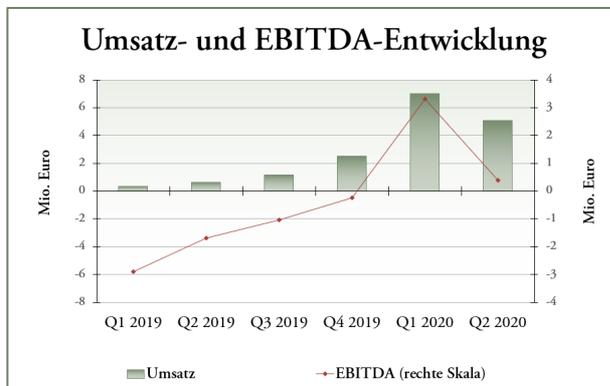


Quelle: Unternehmen

...setzt sich in 2020 beschleunigt fort

Damit hatte sich schon angedeutet, dass die eingeleiteten Initiativen die erhoffte Wirkung entfalten. Im laufenden Jahr wurde der positive Trend durch die hohe Marktvolatilität wegen der Corona-Krise zusätzlich beschleunigt. Im ersten Halbjahr hat sich die Zahl der ausgeführten Trades von 1,1 auf 2,7 Mio. deutlich mehr als verdoppelt und das abgewickelte Handelsvolumen auf 50 Mrd. Euro sogar in etwa verdreifacht. Das konnte die Gesellschaft in eine Umsatzvervielfachung von 1,7 Mio. Euro auf 12,1 Mio. Euro ummünzen. Besonders stark war wegen der Marktturbulenzen das erste Quartal mit einem Umsatz von ca. 7 Mio. Euro, aber auch von April bis Juni konnten trotz der tendenziellen Marktberuhigung ca. 5,1 Mio. Euro Erlöst werden. Das Management sieht darin ein starkes Indiz, dass der dynamische Wachstumstrend jetzt

auch ohne außerordentliche Marktimpulse nachhaltig ist.



Quelle: Unternehmen

Spektakulärer Sprung in die Gewinnzone

Mit dem Erlössprung hat das Unternehmen auch die starke Skalierbarkeit der Plattform unter Beweis gestellt. Im ersten Quartal wurde ein EBITDA von 3,3 Mio. Euro (Vorjahr: -2,8 Mio. Euro) und ein EBIT von 2,2 Mio. Euro (Vorjahr: -3,9 Mio. Euro) erzielt, womit nicht nur der Sprung in die Gewinnzone – das Nettoergebnis summierte sich auf 2,1 Mio. Euro – gelungen ist, sondern gleich eine operative Marge von ca. 47 Prozent (EBITDA) bzw. 31 Prozent (EBIT) erwirtschaftet wurde. Für das gesamte erste Halbjahr hat das Unternehmen kürzlich eine EBITDA-Marge von 30,5 Prozent vorläufig gemeldet, woraus sich für das zweite Vierteljahr ein EBITDA-Überschuss von 0,4 Mio. Euro ableiten lässt. Der Rückgang gegenüber dem Jahresanfang dürfte neben der geringeren Erlös-

basis auch auf gestiegene Investitionen in das Wachstum zurückzuführen sein, gleichwohl entspricht der Wert aber immer noch einer Marge von fast 8 Prozent.

Weitere Wachstumsfinanzierung

Die Gesellschaft will das Momentum nutzen und den starken Wachstumstrend verstetigen. Ein wichtiges Ziel ist dabei der chinesische Markt, der immenses Potenzial bietet und wo NAGA auch dank der Unterstützung von Großaktionär FOSUN über gute Startbedingungen verfügt. Nach einer längeren Vorbereitungszeit konnte das operative Geschäft in China im Juni dieses Jahres aufgenommen werden, was erste positive Impulse schon für das zweite Halbjahr verspricht. Zur Flankierung des Wachstums hat NAGA kürzlich eine weitere Finanzierungsmaßnahme durchgeführt. Im Rahmen einer Bezugsrechtskapitalerhöhung wurden insgesamt 2 Mio. Aktien zu einem Stückpreis von 2,50 Euro angeboten. Da Großaktionäre mit einem Anteil von 91 Prozent am Grundkapital auf die Ausübung ihrer Bezugsrechte verzichtet hatten, konnten die zugehörigen Stücke qualifizierten Investoren im Rahmen einer Vorabplatzierung angeboten und auch voll platziert werden, was zu einer Einnahme in Höhe von 4,5 Mio. Euro führte. Die Bezugsrechtsfrist für die übrigen Aktien lief bis zum 16. Juli, letztlich wurden insgesamt 1,85 Mio. Aktien platziert.

Equity-Story

Erfolgreiche Fokussierung

NAGA hat im letzten Jahr eine strategische Kehrtwende vollzogen und die Bemühungen auf die Kernelemente des Geschäftsmodells – das Onlinebrokerage und die Finanzplattform mit ihrem Schwerpunkt im Bereich des Social Trading – fokussiert. Das hat eine signifikante Reduktion der Kosten ermöglicht, außerdem konnte wegen der Konzentration auf die wichtigsten Funktionalitäten der Plattform deren Leistungsfähigkeit deutlich verbessert werden. Inzwischen ist die App ausgereift und bietet eine starke Grundlage für die weitere Expansion.

Internationale Expansion

Das Unternehmen beschreitet dabei einen aussichtsreichen Weg. Das initiierte Partnermodell NAGA Pro stößt auf eine hohe Resonanz und ist das Sprungbrett zur Erschließung neuer Märkte. Da die Regulierung in Europa erheblich verschärft wurde, wird die Expansion derzeit vor allem auf anderen Kontinenten vorangetrieben. Die erfolgreiche Kundengewinnung im ersten Halbjahr 2020 deutet an, dass das Angebot dort auf eine hohe Nachfrage stößt. Den nächsten Meilenstein stellt nun die Erschließung des chinesischen Marktes dar. Kann NAGA mit dem Partner Horizon Securities und Unterstützung des Großaktionärs FOSUN signifikante Marktanteile im Reich der Mitte erobern, würde das einen großen Schub für die Unternehmensentwicklung bedeuten. Die Kombination aus einem lokalen Partner, der das Angebot von NAGA auf White-Label-Basis nutzt, und einem starken chinesischen Investor im Hintergrund halten wir für besonders aussichtsreich.

Hohe Skaleneffekte

Das erste Halbjahr 2020 hat gezeigt, welches Potenzial deutlich steigende Kundenzahlen und -aktivitäten für die Profitabilität der Gesellschaft bieten. Nachdem das Unternehmen im Schlussquartal der Vorperiode

operativ noch leicht defizitär gewirtschaftet hatte, hat der Umsatzschub im ersten Quartal die EBITDA- und EBIT-Marge auf ca. 47 Prozent bzw. 31 Prozent getrieben. Trotz der Expansionskosten belief sich die Marge vor Steuern, Zinsen und Abschreibungen im gesamten ersten Halbjahr immer noch auf 30,5 Prozent. Die Spitzenwerte dürften zum Teil auf die extrem hohe Marktvolatilität zurückzuführen sein, weshalb wir sie noch nicht als nachhaltig einstufen. Den Durchschnittswert der ersten sechs Monate halten wir wegen der sehr guten Skalierbarkeit der Plattform aber für erreichbar, wenn die internationale Expansion und insbesondere der Aufbau des Geschäfts in China erfolgreich verlaufen.

Synergetische Innovationen

Wir sehen dafür gute Chancen, da die Plattform mit ihren umfangreichen Funktionalitäten ein starkes Alleinstellungsmerkmal besitzt. Zudem arbeitet das Unternehmen daran, diese synergetisch zu verbessern – ohne sich aber, wie in der Vergangenheit, in zu vielen Initiativen und Märkten zu verzetteln. Der nächste wichtige Schritt ist NAGA Pay, womit das Angebot aus unserer Sicht sinnvoll abgerundet wird. Die Bankingfunktion ist eine ideale Ergänzung zum (Social) Trading und könnte weitere Kundensegmente erschließen.

Neubewertung läuft

Das schon jetzt 5.000 Voranmeldungen für die App vorliegen, werten wir als positives Zeichen. Das Management sieht in dem künftig neu abgedeckten Bereich Potenzial für eine relativ günstige Neukundenakquise. Zudem dürfte sich das Standing am Kapitalmarkt als Anbieter von Banking-Dienstleistungen mit hoch bewerteten Konkurrenten wie Revolut oder N26 weiter verbessern, was neue Impulse für die in diesem Jahr angelaufene Neubewertung der Aktie verspricht.

DCF-Bewertung

Ein Ausrufezeichen

Mit den Zahlen für das erste Halbjahr hat das Unternehmen ein Ausrufezeichen gesetzt. Wir hatten im Vorfeld erwartet, dass ein deutlicher Erlösanstieg wegen der sehr guten Skalierbarkeit der Plattform zu einer erheblichen Verbesserung der Profitabilität führt. Das aber der Umsatzsprung im ersten Quartal bereits eine EBITDA-Marge von 47 Prozent ermöglichte (nachdem das Vorquartal noch defizitär ausgefallen war), hat auch uns positiv überrascht. Der Vorstand blickt nun sehr optimistisch auf das Gesamtjahr und erwartet wegen des sehr guten ersten Halbjahrs und der fortschreitenden Internationalisierung einen Umsatz von 22 bis 24 Mio. Euro und ein EBITDA von 5,5 bis 6 Mio. Euro, gleichbedeutend mit einer operativen Marge von 25 Prozent.

Schätzungen angehoben

Wir hatten unsere Schätzungen für 2020 bereits nach dem ersten Quartal deutlich angehoben, aber eine gewisse Beruhigung im Jahresverlauf – einhergehend mit einer rückläufigen Marktvolatilität – unterstellt. Das ist in einem durchschnittlich erwarteten Umsatz von 4 Mio. Euro für die Quartale zwei bis vier zum Ausdruck gekommen. In der Periode von April bis Juni hat das Unternehmen diesen Durchschnittswert mit 5,1 Mio. Euro signifikant übertroffen. Für das zweite Halbjahr korrespondiert die Prognose des Managements mit Erlösen in Höhe von 5 bis 6 Mio. Euro pro Quartal. Wir gehen nun von dem unteren Wert der Spanne aus und erhöhen damit unsere Umsatzzschätzung für 2020 von 19,0 auf 22,1 Mio. Euro. Das operative Ergebnis wird unseren Erwartungen zufolge auch im zweiten Halbjahr deutlich positiv ausfallen, wegen geringerer Marktimpulse und höherer Expansionskosten aber unter dem Niveau der ersten sechs Monate liegen. Wir rechnen nun im Gesamtjahr mit einem EBITDA von 5,7 Mio. Euro (zuvor: 7,6 Mio. Euro) und einem EBIT von 2,5 Mio. Euro (zuvor 3,2 Mio. Euro), gleichbedeutend mit Margen von 25,6 und 11,5 Prozent. Der Vergleich mit unseren bisherigen Schätzungen für die laufende Finanzperiode ver-

deutlicht, dass das Unternehmen aktuell auf Marge verzichtet, um das Wachstum mit zusätzlichen Marketingmaßnahmen noch stärker zu forcieren.

Aussichtsreiche Wachstumstreiber

Da sich die diesjährige Sonderkonjunktur, die aus dem Crash im ersten Quartal und einer infolgedessen für einen längeren Zeitraum hohen Volatilität resultiert, im nächsten Jahr vermutlich nicht wiederholen wird, rechnen wir damit, dass das Wachstum in 2021 aufgrund des Basiseffekts nicht so hoch ausfällt. Gleichwohl gehen wir dennoch von einer zweistelligen Wachstumsrate (+15,3 Prozent) gegenüber dem hohen Wert aus 2020 aus. Diese Annahme stützt sich auf die erfolgreiche Erschließung zahlreicher ausländischer Märkte, in denen die Marktdurchdringung noch sehr niedrig ist und die dementsprechend erhebliches Potenzial bieten. Das gilt in besonderem Maße für China, wo NAGA die Expansion im Juni mit starker Unterstützung gestartet hat. Das Partnermodell und das ausgeklügelte Marketingkonzept bergen zudem die Chance, die Kundenakquisitionskosten deutlich zu senken. Dies gilt umso mehr, wenn NAGA Pay erfolgreich etabliert werden kann und damit neue Kundensegmente erschlossen werden.

Expansionsmodell

Konkret rechnen wir damit, dass die Anzahl der aktiven Kunden kontinuierlich und deutlich gesteigert werden kann. Im Rahmen einer vorsichtigen Vorgehensweise lassen wir die Steigerungsraten im Detailprognosezeitraum aber sukzessive abschmelzen. Den Umsatz pro aktivem Kunden setzen wir zunächst signifikant unter dem Wert an, der im ersten Quartal dieses Jahres bereits erreicht wurde (971 Euro, nach 447 Euro im Q4 2019), lassen diesen dann im Zeitablauf etwas ansteigen, was durch einen weiteren Ausbau des Angebots ermöglicht werden sollte. Einen etwas anderen Verlauf erwarten wir für die Kundenakquisitionskosten, die wegen der Erschließung neuer

Märkte in diesem und im nächsten Jahr noch relativ hoch ausfallen könnten – aber wegen des effizienteren Marketingmix bereits unter dem Wert aus früheren Zeiten (Q3 2019: 500 Euro je aktivem Kunden) liegen sollten. Danach lassen wir die Kosten in der Phase der weiteren Durchdringung erschlossener Märkte etwas absinken, um sie ab 2024 bis zum Ende des Detailprognosezeitraums wieder ansteigen zu lassen, da ab einem gewissen Marktanteil ein Ausbau des Kundenstamms in der Regel zu höheren Kosten führt. Wir rechnen zudem damit, dass pro Jahr 20 Prozent der aktiven Bestandskunden verloren wird (Churn-Rate), was über dem bisherigen Durchschnittswert von 15 Prozent liegt.

Zielmarge unter Wert aus Q1 2020

Aus diesem Wachstumsmodell resultiert ein Umsatzanstieg auf rund 83,1 Mio. Euro bis zum Ende des Detailprognosezeitraums, was einem CAGR von ca. 20 Prozent entspricht. Die Ziel-EBIT-Marge sehen wir bei 31 Prozent und somit auf einem Niveau, das im ersten Quartal 2020 bereits erreicht wurde (allerdings auch dank der starken Sonderkonjunktur). Die Tabelle auf dieser Seite zeigt die aus diesen Annahmen resultierende Entwicklung der wichtigsten Cashflow-

Kennzahlen im Detailprognosezeitraum bis 2027. Weitere Details zu Bilanz, GuV und Cashflow sind dem Anhang zu entnehmen. Zur Berechnung des Terminal Value nehmen wir weiterhin einen Sicherheitsabschlag von 25 Prozent auf die EBIT-Marge zum Ende des Detailprognosezeitraums vor und kalkulieren auf dieser Basis mit einem „ewigen“ Cashflowwachstum von 1,0 Prozent.

Diskontierungszins 8,0 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 1,0 Prozent einen langfristigen Mittelwert der deutschen Umlaufrendite und für die Marktrisiko prämie ziehen wir einen überdurchschnittlichen Wert von 6,5 Prozent heran (die vergangenheitsorientierte durchschnittlich für Deutschland angesetzte Marktrisiko prämie betrug in 2019 noch 5,7 Prozent, Quelle: Pablo Fernandez, Mar Martinez and Isabel F. Acin: Market Risk Premium and Risk-free Rate used for 69 countries in 2019: a survey). In Kombination mit ei-

Mio. Euro	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
Umsatzerlöse	22,1	25,7	33,9	42,8	52,6	63,0	73,4	83,1
Umsatzwachstum		16,2%	31,8%	26,3%	23,0%	19,7%	16,5%	13,3%
EBIT-Marge	11,5%	13,2%	17,7%	21,9%	26,5%	28,8%	29,3%	31,0%
EBIT	2,5	3,4	6,0	9,4	14,0	18,2	21,5	25,7
Steuersatz	10,0%	15,0%	25,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,3	0,5	1,5	3,3	4,9	6,4	7,5	9,0
NOPAT	2,3	2,9	4,5	6,1	9,1	11,8	14,0	16,7
+ Abschreibungen & Amortisation	3,1	3,1	3,1	2,8	2,0	2,0	2,0	0,8
+ 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	5,4	6,0	7,6	8,9	11,1	13,9	16,0	17,5
- Zunahme Net Working Capital	-1,5	-0,9	-1,1	-0,6	-0,4	-0,3	-0,3	-0,4
- Investitionen AV	-0,9	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0
Free Cashflow	3,0	4,2	5,6	7,4	9,7	12,5	14,7	16,1

SMC-Schätzmodell

nem Beta von 1,5 und einem Ziel-FK-Anteil von 40 Prozent resultiert hieraus ein WACC-Satz von 8,0 Prozent.

Kursziel: 3,40 Euro je Aktie

In unserem favorisierten Szenario (WACC von 8,0 Prozent und ewiges Wachstum 1,0 Prozent) ergibt sich aus unseren Annahmen ein Marktwert des Eigenkapitals in Höhe von 147,3 Mio. Euro. Umgerechnet auf eine voll verwässerte Aktienzahl von 42,85 Mio. Stück (inklusive Umtausch der Wandelanleihe) resultiert daraus ein fairer Wert je Aktie von 3,44 Euro, woraus wir 3,40 Euro als neues Kursziel ableiten. Die deutliche Erhöhung gegenüber unserer letzten Taxe (2,50 Euro) beruht auf der Anhebung der Schätzungen sowohl für dieses Jahr nach den starken Halbjahreszahlen als auch für den weiteren Prognosezeitraum aufgrund der aussichtsreichen neuen Wachstumsinitiativen (u.a. vollzogener Markteintritt in China und anstehender Launch von NAGA Pay).

Prognoserisiko hat weiter abgenommen

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. Die zentrale Frage war bislang, ob das Unternehmen die Ausgangsposition in einen nachhaltigen und profitablen

Wachstumspfad ummünzen kann. Das erste Halbjahr 2020 hat aus unserer Sicht bestätigt, dass die internationale Expansionsstrategie eine hohe Erfolgswahrscheinlichkeit aufweist. Außerdem verfügt das Unternehmen inzwischen über eine substantielle Umsatzbasis mit hohen Margen, aus der sich die künftige Entwicklung mit einem deutlich reduzierten Prognoserisiko ableiten lässt. Daher senken wir unsere Einstufung des Schätzrisikos von 6 Punkten auf 4 Punkte ab. Wir stufen es damit nur noch als leicht überdurchschnittlich ein.

Sensitivitätsanalyse WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
7,0%	4,66	4,34	4,08	3,85	3,66
7,5%	4,21	3,95	3,73	3,55	3,38
8,0%	3,83	3,62	3,44	3,28	3,14
8,5%	3,51	3,33	3,18	3,05	2,93
9,0%	3,23	3,08	2,96	2,84	2,75

Sensitivitätsanalyse

Im Rahmen der Sensitivitätsanalyse haben wir die Inputparameter WACC und ewiges Wachstum variiert. Der dabei errechnete faire Wert liegt zwischen 2,75 Euro je Aktie im restriktivsten Fall (WACC von 9,0 Prozent und ewiges Wachstum von 0 Prozent) und 4,66 Euro im optimistischsten Fall.

Fazit

Im letzten Geschäftsjahr hat sich NAGA neu aufgestellt und auf die wichtigsten Kernbereiche des Angebots – das Onlinebrokerage und das Social Trading – fokussiert. Damit konnten die Kosten gesenkt und die bestehenden Lösungen optimiert werden, womit die Basis für die internationale Expansion geschaffen wurde.

Mit einem deutlichen Umsatzanstieg im vierten Quartal 2019 und einem fast ausgeglichenen operativen Ergebnis hatte sich Ende letzten Jahres schon angedeutet, dass die neue Wachstumsstrategie unter Einbindung von Partnern erfolgreich sein könnte. Das erste Halbjahr 2020 hat diesen Eindruck nachdrücklich untermauert. Das Unternehmen konnte die Sechsmonatserlöse nach vorläufigen Berechnungen auf 12,1 Mio. Euro vervielfachen und eine EBITDA-Marge von 30,5 Prozent erwirtschaften, nachdem das Vorjahr noch deutlich defizitär abgeschlossen wurde.

Dabei waren natürlich auch die Marktbedingungen hilfreich. Die hohe Volatilität an den Börsen zum Corona-Crash und in der Zeit danach haben die Handelsaktivitäten der Anleger stark stimuliert. Gleichzeitig dürfte die Erschließung neuer Länder und die Einführung des Partnermodells auch einen signifikanten Beitrag geleistet haben. Und das Unternehmen verfügt aktuell über weitere potenzialträchtige Wachstumstreiber. In China wurde im Juni mit dem Partner Horizon Securities, der die NAGA-Plattform auf

White-Label-Basis nutzt, und mit Unterstützung des Großaktionärs FOSUN der Markteintritt vollzogen. Kann sich Horizon mit dem Angebot etablieren, winkt den Hanseaten ein deutlicher Wachstumsschub. Ebenfalls als aussichtsreich stufen wir den im vierten Quartal anstehenden Einstieg von NAGA in den Banking-Bereich ein, der mit NAGA Pay vollzogen wird und der Erschließung neuer Kundensegmente dienen könnte.

Wegen der aktuell erfreulichen Entwicklung und den weiteren Wachstumsimpulsen rechnet das Management gemäß der kürzlich veröffentlichten Prognose für das Gesamtjahr mit einem Umsatz von 22 bis 24 Mio. Euro und einem EBITDA von 5,5 bis 6,0 Mio. Euro, was trotz höherer Wachstumsinvestitionen einer operativen Marge von rund 25 Prozent entspricht. Auch wir sind nun noch optimistischer für die Perspektiven von NAGA gestimmt und haben unsere Umsatzschätzungen für 2020 und die Zeit danach angehoben. Vor allem mittelfristig bietet das gegenüber unserer bisherigen Projektion ein erhöhtes Margenpotenzial, weshalb sich unser Kursziel von 2,50 auf 3,40 Euro erhöht hat. Da sich mit der rasch fortschreitenden Etablierung auch das Prognoserisiko reduziert hat – und jetzt von uns nur noch als leicht überdurchschnittlich eingestuft wird – stufen wir die Aktie erneut hoch von „Speculative Buy“ auf „Buy“.

Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
AKTIVA									
I. AV Summe	109,7	107,5	105,3	103,2	101,3	100,3	99,2	98,2	98,5
1. Immat. VG	108,8	106,7	104,5	102,4	100,6	99,5	98,5	97,5	97,7
2. Sachanlagen	0,2	0,3	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5	0,6	0,7
II. UV Summe	9,3	18,5	26,2	34,5	44,1	56,2	71,6	89,6	109,6
PASSIVA									
I. Eigenkapital	105,3	111,9	116,4	120,6	126,4	135,4	147,2	161,4	178,5
II. Rückstellungen	1,1	1,4	1,7	2,0	2,3	2,6	2,9	3,2	3,5
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	4,2	4,2	3,1	3,7	3,9	4,3	4,8	5,4	6,1
2. Kurzfristiges FK	8,4	8,6	10,3	11,5	12,8	14,3	15,9	17,9	20,1
BILANZSUMME	119,0	126,1	131,5	137,7	145,4	156,6	170,9	187,9	208,2

GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
Umsatzerlöse	6,2	22,1	25,7	33,9	42,8	52,6	63,0	73,4	83,1
Gesamtleistung	7,0	23,1	26,7	34,9	43,8	53,6	64,0	74,4	84,1
Rohhertrag	5,7	21,4	24,7	32,2	40,4	49,4	58,9	68,5	77,5
EBITDA	-9,2	5,7	6,5	9,1	12,2	16,0	20,2	23,5	26,5
EBIT	-12,2	2,5	3,4	6,0	9,4	14,0	18,2	21,5	25,7
EBT	-12,3	2,1	3,0	5,5	9,0	13,8	18,3	21,8	26,3
JÜ (vor Ant. Dritter)	-13,4	1,9	2,5	4,2	5,8	8,9	11,9	14,2	17,1
JÜ	-12,0	1,9	2,5	4,2	5,8	8,9	11,9	14,2	17,1
EPS	-0,31	0,05	0,06	0,10	0,14	0,21	0,28	0,33	0,40

Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
CF operativ	-2,4	3,2	4,4	5,7	7,5	10,0	12,9	15,2	16,7
CF aus Investition	-1,0	-0,9	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0
CF Finanzierung	2,9	5,0	2,2	1,2	0,9	1,1	1,3	1,4	1,6
Liquidität Jahresanfa.	3,7	3,2	10,4	16,0	22,0	29,4	39,5	52,6	68,2
Liquidität Jahresende	3,2	10,4	16,0	22,0	29,4	39,5	52,6	68,2	85,5

Kennzahlen

Prozent	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
Umsatzwachstum	-61,4%	255,8%	16,2%	31,8%	26,3%	23,0%	19,7%	16,5%	13,3%
EBITDA-Marge	-147,3%	25,6%	25,4%	27,0%	28,5%	30,4%	32,1%	32,1%	31,9%
EBIT-Marge	-195,8%	11,5%	13,2%	17,7%	21,9%	26,5%	28,8%	29,3%	31,0%
EBT-Marge	-197,8%	9,7%	11,7%	16,4%	21,0%	26,2%	29,0%	29,7%	31,6%
Netto-Marge (n.A.D.)	-192,9%	8,7%	9,9%	12,3%	13,6%	17,0%	18,9%	19,3%	20,6%

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 30.07.2020 um 7:35 Uhr fertiggestellt und am 30.07.2020 um 7:45 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
09.04.2020	Speculative Buy	2,50 Euro	1), 3), 4)
15.01.2020	Hold	1,60 Euro	1), 3), 4)
18.11.2019	Hold	1,60 Euro	1), 3), 4)
28.08.2019	Hold	1,70 Euro	1), 3), 4)
22.07.2019	Hold	1,80 Euro	1), 3), 4)
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)

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 vorstehenden 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.