

24. August 2021  
Research-Studie

**SMC** Research  
Small and Mid Cap Research



# The NAGA Group AG

Gute Chancen für nachhaltig  
hohe Wachstumsraten

Urteil: Buy (unverändert) | Kurs: 5,20 € | Kursziel: 8,00 € (zuvor: 8,90 €)

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

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

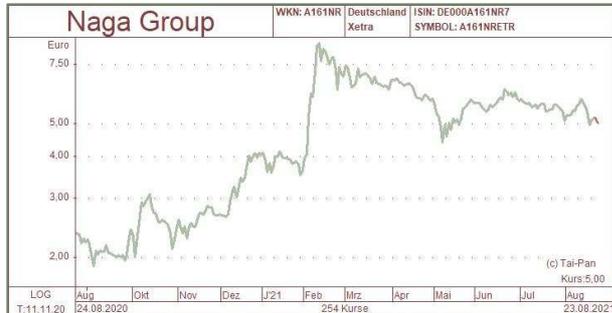
**Telefon:** +49 (0) 251-13476-93  
**Telefax:** +49 (0) 251-13476-92  
**E-Mail:** kontakt@sc-consult.com  
**Internet:** www.sc-consult.com

# Inhaltsverzeichnis

---

Inhaltsverzeichnis .....	2
Snapshot.....	3
Executive Summary .....	4
SWOT-Analyse .....	5
Profil .....	6
Strategie.....	8
Marktumfeld .....	10
Finanzen.....	13
Equity-Story .....	16
DCF-Bewertung.....	18
Fazit .....	22
Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose .....	23
Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen.....	24
Impressum & Disclaimer.....	25

# Snapshot



## Stammdaten

<b>Sitz:</b>	Hamburg
<b>Branche:</b>	FinTech
<b>Mitarbeiter:</b>	112
<b>Rechnungslegung:</b>	IFRS
<b>ISIN:</b>	DE000A161NR7
<b>Ticker:</b>	N4G:GR
<b>Kurs:</b>	5,20 Euro
<b>Marktsegment:</b>	Scale
<b>Aktienzahl:</b>	42,0 Mio. Stück*
<b>Market Cap:</b>	218,7 Mio. Euro
<b>Enterprise Value:</b>	219,0 Mio. Euro
<b>Free-Float:</b>	12,1 %*
<b>Kurs Hoch/Tief (12 M):</b>	9,30 / 1,82 Euro
<b>Ø Umsatz (Xetra, 12 M):</b>	244,3 Tsd. Euro

(\*vor Wandlung von Wandelanleihen)

## Kurzportrait

Die in Hamburg ansässige NAGA Group hat sich als Onlinebroker positioniert und verfügt über eine eigene Wertpapierhandelsbank mit Sitz in Zypern und Zulassung in der EU. Im Mittelpunkt des Geschäftsmodells steht die Finanzplattform NAGA Trader, die Handelsfunktionalitäten mit Elementen eines sozialen Netzwerks verbindet. Community-Mitglieder können ein Kontaktnetzwerk aufbauen, den Track-Record von anderen Tradern einsehen und die Transaktionen von erfolgreichen Akteuren automatisiert kopieren. Dieses Angebot stößt auf eine starke Resonanz, die Zahl kopierter Trades belief sich im ersten Halbjahr 2021 auf 2,8 Mio. Insgesamt hat NAGA in dem Zeitraum 4,8 Mio. Transaktionen mit einem Handelsvolumen von 132 Mrd. Euro abgewickelt und auf dieser Basis 24,5 Mio. Euro umgesetzt. Das weitere Wachstum wird einerseits mit einer Expansion außerhalb der EU vorangetrieben, wobei aktuell die Märkte Australien, Südafrika und Vietnam erschlossen werden. Andererseits kommen zusätzliche Impulse von der synergetischen Erweiterung des Leistungsangebots. Diesbezüglich steht derzeit der Bereich Payment im Fokus, für den im dritten Quartal ein Relaunch des bestehenden Angebots ansteht.

GJ-Ende: 31.12.	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Umsatz (Mio. Euro)	16,1	7,6	24,4	54,5	82,4	101,3
EBITDA (Mio. Euro)	0,3	-9,2	6,6	14,0	21,6	30,6
Jahresüberschuss	-4,0	-12,0	1,3	4,1	7,2	12,6
EpS	-0,11	-0,31	0,03	0,09	0,15	0,27
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Umsatzwachstum	25,5%	-52,7%	219,6%	123,7%	51,2%	23,1%
Gewinnwachstum	-	-	-	224,0%	77,7%	73,4%
KUV	13,57	28,70	8,98	4,01	2,65	2,16
KGV	-	-	173,8	53,8	30,2	17,4
KCF	-	-	59,3	110,0	26,4	12,2
EV / EBITDA	808,0	-	33,3	15,6	10,1	7,2
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 einen einzigen Account in mehr als 950 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 in der EU über den eigenen, in Zypern ansässigen Broker NAGA Markets ab, für das Geschäft außerhalb der EU ist die Tochter Naga Global zuständig.
- **Erfolgreiche Strategie:** Im Jahr 2019 hat das Management eine neue Wachstumsstrategie entwickelt, die vor allem auf einer Fokussierung auf die Kernfunktionalitäten der Plattform, einem Ausbau des Partnernetzwerks „NAGA Popular Investors“ (NPI) und einer weiteren Internationalisierung der Aktivitäten beruht. Mit dieser Strategie hat sich die Geschäftsentwicklung erheblich dynamisiert. Im Jahr 2020 konnte das abgewickelte Handelsvolumen von 41 auf 120 Mrd. Euro fast verdreifacht werden, die Handelserlöse von NAGA erhöhten sich infolgedessen um 331,8 Prozent auf 24,3 Mio. Euro. Auf der Basis hat auch das EBITDA stark, von -9,2 auf 6,6 Mio. Euro, zugelegt.
- **Sonderkonjunktur und zunehmender Wettbewerb:** Die hohe Dynamik im letzten Jahr war nicht zuletzt der aus Sicht eines Brokers sehr vorteilhaften Marktentwicklung zu verdanken, da der Corona-Crash im ersten Quartal 2020 und der anschließende dynamische Rebound für eine lange Phase mit einer hohen Volatilität gesorgt haben, was die Handelsaktivitäten stimuliert hat. Diese Sonderkonjunktur ist inzwischen ausgelaufen. Zugleich nimmt die Wettbewerbsintensität in der Broker-Branche mit der Einführung von „Zero-Fee-Angeboten“ für einzelne Bereiche derzeit zu.
- **Nachhaltiges Wachstum:** Um in einem anspruchsvoller werdenden Marktumfeld den rasanten Wachstumskurs fortsetzen zu können, setzt NAGA auf die Erschließung weiterer Märkte, aktuell stehen Australien, Südafrika und Vietnam auf der Agenda. Außerdem wird das Leistungsangebot synergetisch erweitert. Im letzten Jahr hat das Unternehmen bereits die Payment-App NAGA Pay eingeführt, für die noch im laufenden dritten Quartal ein umfangreicher Relaunch ansteht. Aus unserer Sicht stellt das hohe Wachstum des abgewickelten Handelsvolumens im zweiten Quartal 2021 – um 170,4 Prozent zum Vorjahr und um 23,7 Prozent gegenüber Q1 – in einem eher schwächeren Marktumfeld einen Hinweis dar, dass mit der Wachstumsstrategie nachhaltig hohe Zuwachsraten generiert werden können.
- **Über 50 Prozent Kurspotenzial:** Wir haben eine fortgesetzte Expansion, die mittel- bis langfristig mit hohen Skaleneffekten einhergehen sollte, in unserem Bewertungsmodell abgebildet und ein Kursziel von 8,00 Euro ermittelt. Auch wenn dieses nach einer Neukalkulation der Kundengewinnungskosten etwas unter unserer letzten Taxe (8,90 Euro) liegt, sehen wir damit immer noch mehr als 50 Prozent Kurspotenzial und bekräftigen das Urteil „Buy“.

# 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.
- Erfolgreiche Wachstumsstrategie, die auf einem großen Partnernetzwerk, einer fortschreitenden Internationalisierung und synergetischen Ergänzungen des Leistungsspektrums beruht.
- Mit einem kräftigen Wachstumssprung ist auch die Profitabilität stark gestiegen, in 2020 haben die Erlöse um 220 Prozent zugelegt, während die EBITDA-Marge 27,0 Prozent erreichte.
- Chinesischer Konzern FOSUN als Ankeraktionär.

## Chancen

- Der Netzwerkeffekt sorgt dafür, dass die Plattform mit steigenden Nutzerzahlen (schon jetzt > 1 Mio. registriert) immer attraktiver wird.
- Die weitere Internationalisierung der Aktivitäten bietet noch ein erhebliches Expansionspotenzial.
- Die Erschließung von Ländern mit geringerer Sättigung könnte die Kundengewinnungskosten senken.
- Mit einer synergetischen Ausweitung des Leistungsspektrums werden neue Zielgruppen und Erlöspotenziale erschlossen. Insbesondere der Payment-Bereich ist sehr attraktiv und aussichtsreich.
- Eine weitere deutliche Ausweitung der Erlöse sollte vor allem mittel- und langfristig erhebliche Skaleneffekte und damit zusätzliches Margenpotenzial ermöglichen.
- Die sehr hohen Branchen-Bewertungsmultiples für führende Anbieter bieten für die NAGA-Aktie noch ein erhebliches relatives Aufwärtspotenzial.

## Schwächen

- Hohe Ausgaben für den rasanten Ausbau des Kundenstamms, die zum Teil aktiviert werden, bedingen noch einen deutlich negativen Free-Cashflow.
- 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 (86,5 Prozent).
- Als FinTech-Anbieter operiert NAGA in einem komplexen Regulierungsumfeld.
- Abhängigkeit von einer kleinen Führungsmannschaft, insbesondere von Gründer Bilski.

## Risiken

- Der Branchentrend zu „Zero-Fee“-Angeboten für einzelne Bereiche könnte Druck auf die Margen ausüben.
- Eine große Kapitalakquise von Konkurrenten, zum Teil im Rahmen von IPOs, könnte die Konkurrenz in der Kundenakquise weiter verschärfen.
- Die gleichzeitige Expansion in mehreren außereuropäischen Märkten bedingt eine erhöhte Komplexität und zahlreiche länderspezifische Risiken.
- Entwickelt sich das Brokerage-Geschäft nicht wie geplant, kann das zu erheblichen Goodwill-Abreibungen 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. Die Hanseaten haben sich zum Ziel gesetzt, neue 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 einer einzigen App 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.

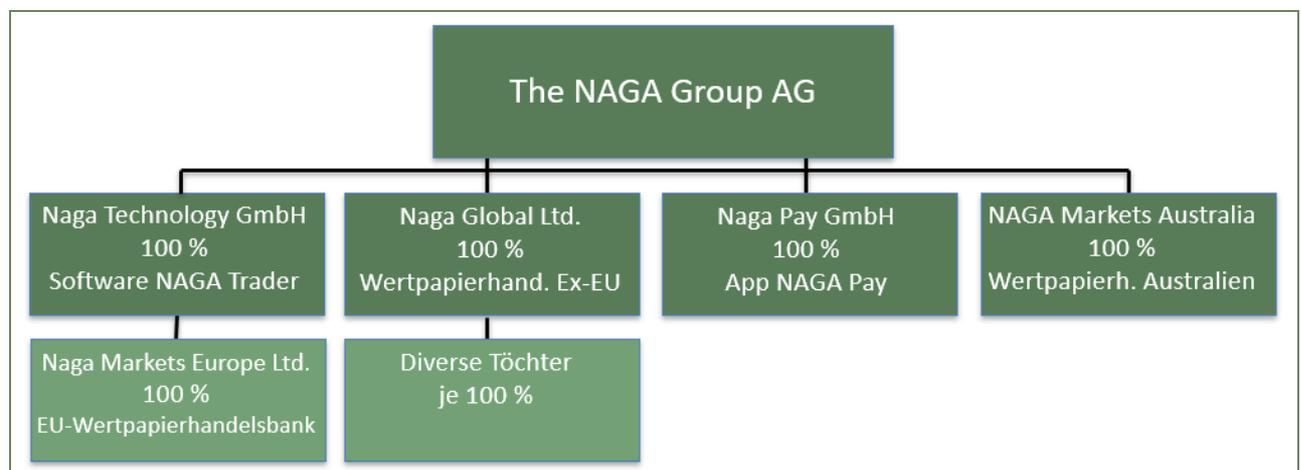
## Eigene Wertpapierhandelsbank

Abgewickelt werden die Geschäfte in der EU 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. Für das Brokerage-Geschäft außerhalb der EU ist die hundertpro-

zentige Tochter NAGA Global Ltd. zuständig, die ihrerseits wiederum mehrere Töchter (NAGA GLOBAL (CY) Ltd., NAGA CAPITAL (NG) Ltd. und NAGA FINTECH CO. Ltd.) hat, welche u.a. Schulungszentren in wichtigen ausländischen Märkten aufbauen oder Unterstützung bei der Kundengewinnung leisten. Eine Übersicht über die wesentlichen aktiven operativen Gesellschaften von NAGA zeigt das auf dieser Seite abgebildete Organigramm (wobei sich das Australiengeschäft noch in der Vorbereitung befindet). Für den Komplettüberblick aller Töchter verweisen wir auf den Geschäftsbericht.

## Breites Angebot

Die Finanzplattform NAGA Trader wurde in den letzten Jahren schrittweise ausgebaut und deckt inzwischen ein breites Angebot an Handelsmöglichkeiten ab. So kann über ein einzelnes Account in mehr als 950 Instrumente und Märkte investiert werden. Zum Trading-Universum zählen insbesondere CFDs, Aktien, ETFs, Devisen und Kryptowährungen. NAGA hat sich in diesem Geschäft als Discountbroker mit günstigen Konditionen positioniert und verzichtet als reiner Onlineanbieter auf klassische Filialen. Dementsprechend wird ein hoher Wert auf technische Funktionalitäten gelegt. Zum Standard zählen u.a. eine



*Wesentliche aktive Töchter von NAGA; Quelle: Unternehmen*

sehr schnelle Orderausführung, die Nutzungsmöglichkeit über diverse Kanäle (Smartphones, Webbrowser oder spezielle Handelssoftware wie MetaTrader) oder kostenlose Handelssignale.

## Social Trading im Fokus

Eine Besonderheit von NAGA Trader ist die Verbindung der umfangreichen Handelsfunktionalitäten mit Elementen eines sozialen Netzwerks. Auf der Plattform können Nutzer ein umfangreiches Kontaktnetzwerk aufbauen, den Track-Record von anderen Tradern einsehen und die Transaktionen von erfolgreichen Akteuren automatisiert kopieren. Dieses Angebot stößt auf eine starke Resonanz: Im ersten Halbjahr 2021 lag die Gesamtzahl kopierter Transaktionen bereits bei 2,8 Mio., ein Zuwachs um 366 Prozent zum Vorjahr. Insgesamt haben sich auf der Plattform bereits mehr als 1 Mio. Nutzer registriert und die Zahl der aktiven Kunden im Brokerage ist zuletzt auf mehr als 20 Tsd. gestiegen. Diese waren in den ersten sechs Monaten der aktuellen Finanzperiode für 4,8 Mio. Echtgeldtransaktionen verantwortlich, womit NAGA Handelserlöse und -gebühren in Höhe von 24,5 Mio. Euro (vorläufige Halbjahreszahlen) generiert hat.

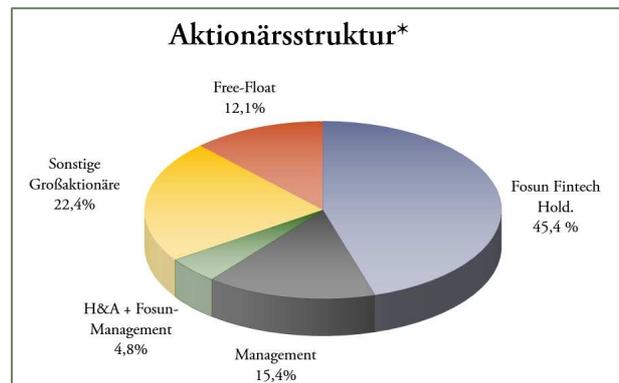
## Eigene Software

Der Nukleus des NAGA-Angebots ist eine eigene Software, die im Mai 2016 mit der Swipy Technology GmbH (heute: Naga Technology GmbH) eingebracht wurde. Die Software wurde vom NAGA-Mitgründer Benjamin Bilski mitentwickelt, der inzwischen im dreiköpfigen Vorstand der Gesellschaft den Posten des CEO bekleidet. Komplettiert wird das Team durch Andreas Luecke als Head of Legal und

Michalis Mylonas, der das regulatorische Ressort und den Bereich Finanzen verantwortet und zugleich als CEO von NAGA Markets fungiert.

## Fosun größter Aktionär

Das Management hält mit 15,4 Prozent einen substanziellen Teil der NAGA-Aktien. Größter Aktionär ist allerdings mit 45,3 Prozent die Fosun Fintech Holdings, ein Ableger des chinesischen Industrie- und Finanzkonglomerats Fosun. Rechnet man noch die Aktien hinzu, welche die Fosun-Tochter Hauck & Aufhäuser und das Fosun-Management halten (weitere knapp 5 Prozent), so ergibt sich ein Anteil von etwas mehr als 50 Prozent. Weitere Großaktionäre halten über 20 Prozent und der Free-Float beläuft sich auf ca. 12 Prozent. Durch eine größere Finanzierungsvereinbarung mit dem US-Investor Yorkville, der Wandelanleihen zeichnen und in Aktien tauschen kann (siehe dazu Abschnitt Finanzen), könnte der Free-Float demnächst aber deutlich zunehmen.



\*vor Wandlung von Anleihen; Quelle: Unternehmen

# Strategie

## Umfangreiche Leistungspalette

Die ursprüngliche Strategie von NAGA zielte darauf ab, eine umfassende 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. Der sehr breite Ansatz hat sich aber als zu ambitioniert herausgestellt, so dass in 2019 eine Fokussierung auf die Kernfunktionalitäten erfolgte, in deren Rahmen u.a. die Entwicklung einer Handelsplattform für InGame-Items auf Hold gestellt wurde. Seitdem stehen Trading und Onlinebrokerage klar im Mittelpunkt, wobei die Grundidee, zahlreiche (Finanzdienst-) Leistungen über eine einheitliche Plattform zugänglich zu machen, weiter Bestand hat, und nach wie vor hochsynergetische Bereiche, wie etwa Paymentfunktionalitäten (siehe unten), neu erschlossen werden.

## Blockchain als Basistechnologie

Ebenfalls ein Teil der Aktivitäten bleiben Blockchain-basierte Technologien im Allgemeinen und Kryptowährungen als Anwendungsfall. Das Unternehmen zählt in diesem Bereich zu den Pionieren im deutschen Markt und hat im Jahr 2017 mit einem externen Partner, der NAGA Development Association Ltd. (NDAL), ein Initial Token Sale (NAGA Coin) durchgeführt. Daraus hervorgegangen sind die NAGA Wallet und die NAGA Exchange als Verwahr- und Handelsmöglichkeit für Kryptowährungen. Aufbauend auf diesen Erfahrungen wird das Unternehmen in dem noch jungen Markt sich bietende neue Opportunitäten weiterverfolgen. Das Management geht davon aus, dass die Blockchain als Basistechnologie weltweit eine immer bedeutendere Rolle spielen wird.

## Fokus auf F&E

Aber auch abseits von Blockchain-Anwendungen spielen die Forschungs- und Entwicklungsaktivitäten eine zentrale Rolle in der Strategie von NAGA. Ables-

bar ist das nicht zuletzt an dem hohen Aufwand, den die Gesellschaft in diesem Bereich betreibt. So wurden 2020 für die Produktentwicklung 2,5 Mio. Euro ausgegeben, was einem hohen Anteil von 10,3 Prozent der Konzern Erlöse entsprach. Hierbei arbeitet NAGA eng mit einer Programmierfirma aus Bosnien zusammen und kann flexibel auf deren Kapazitäten zurückgreifen.

## Erschließung neuer Segmente

Mit dem hohen Entwicklungsaufwand werden einerseits die bestehenden Lösungen kontinuierlich optimiert und andererseits auch neue Segmente erschlossen. So konnte im März 2020 nach einer rund 16-monatigen Entwicklungsphase die App-Ergänzung NAGA Stocks, die europäischen Kunden den gebührenfreien Aktienhandel mit einer dreistelligen Zahl von Blue-Chips an mehreren globalen Börsen bietet, live gehen. Ein weiterer Innovationsschwerpunkt, mit dem auch neue Kundengruppen erschlossen werden, ist der Bereich „Payment“. Hierfür wurde im November 2020 die neue App NAGA Pay am Markt eingeführt, die klassische Banking-Funktionalitäten, wie etwa ein IBAN-Konto, die Möglichkeit zu Zahlungstransfers und die Nutzung einer Prepaid-Kreditkarte, bietet. Da die erste Lösung noch nicht alle identifizierten technischen Bedürfnisse voll erfüllt hat (insbesondere in Bezug auf die Nutzungsmöglichkeiten der Kreditkarte), wurde im Juni für das dritte Quartal ein Relaunch mit erweiterten Funktionalitäten angekündigt. Umgesetzt wird der Relaunch zusammen mit Contis Ltd., einem Anbieter einer Banking-as-a-Service-Plattform.

## „Digital-Influencer“

Mit der Optimierung und Erweiterung der angebotenen Lösungen soll die Attraktivität der Plattform für die Nutzer weiter gesteigert werden. Eine andere Initiative zielt auf das Informationsangebot von NAGA Trader und die Möglichkeit ab, mit der Kopie der

Transaktionen erfolgreicher Anleger den Investitionserfolg zu steigern. Dafür hat das Unternehmen im letzten Jahr das neue Programm NAGA Popular Investors, NPI, gestartet (der ursprüngliche Name war NAGA Pro), 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 NPI-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, Webinarsystem etc.). Für die Partner bietet dieses Programm die Chance, mit dem Rückgriff auf eine etablierte Plattform mit einer großen Nutzerbasis die Kundengewinnungskosten und die Overheadkosten zu reduzieren. NAGA hingegen profitiert von diesen „Digital-Influencern“ in Form einer kostengünstigen Ausweitung des Contents und einer Stimulierung der Handelsaktivitäten.

### Bekanntheitsgrad steigern

Neben der Optimierung des Leistungs- und Informationsangebots steht die Gewinnung neuer Kunden ganz oben auf der Agenda des Unternehmens. Mit der Refokussierung in 2019 hat das Management eine neue Marketingstrategie entwickelt, die vor allem auf drei Säulen basiert: klassisches Onlinemarketing über die üblichen Kanäle (Google, Facebook, etc.), Partnerprogramme und organische Neukundengewinnung etwa über Empfehlungen aus der eigenen Community heraus. Ein explosives Wachstum der Registrierungen auf NAGA Trader und der Zahl der aktiven Brokerage-Kunden belegt, dass die Gesellschaft hiermit einen erfolgreichen Mix gefunden hat. Nach den bisher erzielten großen Fortschritten sieht das

Management nun einen günstigen Zeitpunkt für eine größere Partnerschaft gekommen, um die Marke NAGA international noch bekannter zu machen. Daher wurde im August ein umfangreiches Abkommen mit dem Champions-League-Teilnehmer FC Sevilla vereinbart, das neben dem Sponsoring – NAGA wird als neuer Hauptsponsor u.a. prominent auf dem Trikot vertreten sein – eine enge Zusammenarbeit bei der Bereitstellung exklusiver Inhalte und Dienstleistungen sowie gemeinsame Entwicklungsprojekte umfasst. Ebenfalls auf eine Steigerung des Bekanntheitsgrades zielt die Handelsaufnahme der NAGA-Aktie am amerikanischen OTCQX Venture Market, wodurch die Sichtbarkeit für Investoren in Nordamerika erhöht wird, ohne dass hieraus zusätzliche Berichtspflichten für das Unternehmen resultieren. Von diesem Schritt soll auch die Liquidität der NAGA-Aktie profitieren.

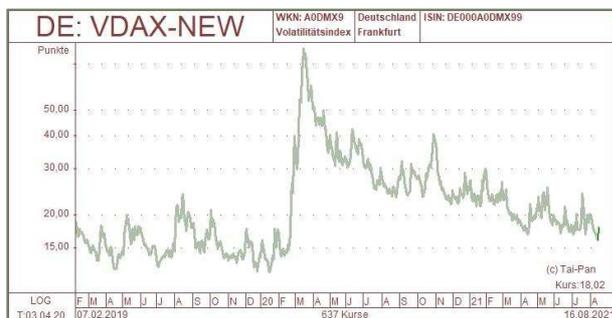
### Weitere Internationalisierung

Die Maßnahmen zur Erhöhung des Bekanntheitsgrades flankieren die internationale Expansion. NAGA zielt dabei vor allem auf Märkte außerhalb der EU, die eine geringere Sättigung aufweisen und oftmals auch durch eine liberalere Regulierung von Finanzdienstleistungen gekennzeichnet sind. Schon heute bedient NAGA Kunden aus vielen verschiedenen Ländern, die Plattform ist bereits in 19 Sprachen verfügbar. Das Unternehmen verfügt inzwischen neben den Standorten in Europa über Niederlassungen in Thailand und Nigeria und hat derzeit Lizenzanträge für drei weitere Länder, namentlich Australien, Südafrika und Vietnam, gestellt. Mit dem Ausbau der Vor-Ort-Präsenz in aussichtsreichen Märkten will NAGA die Kundennähe stärken und letztlich ein dynamisches Wachstum mit geringeren Kundengewinnungskosten ermöglichen. Dazu sollen auch geeignete lokale Partner eingebunden werden.

# Marktumfeld

## Volatilität als Treiber

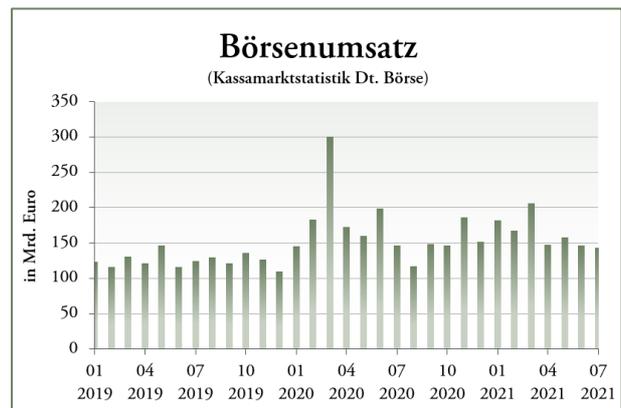
Die Einnahmen von NAGA stammen in erster Linie aus dem Onlinebrokerage und hängen damit von den Handelsaktivitäten der Kunden ab, die wiederum stark von den Kursschwankungen an den Märkten determiniert werden. Je höher die Volatilität am Kapitalmarkt, umso größer fällt üblicherweise das Orderaufkommen aus. In dieser Hinsicht war das Jahr 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 (siehe Grafik zum Volatilitätsindex VDAX). Nach dem Peak im März 2020 ist die Schwankungsintensität zwar im Trend wieder zurückgegangen, blieb aber bis Ende 2020 und auch im bisherigen Jahresverlauf noch über dem durchschnittlichen Niveau aus dem Vorkrisenjahr 2019.



## Deutlich erhöhtes Handelsvolumen

Das hat sich auch entsprechend im Handelsaufkommen bei der Deutschen Börse niedergeschlagen. Die Kassamarktstatistik (basierend auf Xetra, Frankfurt und Tradegate) weist für das Jahr 2020 einen Umsatzanstieg um 37 Prozent auf 2,1 Bio. Euro aus, wobei der März (+131 Prozent zum Vorjahresmonat) und der Juni (+71 Prozent) herausragten (siehe nachfolgende Grafik). Im aktuellen Jahr läuft diese Sonderkonjunktur nun langsam aus. Ab dem Februar lagen alle weiteren Monate des ersten Halbjahres unter den Vorjahreswerten. Insgesamt summierte sich das Handelsvolumen von Januar bis Juni 2021 auf 1,0 Bio. Euro. Das entspricht einem Rückgang um 13,2 Pro-

zent gegenüber dem Referenzwert aus 2020, aber immer noch einem Anstieg um 33,8 Prozent zum Handelsvolumen in den ersten sechs Monaten 2019 (Datenquelle: Deutsche Börse).



Quelle: Deutsche Börse

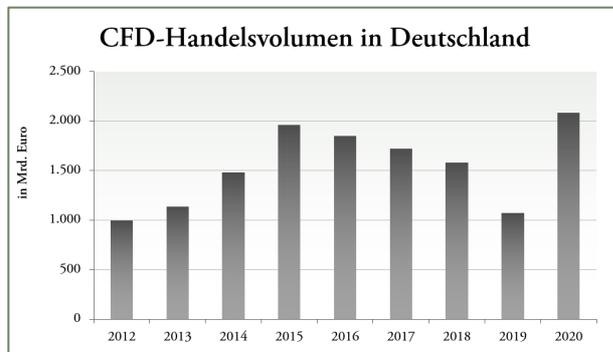
## CFDs: Abwärtstrend seit 2015...

Zu den wichtigsten Einzelmärkten im Brokerage, die von NAGA abgedeckt werden, zählen die Contracts for Differences, kurz CFDs. Der bereits seit 2015 bestehende Trend eines rückläufigen CFD-Handelsvolumens in Deutschland wurde im Jahr 2018 durch eine Verschärfung der Regulierung auf europäischer Ebene noch verstärkt. Die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) hat damals u.a. Einschränkungen für Werbemaßnahmen und die angebotenen Hebel in einzelnen Assetklassen eingeführt, außerdem wurde es untersagt, Produkte für Privatanleger mit einer Nachschusspflicht zu kombinieren. In der Folge lag das deutsche Handelsvolumen 2019 mit 1,07 Bio. Euro um 32,3 Prozent unter dem Vorjahreswert und nur noch bei rund 55 Prozent des Volumens aus dem Jahr 2015.

## ...und Trendwende mit Corona

Mit dem Corona-Crash im Jahr 2020 ist dieser Trend deutlich gedreht, das CFD-Handelsvolumen hat hierzulande infolgedessen explosiv um 95,1 Prozent auf

2,1 Bio. Euro zugelegt und damit ein neues Allzeithoch markiert (siehe Abbildung). Dafür, dass der Effekt zumindest teilweise nachhaltig ausfällt, spricht die Entwicklung der Zahl der CFD-Konten. Nachdem diese noch 2019 um 2,6 Prozent abgenommen hatte, gab es 2020 einen starken Anstieg um 31,8 Prozent auf 260,9 Tsd. Im ersten Quartal 2021 hat sich der positive Trend mit einem weiteren Zuwachs um 6,2 Prozent auf 277,0 Tsd. fortgesetzt. Auch das CFD-Handelsvolumen bewegte sich in den ersten drei Monaten mit 545,3 Mrd. Euro um 2,2 Prozent über dem Vorjahreswert (Datenquelle: CFIN/CFD-Verband).



Quelle: CFIN/CFD-Verband

## Kräftiger Rückenwind für CFD-Anbieter

Die sehr positive Marktentwicklung in 2020 bedeutete für Unternehmen aus der CFD-Branche kräftigen Rückenwind. Nachdem die börsennotierten Branchenschwergewichte IG Group, Plus500 und CMC Markets noch im Jahr 2019 (bzw. im Fall von IG und CMC im gebrochenen Geschäftsjahr 2018/19) einen starken Einbruch der Handelserlöse um -16,2 Prozent (IG), -51 Prozent (Plus500) und -22 Prozent (CMC) hinnehmen mussten, gab es in der darauffolgenden Periode hohe Zuwächse. Dank eines starken Schlussquartals (in das der Corona-Crash fiel) konnten IG und CMC die Handelserlöse in der Periode 2019/20 um 34,8 Prozent auf 657,7 Mio. britische Pfund bzw. um 64,0 Prozent auf 404,0 Mio. britische Pfund steigern, und Plus 500 erwirtschaftete im Kalenderjahr 2020 sogar einen Umsatzanstieg um 146,1 Prozent auf 872,5 Mio. US-Dollar.

## Auch deutsche Broker profitieren stark

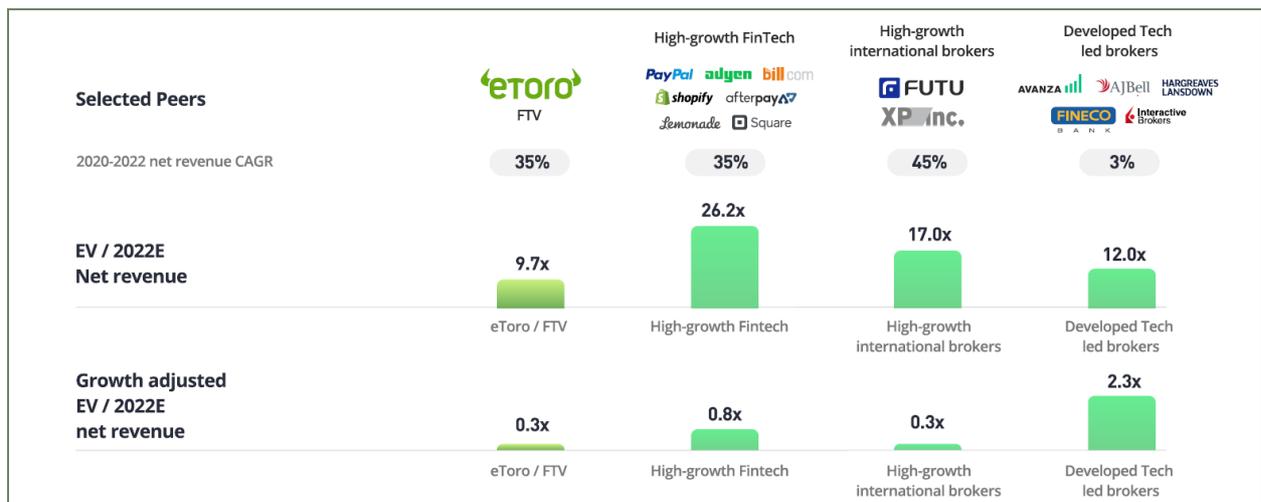
Auch die börsennotierten deutschen Broker haben von der Marktentwicklung stark profitiert. Während der mit der Übernahme des Konkurrenten DEGIRO neu formierte FlatexDEGIRO-Konzern die Zahl der Transaktionen im Jahr 2020 auf Pro-forma-Basis um 138,7 Prozent auf 75,0 Mio. steigern konnte, hat comdirect für die Monate Januar bis September – im Vorfeld der im November 2020 abgeschlossenen Verschmelzung auf die Commerzbank (die mit einem Delisting verbunden war) – nahezu eine Verdopplung der Zahl der abgewickelten Transaktionen auf 35,8 Mio. gemeldet. Und der von wallstreet:online initiierte Newcomer SmartBroker konnte im ersten Jahr des Bestehens gleich mehr als 80 Tsd. Kunden gewinnen.

## Börsengang von eToro

Und nicht zuletzt haben auch die Social-Trading-Anbieter stark profitiert. Branchen-Pionier eToro konnte im letzten Jahr die Nutzerbasis um 5,2 Mio. auf 17,5 Mio. steigern, die Zahl der monatlich ausgeführten Transaktionen von 8 auf 27 Mio. erhöhen und den Umsatz um 147 Prozent auf 605 Mio. US-Dollar ausweiten. Dank dieser Zahlen und der insgesamt positiven Marktentwicklung hat das Unternehmen seine Bewertung von 800 Mio. US-Dollar, die noch im Jahr 2018 im Rahmen einer Finanzierungsrunde angesetzt worden waren, über 2,5 Mrd. US-Dollar in einer weiteren Runde Ende 2020, auf aktuell etwas mehr als 10 Mrd. US-Dollar gesteigert. Zu diesen Konditionen wurde im März ein Börsengang über ein Reverse Subsidiary Merger mit der notierten Special Purpose Acquisition Company (kurz SPAC) FinTech Acquisition Corp. V vereinbart.

## Hohe Bewertung

In der Präsentation zu der Transaktion hat das Unternehmen ausgeführt, dass die Bewertung dem 9,7-fachen der für 2022 erwarteten Nettoerlöse entspricht. Demgegenüber wurde dieses Multiple für eine Vergleichsgruppe wachstumsstarker FinTechs sogar auf 26,2 beziffert (siehe folgende Abbildung). Das verdeutlicht, dass die positive Branchenentwicklung derzeit zu hohen Bewertungsmaßstäben geführt hat, die



Bewertungsparameter der SPAC-Einbringung von eToro im Branchenvergleich; Quelle: eToro

auch weitere Anbieter aus dem Sektor an die Börse lockt. So ist Ende Juli der US-Neobroker Robinhood an die Börse gegangen. Das Unternehmen hat zum IPO 2,1 Mrd. US-Dollar eingenommen, bei einer Gesamtbewertung von 31,8 Mrd. US-Dollar. Im Nachgang ist die Bewertung weiter auf fast 40 Mrd. US-Dollar (per 16.08.21) gestiegen. Dem steht ein Umsatz von 959 Mio. US-Dollar (+245 Prozent) in 2020 gegenüber. Die für 2022 erwarteten Erlöse betragen rd. 3,2 Mrd. US-Dollar, woraus sich ein KUV22 von ca. 12 errechnet.

### Branche stark in Bewegung

Robinhood steht für eine neue Gruppe von Anbietern – zu denen auch NAGA zählt –, die Bewegung in den Brokermarkt gebracht haben. Der Handel erfolgt üblicherweise über Smartphone-Apps, wobei zahlreiche spielerische Elemente integriert sind – das wird auch

als „Gamification“ des Investmentprozesses bezeichnet (so bspw. Bloomberg: „Robinhood’s Role in the ‘Gamification’ of Investing“). Flankiert wurde dieser Prozess durch die Möglichkeit, nur Bruchteile von Aktien zu erwerben („Fractional Shares“), sowie durch die Abschaffung der klassischen Ordergebühren in einzelnen Bereichen, womit auch Kleinstbeträge angelegt werden können. Damit wurden neue Zielgruppen für die Kapitalanlage erschlossen, die einen wichtigen Baustein des hohen Kundenwachstums der Branche in jüngster Zeit darstellen. Die Anleger gehen dabei auch in der Ideenfindung für neue Investments und der Informationsbeschaffung neue Wege und organisieren sich beispielsweise in Foren wie „Wallstreetbets“, um gemeinschaftliche Investments umzusetzen. Auch das Kopieren der Handelsaktivitäten erfolgreicher Anleger, wie es von eToro und NAGA angeboten wird, erfährt einen starken Zuspruch.

# Finanzen

## Fokussierung in 2019

Bis zum Jahr 2019 hat NAGA eine sehr breite Expansionsstrategie mit der Entwicklung von diversen Lösungen für den Handel in zahlreichen Bereichen – von klassischen Finanzprodukten über Kryptowährungen bis hin zu InGame-Items – verfolgt, die aber die Ressourcen letztlich überfordert hat. Vor zwei Jahren wurde das Unternehmen daher restrukturiert, was auch mit einem deutlichen Personalabbau verbunden war, und die Leistungspalette auf die Kernbereiche fokussiert. Außerdem wurde eine internationale Vermarktungsstrategie gestartet, um schnell die kritische Masse für einen profitablen Betrieb der Finanz- und Brokerage-Plattform zu erreichen. Das Restrukturierungsjahr 2019 wurde mit Erlösen von 7,6 Mio. Euro und einem Fehlbetrag nach Anteilern Dritter in Höhe von -12,0 Mio. Euro abgeschlossen (die Erlöszahl wurde im Geschäftsbericht 2020 wegen eines nun getrennten Ausweises von Handelsumsätzen und damit verbundenen Absicherungskosten, die zuvor saldiert worden waren, nach oben korrigiert. Ursprünglich waren 6,2 Mio. Euro Umsatz berichtet worden; das Ergebnis hat sich damit nicht geändert).

## KPIs stark verbessert

Im Geschäftsjahr 2020 haben sich die positiven Effekte der neuen Wachstumsstrategie voll entfaltet und zu einer deutlichen Verbesserung bei allen wichtigen operativen Kennzahlen geführt. So konnte das Unternehmen die Anzahl der Brokerage-Kunden um 72 Prozent auf 43,6 Tsd. steigern, die Zahl der monatlich im Durchschnitt aktiven Kunden hat sich sogar von 5,1 auf 10,5 Tsd. mehr als verdoppelt. Ebenfalls um mehr als 100 Prozent erhöht wurde die Zahl der abgewickelten Transaktionen, die um 117 Prozent auf 6,3 Mio. zugelegt hat, woraus ein von 41 auf 120 Mrd. Euro in etwa verdreifachtes Handelsvolumen resultierte. Einen wichtigen Treiber dieser positiven Entwicklung stellte die Kopierfunktion dar, die von den Kunden immer stärker genutzt wurde, was zu einem Anstieg der kopierten Transaktionen um über 142 Prozent auf 1,7 Mio. führte.

## Hohes Umsatzwachstum

Das starke Wachstum des abgewickelten Handelsvolumens konnte NAGA in einen kräftigen Anstieg der Handelserlöse ummünzen, die sich um 331,8 Prozent auf 24,3 Mio. Euro erhöhten. Die Dienstleistungserlöse sind hingegen stark zurückgegangen, von 2,0 auf 0,1 Mio. Euro, da die Geschäftsbeziehungen mit dem Partner NDAL weitgehend eingestellt wurde. Summiert über beide Bereiche hat sich der Konzernumsatz im letzten Jahr um 219,6 Prozent auf 24,4 Mio. Euro ausgeweitet.

Geschäftszahlen	2019	2020	Änderung
Umsatz	7,6	24,4	+219,6%
- Handelserlöse	5,6	24,3	+331,8%
- Dienstleistungen	2,0	0,1	-95,3%
EBITDA	-9,2	6,6	-
EBITDA-Marge	neg.	27,0%	
EBIT	-12,2	2,8	-
EBIT-Marge	neg.	11,5 %	
Nettoergebnis	-12,0	1,3	-
Nettomarge	neg.	5,2%	

In Mio. Euro bzw. Prozent; Quelle: Unternehmen

## Beeindruckender Turnaround

In Relation zum Erlöswachstum haben die Kosten nur deutlich unterproportional zugelegt. Die größte Ausgabensteigerung gab es mit einem Zuwachs von rd. 170 Prozent auf 6,6 Mio. Euro im Bereich Marketing und Vertrieb. Demgegenüber konnten die Personalkosten sogar von 4,6 auf 4,1 Mio. Euro gesenkt werden, und auch die sonstigen betrieblichen Aufwendungen waren leicht rückläufig (von 4,8 auf 4,5 Mio. Euro). Eine weitere Ergebnisentlastung resultierte daraus, dass in der Berichtsperiode keine weiteren Wertberichtigungen für die Forderungen auf Lieferungen und Leistungen gegenüber NDAL angefallen sind – im Vorjahr hatten sich diese noch auf 1,4 Mio. Euro belaufen. In Verbindung mit dem hohen Umsatz-

wachstum ermöglichten diese Faktoren eine massive Verbesserung des EBITDA von -9,2 auf 6,6 Mio. Euro. Die im Vorjahr noch deutlich negative EBITDA-Marge erreichte somit in 2020 bereits ein sehr hohes Niveau von 27 Prozent.

### Starke Ergebnisverbesserung

Die Abschreibungen haben sich 2020 von 3,0 auf 3,8 Mio. Euro erhöht. Der Anstieg ist auf neue Abschreibungen auf erworbene Kundenbeziehungen und aktivierte Entwicklungskosten zurückzuführen, aber auch auf eine Sonderabschreibung in Höhe von 0,2 Mio. Euro auf die 20-prozentige Beteiligung an Horizons Holding Ltd. in China, die sich nicht entsprechend den Erwartungen entwickelt hat und vollständig wertberichtigt wurde. Damit hat das EBIT absolut betrachtet etwas weniger stark zugelegt als das EBITDA, und zwar von -12,2 auf 2,8 Mio. Euro. Der Zuwachs des Nettogewinns, von -12,0 auf 1,3 Mio. Euro, war, trotz einer niedrigeren Steuerbelastung (vor allem aus latenten Steuern), nochmals etwas geringer, was auf höhere Finanzierungsaufwendungen (von -0,1 auf -0,7 Mio. Euro) und vor allem auf einen relativ hohen Ergebnisanteil der Minderheitsseigner der Tochter HBS zurückzuführen war. Dieser hat sich von -1,4 Mio. Euro im Vorjahr auf +0,8 Mio. Euro erhöht. Dabei handelt es sich um Gewinne, die aus den von HBS bis zur Einstellung des Geschäftsbetriebs in 2019 für NAGA gewonnenen und noch bestehenden Kundenbeziehungen resultieren. Künftig dürfte der Minderheitenanteil zunehmend an Bedeutung verlieren.

### Free-Cashflow noch negativ

Die Verbesserung des operativen Cashflow ist ebenfalls deutlich – von -2,4 auf +3,7 Mio. Euro – ausgefallen, aber nicht so hoch, wie die der Ergebniskennziffern. Das ist auf mehrere Faktoren zurückzuführen, wie etwa auf den Forderungsaufbau (u.a. wegen einer Überzahlung in Höhe von knapp 1 Mio. Euro gegenüber einem Zahlungsdienstleister, die nicht zurückerstattet wurde. Diesbezüglich wurden gerichtliche Schritte eingeleitet, deren Erfolgchance von einem externen Rechtsberater „als nahezu sicher angesehen wird, sobald die Klage eingereicht wird“ (gemäß Geschäftsbericht)). Darüber hinaus ist der Aufbau der Verbindlichkeiten deutlich geringer ausgefallen als

2019. Zugleich hat sich aber auch der Zahlungsmittelabfluss aus der Investitionstätigkeit von -1,0 auf -7,3 Mio. Euro erhöht, was maßgeblich auf direkt zu-rechenbare und damit aktivierbare Ausgaben für den Ausbau des Kundenbestands in Höhe von 4,7 Mio. Euro im Rahmen des „Affiliate Marketing“ zurückzuführen ist. Per Saldo ist der Free-Cashflow mit -3,6 Mio. Euro (Vorjahr: -3,4 Mio. Euro) weiterhin deutlich negativ ausgefallen. Finanziert wurde das vor allem mit Mitteln aus einer Kapitalerhöhung (4,3 Mio. Euro) und der Emission einer Wandelanleihe (2,0 Mio. Euro), so dass die Liquidität im Jahresverlauf trotzdem von 3,2 auf 5,2 Mio. Euro zugelegt hat.

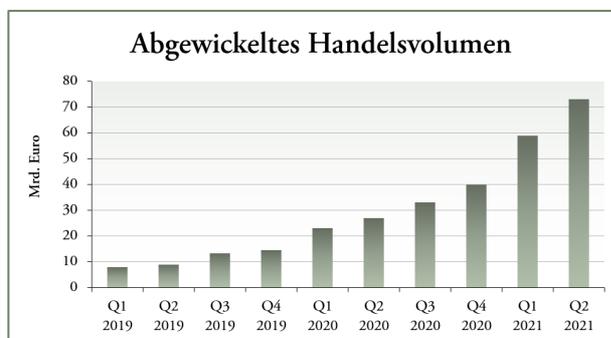
### Immaterielle VG prägen Bilanz

Das Bilanzbild hat sich im Jahr 2021 nicht wesentlich geändert. Durch die Kapitalerhöhung und den Jahresüberschuss ist das Eigenkapital von 105,3 auf 111,8 Mio. Euro gestiegen und bleibt weiter prägend für die Passivseite. Trotz eines Anstiegs der Verbindlichkeiten und Rückstellungen von 13,7 auf 18,0 Mio. Euro ist die Eigenkapitalquote binnen Jahresfrist nur moderat, von 88,5 auf 86,1 Prozent, zurückgegangen und bewegt sich damit weiter auf einem sehr hohen Niveau. Dem stehen auf der Aktivseite immaterielle Vermögensgegenstände in Höhe von 112,3 Mio. Euro gegenüber, die größtenteils (94,7 Mio. Euro) noch auf den Geschäfts- und Firmenwert aus der Übernahme der Gesellschaft HBS im Jahr 2018 zurückzuführen sind. Dieser GoF ist seitdem vollständig dem Brokerage-Geschäft als zahlungsmittelgenerierenden Einheit zugeordnet; auf Basis der positiven Geschäftsentwicklung und der Planzahlen hat sich bislang im Impairmenttest kein Abschreibungsbedarf ergeben.

### Steiler Trend setzt sich fort

Im ersten Halbjahr 2021 hat sich der dynamische Wachstumstrend von NAGA nahtlos fortgesetzt. Das Unternehmen konnte die Zahl der abgewickelten Transaktionen um 78 Prozent auf 4,8 Mio. steigern. Davon entfielen ca. 2,9 Mio. auf die ersten drei Monate und 1,9 Mio. auf den Zeitraum April bis Juni. Damit zeigt sich in dieser Kennzahl die branchenweit geringere Dynamik im zweiten Quartal. Umso erfreulicher ist, dass NAGA trotzdem das abgewickelte

Handelsvolumen weiter erhöhen konnte, und zwar von 59 Mrd. Euro in den ersten drei Monaten auf 73 Mrd. Euro in Q2. Auf Halbjahresbasis hat das Handelsvolumen somit um ca. 164 Prozent auf mehr als 132 Mrd. Euro zugelegt. Eine wichtige Säule dieses Erfolgs sind die hohen Neuanmeldungszahlen auf der Plattform. Das Unternehmen hatte allein für das erste Quartal 93 Tsd. gemeldet, was gegenüber dem Vorjahreswert einem Zuwachs um mehr als 480 Prozent entsprach. Damit wurde erstmals die Zahl von 1 Mio. registrierten Nutzern überschritten. Das dürfte sich auch in einem starken Zuwachs der aktiven Brokerage-Kunden niedergeschlagen haben, für den auf Halbjahresbasis aber keine Zahl veröffentlicht wurde.



Quelle: Unternehmen

### Handelserlöse stimulieren Umsatz

Das Handelsvolumen als zentraler Treiber der Erlöse hat folgerichtig auch zum starken Wachstum des Halbjahresumsatzes geführt. Dieser erhöhte sich nach vorläufigen Berechnungen um 85 Prozent auf 24,5 Mio. Euro, wovon „mehr als 13 Mio. Euro“ auf das zweite Quartal entfielen. Für die ersten drei Monate waren ursprünglich 11,7 Mio. Euro gemeldet wurden, die somit im Nachgang noch etwas nach unten korrigiert worden sein dürften. Im Geschäftsbericht wurden Handelserlöse von 10,2 Mio. Euro für das erste Quartal genannt (in den Ausführungen zum Prognosebericht). Hinzu kommen aber noch mögliche

Dienstleistungserlöse – und diese sollen im laufenden Jahr durch gebührenpflichtige Dienste (wie die Kopier- und Autokopierfunktion) deutlich steigen.

### Neue Wachstumsfinanzierung

Um den finanziellen Spielraum für die Expansion zu vergrößern, hat NAGA im März mit dem US-Investor Yorkville eine Rahmenvereinbarung über eine potenzielle Ausgabe von zinsfreien Wandelanleihen mit einem Volumen von bis zu 25 Mio. Euro in einem Zeitraum von drei Jahren abgeschlossen. Die Emission erfolgt in mehreren Tranchen. Soweit diese mit Bezugsrecht für die Aktionäre ausgestattet sind, hat Yorkville sich verpflichtet, die nicht bezogenen Anleihen unter bestimmten Bedingungen zu zeichnen. Die Ausgabe der Wandler erfolgt mit einem Discount von 5 Prozent auf den Nominalwert, der bei 1.000 Euro je Stück liegt, auch die anschließende Wandlung in Aktien ist mit einem Abschlag von 5 Prozent auf den Durchschnittskurs der fünf vorherigen Börsentage vor der Ausübungserklärung verbunden. Inzwischen hat NAGA eine erste Tranche mit einem Volumen von 8 Mio. Euro (Nominalwert) platziert.

### Optimistische Prognose

Die Wachstumsfinanzierung bietet eine gute Grundlage für weitere hohe Marketinginvestitionen, um den steilen operativen Aufwärtstrend fortzusetzen. Das Management hat daher die zuvor kommunizierte Jahresprognose mit dem Geschäftsbericht bestätigt und erwartet weiterhin einen starken Anstieg des Konzernumsatzes auf 50 bis 52 Mio. Euro und des EBITDA auf 13 bis 15 Mio. Euro. Erstmals wurde auch eine Aussage zum voraussichtlichen Nettoergebnis getroffen, das nur leicht zulegen soll. Ursächlich dafür sind steigende Abschreibungen als Folge von Investitionen in den Ausbau des Kundenstamms sowie ein erwarteter höherer Steueraufwand.

# Equity-Story

## Erfolgreiche neue Strategie

Vor zwei Jahren hat sich NAGA auf die Kernelemente des Geschäftsmodells – das Onlinebrokerage und die Finanzplattform mit ihrem Schwerpunkt im Bereich des Social Trading – fokussiert und eine neue Wachstumsstrategie implementiert. Seitdem setzt das Unternehmen für den Zugewinn von Marktanteilen vor allem auf Partnerschaften, effiziente Online-Marketingmaßnahmen und eine konsequente Internationalisierung. Die bisher dokumentierten Erfolge der Strategie sind bemerkenswert. Nachdem schon im letzten Geschäftsjahr das abgewickelte Handelsvolumen auf 120 Mrd. Euro verdreifacht werden konnte, folgte im ersten Halbjahr 2021 eine weitere Steigerung um 164 Prozent auf 132 Mrd. Euro.

## Beleg für nachhaltiges Wachstum

Die starke Performance im laufenden Jahr ist aus unserer Sicht noch wichtiger als die hohen Steigerungsraten in 2020. Denn im letzten Jahr haben Onlinebroker generell von hohen Handelsaktivitäten der Kunden als Folge der extremen Marktvolatilität, die durch die Corona-Krise ausgelöst wurde, profitiert. Diese Sonderkonjunktur ist inzwischen ausgelaufen. Mit dem hohen Wachstum des abgewickelten Handelsvolumens im zweiten Quartal, in dem ein Zuwachs um 170,4 Prozent zum Vorjahr und um 23,7 Prozent gegenüber den ersten drei Monaten erzielt wurde, liefert NAGA einen starken Beleg dafür, dass ein nachhaltiger Wachstumspfad eingeschlagen wurde.

## Intelligentes Modell

Eine große Stütze ist dabei das intelligente Modell der „Digitalen-Influencer“ im Finanzbereich, das mit NAGA Popular Investors etabliert wurde. Trading-Experten wird hier eine große Plattform geboten, auf der sie ihre Anlagetipps präsentieren und erfolgreich verwerten können. Attraktiv dürfte für diese Zielgruppe insbesondere auch die Entlastung von Infrastruktur- und Organisationskosten sein, mit der eine

Konzentration auf das Wesentliche – das erfolgreiche Trading – ermöglicht wird. NAGA erhält im Gegenzug kostengünstig erstklassigen Content und verfügt über ein effizientes Tool, um die Handelsaktivitäten der Plattformnutzer zu stimulieren. Und die User selbst profitieren auch, indem sie Zugang zu nachweisbar erfolgreichen Handelsstrategien bekommen und diese einfach kopieren können. Der rasante Anstieg der Zahl kopierter Trades, die sich im ersten Halbjahr 2021 um mehr als 360 Prozent auf 2,8 Mio. erhöht haben, belegen eindrucksvoll, dass dieses Modell funktioniert.

## Attraktive Märkte

Dieses Erfolgsmodell kann nun auf neue Märkte übertragen werden. Aktuell arbeitet NAGA an der Erschließung der Länder Australien, Südafrika und Vietnam. Gerade Schwellenländer sind für das Unternehmen attraktiv, da die Regulierung oftmals weniger restriktiv ist als in der EU und die Konkurrenzintensität noch nicht so hoch ausfällt. Nach wie vor potenziellträchtig ist auch der chinesische Markt. Der Einstieg mit dem Partner Horizons hat zwar offensichtlich nicht den gewünschten Erfolg gebracht, aber wir gehen davon aus, dass bald ein neuer Anlauf gewagt wird. Schließlich hat NAGA mit dem Großaktionär Fosun einen starken chinesischen Player an Bord, der die Markterschließung unterstützen dürfte.

## Synergetische Innovationen

Neben der geographischen Expansion bietet auch die synergetische Ausweitung der Funktionalitäten zur Erschließung neuer Kundensegmente oder Erlöspotenziale attraktive Wachstumschancen. In den letzten zwei Jahren haben die Anmeldungen auf der NAGA-Plattform stark zugelegt, in diesem Jahr wurde die Schwelle von mehr als 1 Mio. Nutzern überschritten. Dieser großen Kundenbasis können nun neue Dienstleistungen offeriert werden. Angesichts der starken Position bei Finanzdienstleistungen erscheint die Of-

fensive im Payment-Bereich logisch und aussichtsreich. Die erste Variante von NAGA Pay im letzten Jahr hat die Erwartungen des Managements noch nicht voll erfüllt. Darauf wurde reagiert und mit Contis ein namhafter Partner für den Relaunch gewonnen, der noch im aktuellen Quartal erfolgen soll.

### Hohe Skaleneffekte

Das Geschäftsjahr 2020 hat gezeigt, welches Potenzial deutlich steigende Kundenzahlen und -aktivitäten sowie die dadurch wachsenden Umsätze für die Profitabilität der Gesellschaft bieten. Innerhalb eines Jahres wurde ein operativer Verlust vor Steuern, Zinsen und Abschreibungen von -9,2 Mio. Euro in einen Überschuss von 6,6 Mio. Euro gedreht, gleichbedeutend mit einer stattlichen EBITDA-Marge von 27 Prozent. Zwar sind in dem Markt zur Aufrechterhaltung eines

hohen Wachstumstempos auch hohe Ausgaben für die Kundengewinnung notwendig, doch wir sehen trotzdem ein hohes Margenpotenzial. Das liegt einerseits daran, dass NAGA künftig verstärkt Märkte adressiert, in denen die Konkurrenzintensität noch nicht so hoch ist und die dementsprechend mit vergleichsweise niedrigeren Kundengewinnungskosten verbunden sind. Und andererseits sollte die Realisierung des Cross-Selling-Potenzials, das die schon jetzt sehr große und voraussichtlich weiter wachsende Nutzerbasis bietet, zu sehr hochmargigen Einnahmen führen. Je mehr sich der NAGA Trader als Komplettlösung für alle Finanzfragen im Markt etabliert, umso mehr Spielraum dürfte das Unternehmen haben, Gebühren für die angebotenen Leistungen zu erheben, ohne direkt eine Abwanderung des Kunden befürchten zu müssen.

# DCF-Bewertung

## Starke Trendwende...

Nach einer Fokussierung auf die Kernbereiche und mit einer neuen Wachstumsstrategie ist NAGA im Jahr 2020 eine beeindruckende Wende gelungen. Dank einer Verdreifachung des abgewickelten Handelsvolumens von 41 auf 120 Mrd. Euro konnten die Handelserlöse um 331,8 Prozent auf 24,3 Mio. Euro gesteigert werden. Trotz deutlich erhöhter Marketingaufwendungen führte das zu einer drastischen Ergebnisverbesserung, das EBITDA drehte von -9,2 auf +6,6 Mio. Euro, gleichbedeutend mit einer hohen Marge von 27,0 Prozent.

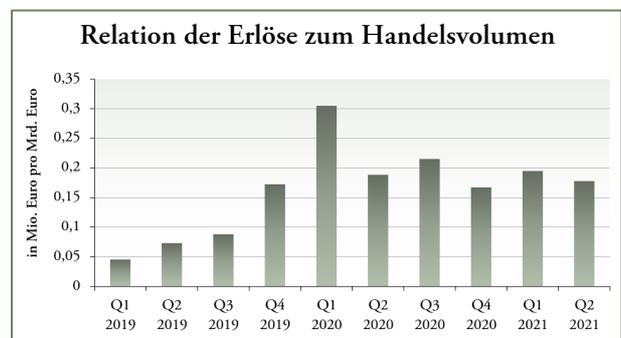
## ...in 2021 bestätigt

Die Resultate im letzten Jahr wurden allerdings auch begünstigt durch eine sehr hohe Marktvolatilität, die durch den Ausbruch der Corona-Krise verursacht wurde. Diese Sonderkonjunktur ist inzwischen ausgefallen. Vor diesem Hintergrund sehen wir die deutliche Steigerung des Handelsvolumens im ersten Halbjahr – um 164 Prozent auf 132 Mrd. Euro – als ein starkes Signal, dass NAGA mit der erfolgreichen Wachstumsstrategie auch ohne kräftige Unterstützung von der Marktseite hohe Steigerungsraten erzielen kann. Isoliert betrachtet wurde im zweiten Quartal, in dem bei etlichen deutschen Konkurrenten die Handelsaktivitäten der Kunden rückläufig waren, ein Handelsvolumen von 73 Mrd. Euro erzielt – rund 170 Prozent mehr als im Vorjahr und etwa 24 Prozent mehr als im ersten Quartal.

## Umsatz steigt mit dem Handelsvolumen

Das Unternehmen konnte die Steigerung des Handelsvolumens im zweiten Quartal in ein Umsatzwachstum von mehr als 140 Prozent auf über 13 Mio. Euro ummünzen, auf Halbjahresbasis betrug der Zuwachs 84,2 Prozent auf 24,5 Mio. Euro (Werte noch vorläufig). Wir haben aus den gemeldeten Quartalswerten die Relation der Erlöse zum abgewickelten Handelsvolumen in den letzten Quartalen abgeleitet. Da wir dafür teilweise vorläufig gemeldete Werte ge-

nutzt haben, die sich mit den finalen Daten (die nicht für alle einzelnen Quartale veröffentlicht wurden) nicht ganz decken dürften (u.a. wegen des Wechsels in der Erfassung der Absicherungskosten, siehe Abschnitt „Finanzen“), weist diese Berechnung Ungenauigkeiten auf, dürfte aber die Tendenz richtig wiedergeben.



Quelle: Unternehmen, eigene Berechnungen

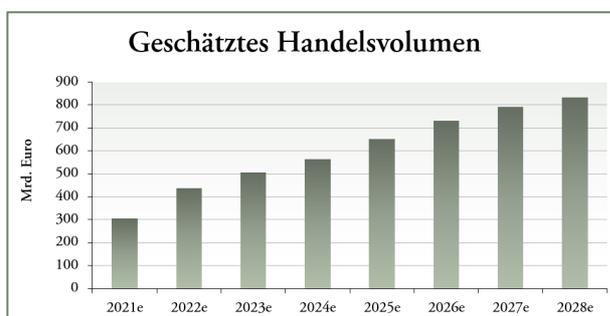
## Seit Q2 2020 relativ konstantes Niveau

Mit der Fokussierung und der Umsetzung der neuen Wachstumsstrategie hat das Unternehmen den Umsatz in Relation zum abgewickelten Handelsvolumen im Jahresverlauf 2019 deutlich steigern können, und zwar von ca. 45 Tsd. Euro Umsatz je 1 Mrd. Euro Handelsvolumen in Q1 2019 auf ca. 172 Tsd. Euro in Q4 2019. Das erste Quartal 2020 brachte mit dem Corona-Crash dann einen Ausreißer nach oben, bis auf ca. 304 Tsd. Euro. Danach hat sich der Wert wieder normalisiert und pendelt in den letzten fünf Quartalen relativ stabil um einen Wert von ca. 190 Tsd. Euro. Das werten wir in zweierlei Hinsicht als ein sehr positives Signal. Einerseits zeigt die Entwicklung, dass mit dem Auslaufen der Corona-Sonderkonjunktur und dem fortgesetzten Wachstum, auch in neuen Märkten, offensichtlich nicht zwingend eine Verschlechterung der Relation verbunden ist. Und andererseits hat sich das Geschäftsmodell von NAGA, das ja ohnehin auf dem Discount-Brokerage beruht, damit bislang auch robust gegen eine Konkurrenzverschärfung in der Branche gezeigt, die in der Tendenz

mit niedrigeren Gebührensätzen und „Zero-Fees“ in einigen Bereichen einhergeht.

## Handelsvolumen: Stetiges Wachstum

Wir setzen in unserem Modell fortan trotzdem nur einen Umsatz von 160 Tsd. Euro je 1 Mrd. Euro Handelsvolumen an und nehmen damit sogar noch einen Sicherheitsabschlag von rund 5 Prozent auf den niedrigsten Wert der letzten fünf Quartale vor. Wir erwarten, dass das Unternehmen das Handelsvolumen nicht nur im aktuellen Jahr deutlich ausweiten wird, sondern kalkulieren auch für die Folgejahre mit hohen Steigerungsraten. Basis dieser Annahmen ist die Fortsetzung der internationalen Expansion. Die Finanzplattform von NAGA ist sehr gut auf neue Märkte übertragbar, weshalb wir gute Chancen für die weltweite Marktdurchdringung sehen. Aktuell befindet sich die Erschließung von Australien, Südafrika und Vietnam in der Vorbereitung, weitere attraktive Märkte mit einem hohen Kundenpotenzial und einer vergleichsweise liberalen Regulierung dürften folgen. Weiterhin gehen wir davon aus, dass sich die Gesellschaft mittelfristig auch in China etablieren wird. Zwar war der Expansionsversuch mit dem Partner Horizons nicht von Erfolg gekrönt, aber wir gehen davon aus, dass daraus erfolgreich Lehren für einen neuen Versuch gezogen wurden. Mit dem starken Partner Fosun an der Seite sollte früher oder später der Durchbruch möglich sein, was einen kräftigen Schub für das abgewickelte Handelsvolumen verspricht. Die von uns auf dieser Basis geschätzte Entwicklung dieser Kennziffer zeigt die folgende Abbildung.



Schätzung SMC-Research

## Dienstleistungserlöse: Steigender Anteil

Zugleich gehen wir davon aus, dass der Anteil der Dienstleistungserlöse sprunghaft zulegt, da die Kopierfunktion als zentrales Tool inzwischen gebührenpflichtig ist und die damit erzielten Einnahmen in den Dienstleistungserlösen erfasst werden. Für 2021 rechnen wir mit einem Erlösanteil von 10 Prozent, den wir – auch vor dem Hintergrund der Einführung weiterer gebührenpflichtiger Leistungen, etwa im Bereich Payment – bis 2024 auf 25 Prozent ansteigen und dann unverändert lassen.

## Marketingeffizienz sollte steigen

Die mit dem Geschäftsbericht veröffentlichten Marketingaufwendungen und Investitionen in die Kundengewinnung sind deutlich über unseren Erwartungen ausgefallen. Das dürfte auch damit zusammenhängen, dass die Gesellschaft im letzten Jahr die sich bietenden Opportunitäten genutzt hat, um das Geschäft in Europa stark auszuweiten. Die Erlöse wurden 2020 zu 97 Prozent im EU-Raum und UK erwirtschaftet, damit entfiel nur ein kleiner Teil auf andere Länder. In der Finanzperiode zuvor hatte die Relation noch bei 67,5 Prozent (EU) zu 32,5 Prozent (Übrige) gelegen – auf Basis wesentlich niedrigerer Umsätze. Wir gehen davon aus, dass das Wachstum künftig vor allem außerhalb der EU erfolgen wird. Die Adressierung von Märkten mit einer niedrigeren Marktsättigung sollte eine höhere Marketingeffizienz und somit relativ niedrigere Kundengewinnungskosten ermöglichen. In unserem Modell haben wir für 2021 ein Gesamtbudget für Marketing & Werbeaufwendungen sowie Investitionen in die Kundengewinnung von 28 Mio. Euro unterstellt, das entspricht 52 Prozent der Erlöse. Bis zum Ende des Detailprognosezeitraums im Jahr 2028 steigen die Ausgaben annahmegemäß auf 58 Mio. Euro, womit aber ihr Anteil am Umsatz auf 33 Prozent zurückgehen sollte. Das ist der Schlüssel für die von uns unterstellte Steigerung der EBIT-Marge in den nächsten Jahren.

## Weiteres sequenzielles Wachstum

Aus diesen Annahmen leiten wir für 2021 unverändert einen Umsatz von 54,5 Mio. Euro und ein EBITDA von 14,0 Mio. Euro ab, was mit einem wei-

teren sequenziellen Wachstum in Q3 und Q4 einhergeht. Die EBITDA-Marge schätzen wir damit auf 25,7 Prozent, nach 27,0 Prozent in 2020. Da der Gewinn vor Steuern, Zinsen und Abschreibungen inzwischen die wichtigste Kennzahl von NAGA ist, haben wir die Tabelle der Kennzahlen unseres DCF-Modells, das unten auf dieser Seite abgebildet ist, entsprechend geändert und das EBITDA mit aufgenommen. Unsere Einschätzungen zum EBIT und zum Nettoergebnis in diesem Jahr haben wir abgesenkt, und damit vor allem höhere Investitionen in die Kundengewinnung berücksichtigt, die zu höheren Abschreibungen führen. Die EBIT-Marge erwarten wir nun bei 13,2 Prozent.

### Zielmarge: 31,0 Prozent

Wie ausgeführt, sollten die Kundengewinnungskosten mit der Erschließung attraktiver neuer Märkte – nach höheren Anfangsinvestitionen beim Markteintritt – deutlich unter dem zuletzt zu beobachtenden Niveau liegen, was in unserer Kalkulation zu einer Margenverbesserung führt. Gegen Ende des Detailprognosezeitraums erwarten wir ein EBITDA von 60,6 Mio. Euro und damit eine EBITDA-Marge von 34,2 Prozent. EBIT und EBIT-Marge liegen bei 55,0

Mio. Euro und 31,0 Prozent. Damit liegen EBITDA und EBIT zum Ende des Detailprognosezeitraums wieder näher beieinander, da wir in der Tendenz in den acht Jahren einen zunehmenden Anteil allgemeiner Marketingaufwendungen und einen abnehmenden Anteil direkt zurechenbarer Investitionen in die Kundengewinnung unterstellt haben.

### Finanzierung mit Wandelanleihen

Um das aktuell hohe Niveau der Marketingaufwendungen zu stemmen, unterstellen wir, wie bislang, dass der Finanzierungsrahmen, den der Deal mit Yorkville bietet, voll ausgeschöpft wird, und dass die Wandelanleihen letztlich zu einem Durchschnittskurs von 6,00 Euro gewandelt werden. Hier hatten wir bislang 7,00 Euro unterstellt. Aufgrund der Kursentwicklung der letzten Monate haben wir die Annahme aber etwas konservativer formuliert. Da sich die Wandlung noch über einen Zeitraum von mehr als zwei Jahren erstrecken wird und wir eine positive Geschäftsentwicklung von NAGA erwarten (die sich auch in der Kursentwicklung niederschlagen sollte), stufen wir diese Annahme als konservativ ein. Daraus ergibt sich eine volle Verwässerung auf 47,0 Mio. Aktien (bislang: 46,4 Mio.) als Kalkulationsbasis.

Mio. Euro	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028
Umsatzerlöse	54,5	82,4	101,3	120,3	139,0	156,1	168,8	177,3
Umsatzwachstum		51,2%	23,1%	18,7%	15,5%	12,3%	8,1%	5,1%
<b>EBITDA</b>	<b>14,0</b>	<b>21,6</b>	<b>30,6</b>	<b>38,3</b>	<b>46,9</b>	<b>53,6</b>	<b>57,9</b>	<b>60,6</b>
EBIT	7,2	11,2	18,1	26,8	36,3	44,2	51,0	55,0
Steuersatz	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	2,2	3,3	5,4	8,0	10,9	13,2	15,3	16,5
<b>NOPAT</b>	<b>5,1</b>	<b>7,8</b>	<b>12,7</b>	<b>18,8</b>	<b>25,4</b>	<b>30,9</b>	<b>35,7</b>	<b>38,5</b>
+ Abschreibungen & Amortisation	6,8	10,4	12,5	11,5	10,5	9,4	6,9	5,6
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Operativer Brutto Cashflow</b>	<b>11,9</b>	<b>18,2</b>	<b>25,2</b>	<b>30,3</b>	<b>36,0</b>	<b>40,4</b>	<b>42,6</b>	<b>44,1</b>
- Zunahme Net Working Capital	-8,6	-9,5	-6,8	-3,5	-3,0	-1,9	-0,4	1,3
- Investitionen AV	-10,2	-11,3	-10,8	-9,8	-8,4	-7,2	-5,9	-4,5
<b>Free Cashflow</b>	<b>-7,0</b>	<b>-2,5</b>	<b>7,6</b>	<b>16,9</b>	<b>24,6</b>	<b>31,2</b>	<b>36,3</b>	<b>40,9</b>

SMC-Schätzmodell

## Margenabschlag für Terminal Value

Die Tabelle auf der vorherigen Seite zeigt die aus diesen Annahmen resultierende Entwicklung der wichtigsten Cashflow-Kennzahlen im Detailprognosezeitraum bis 2028. 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“ Cashflow-Wachstum von 1,0 Prozent.

## Diskontierungszins 7,5 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 Marktrisiko­prämie ziehen wir einen Durchschnittswert von 5,8 Prozent heran, der für Deutschland üblich ist (Quelle: Survey: Market Risk Premium and Risk-Free Rate used for 81 countries in 2020). In Kombination mit einem Beta von 1,5, einem Ziel-FK-Anteil von 40 Prozent und einem Steuersatz für das Tax-Shield von 30 Prozent resultiert hieraus ein WACC-Satz von 7,5 Prozent.

## Kursziel: 8,00 Euro je Aktie

In unserem favorisierten Szenario (WACC von 7,5 Prozent und ewiges Wachstum 1,0 Prozent) ergibt sich aus unseren Annahmen ein Marktwert des Eigenkapitals in Höhe von 377,6 Mio. Euro. Umgerechnet auf eine voll verwässerte Aktienzahl von 47,0 Mio. Stück (inklusive Umtausch aller Wandelanleihen) resultiert daraus ein fairer Wert je Aktie von 8,03 Euro, woraus wir 8,00 Euro als neues Kursziel ableiten. Die Reduktion gegenüber unserer letzten Taxe (8,90 Euro) beruht auf der Anhebung der Marketingausgaben in Reaktion auf die im Geschäftsbericht veröffentlichten Daten und auf eine etwas höhere Verwäs-

serung, da wir den durchschnittlichen Tauschkurs für die Wandelanleihen aus der Yorkville-Vereinbarung etwas abgesenkt haben. Dennoch sehen wir damit weiterhin ein attraktives Kurspotenzial von mehr als 50 Prozent.

## Prognoserisiko leicht über dem Schnitt

Ergänzend zur fundamentalen Ableitung des fairen Wertes schätzen wir das Prognoserisiko auf einer Skala von 1 (sehr niedrig) bis 6 (sehr hoch) ein. Die NAGA Group verfügt über eine modulare, vielseitig einsetzbare Softwareplattform und ein etabliertes Standbein im Brokerage-Markt. Die letzten Quartale haben gezeigt, dass die Wachstumsstrategie sehr gut funktioniert und das auch unabhängig von der Sonderkonjunktur, die die Corona-Krise den Onlinebrokern beschert hat, deutliche Zuwächse erwirtschaftet werden können. Eine gewisse Volatilität resultiert allerdings trotzdem aus den schwankungsfreudigen Handelsaktivitäten der Anleger. In Summe sehen wir weiterhin ein leicht überdurchschnittliches Prognoserisiko, das wir mit 4 Punkten zum Ausdruck bringen.

Sensitivitätsanalyse	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	WACC	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%
6,5%	11,18	10,32	9,62	9,04	8,55
7,0%	10,00	9,32	8,76	8,28	7,87
7,5%	9,04	8,49	8,03	7,64	7,29
8,0%	8,23	7,79	7,41	7,08	6,79
8,5%	7,56	7,19	6,87	6,59	6,34

## Sensitivitätsanalyse

Im Rahmen der Sensitivitätsanalyse haben wir die Inputparameter WACC und ewiges Wachstum variiert. Der dabei errechnete faire Wert liegt zwischen 6,34 Euro je Aktie im restriktivsten Fall (WACC von 8,5 Prozent und ewiges Wachstum von 0 Prozent) und 11,18 Euro im optimistischsten Fall.

## Fazit

---

Mit einer neuen Wachstumsstrategie ist es NAGA im letzten Jahr gelungen, den Umsatz stark zu steigern und die Profitabilität deutlich zu verbessern. Konkret wurde der Umsatz um rund 220 Prozent auf 24,4 Mio. Euro gesteigert, während das EBITDA von -9,2 auf +6,6 Mio. Euro zugelegt hat. Damit wurde eine beachtliche EBITDA-Marge von 27,0 Prozent erwirtschaftet. Auch wenn das teilweise auf die Aktivierung von Kundengewinnungskosten zurückzuführen ist, stellt dieses Renditeniveau eine starke Leistung dar.

Und wir sehen für das Unternehmen weiterhin sehr gute Wachstumschancen und zumindest mittelfristig zusätzliches Margenpotenzial. Das Management nimmt derzeit gezielt potenzialträchtige ausländische Märkte außerhalb der EU ins Visier, bei denen die Marktsättigung noch geringer ist. Wir versprechen uns davon nach Anfangsinvestitionen auch eine Reduktion der durchschnittlichen Kundengewinnungskosten.

Dass NAGA insgesamt auf einem guten Weg ist, zeigt auch das zweite Quartal 2021, in dem das abgewickelte Handelsvolumen um 170 Prozent zum Vorjahr und auch um rd. 24 Prozent gegenüber den ersten drei Monaten gesteigert werden konnte. Diese Zahlen sprechen nicht für eine abnehmende Dynamik, die bei einigen deutschen Konkurrenten im Q2 zu erkennen war.

Das macht die Aktie attraktiv, gerade auch in Relation zu den sehr hoch bewerteten Börsenneulingen aus der Branche wie Robinhood oder eToro (die in eine SPAC eingebracht werden).

Wir sehen ein Kursziel von 8,00 Euro, das nach einer Neukalkulation der Marketingausgaben zwar etwas unter unserer letzten Taxe (8,90 Euro) liegt, aber dennoch ein Aufwärtspotenzial von mehr als 50 Prozent bietet. Unser Urteil lautet daher weiter „Buy“.

# Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

## Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028
<b>AKTIVA</b>									
I. AV Summe	113,5	116,9	117,8	116,1	114,4	112,3	110,0	109,0	108,0
1. Immat. VG	112,3	115,5	116,1	114,1	112,1	109,7	107,2	105,9	104,6
2. Sachanlagen	0,5	0,6	0,8	0,9	1,1	1,2	1,3	1,5	1,6
II. UV Summe	16,3	29,7	49,4	72,0	96,2	128,1	150,9	171,0	187,3
<b>PASSIVA</b>									
I. Eigenkapital	111,8	128,3	145,9	163,5	182,3	208,2	224,4	238,9	249,2
II. Rückstellungen	0,9	1,3	1,7	2,2	2,6	3,0	3,4	3,9	4,3
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6
2. Kurzfristiges FK	13,5	13,4	15,9	18,8	22,1	25,6	29,5	33,7	38,1
<b>BILANZSUMME</b>	<b>129,8</b>	<b>146,7</b>	<b>167,2</b>	<b>188,1</b>	<b>210,7</b>	<b>240,4</b>	<b>260,9</b>	<b>280,1</b>	<b>295,3</b>

## GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028
Umsatzerlöse	24,4	54,5	82,4	101,3	120,3	139,0	156,1	168,8	177,3
Gesamtleistung	26,3	55,5	83,4	102,3	121,3	140,0	157,1	169,8	178,3
Rohertrag	22,8	48,4	72,7	89,2	105,7	121,9	136,8	147,9	155,3
EBITDA	6,6	14,0	21,6	30,6	38,3	46,9	53,6	57,9	60,6
EBIT	2,8	7,2	11,2	18,1	26,8	36,3	44,2	51,0	55,0
EBT	2,1	6,5	10,9	17,9	26,9	36,9	45,2	52,4	56,7
JÜ (vor Ant. Dritter)	2,0	4,5	7,6	12,6	18,8	25,8	31,7	36,7	39,7
JÜ	1,3	4,1	7,2	12,6	18,8	25,8	31,7	36,7	39,7
EPS	0,03	0,09	0,15	0,27	0,40	0,55	0,67	0,78	0,84

## Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

### Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028
CF operativ	3,7	2,0	8,3	18,0	26,5	33,0	38,9	42,8	46,3
CF aus Investition	-7,3	-10,2	-11,3	-10,8	-9,8	-8,4	-7,2	-5,9	-4,5
CF Finanzierung	5,7	10,8	10,3	5,3	0,3	0,3	-15,2	-21,9	-29,0
Liquidität Jahresanfa.	3,2	5,2	7,7	15,0	27,5	44,5	69,5	86,0	101,1
Liquidität Jahresende	5,2	7,7	15,0	27,5	44,5	69,5	86,0	101,1	113,8

### Kennzahlen

Prozent	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028
Umsatzwachstum	219,6%	123,7%	51,2%	23,1%	18,7%	15,5%	12,3%	8,1%	5,1%
EBITDA-Marge	27,0%	25,7%	26,2%	30,2%	31,8%	33,7%	34,3%	34,3%	34,2%
EBIT-Marge	11,5%	13,2%	13,6%	17,9%	22,3%	26,1%	28,3%	30,2%	31,0%
EBT-Marge	8,7%	11,8%	13,2%	17,7%	22,4%	26,6%	29,0%	31,0%	32,0%
Netto-Marge (n.A.D.)	5,2%	7,5%	8,8%	12,4%	15,7%	18,6%	20,3%	21,7%	22,4%

# Impressum & Disclaimer

---

## Impressum

### *Herausgeber*

sc-consult GmbH

Alter Steinweg 46

48143 Münster

Internet: [www.sc-consult.com](http://www.sc-consult.com)

Telefon: +49 (0) 251-13476-94

Telefax: +49 (0) 251-13476-92

E-Mail: [kontakt@sc-consult.com](mailto:kontakt@sc-consult.com)

### *Verantwortlicher Analyst*

Dipl.-Kfm. Holger Steffen

### *Charts*

Die Charts wurden mittels Tai-Pan ([www.lp-software.de](http://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 24.08.2021 um 9:00 Uhr fertiggestellt und am 24.08.2021 um 10:00 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
21.05.2021	Buy	8,90 Euro	1), 3), 4)
15.03.2021	Buy	8,90 Euro	1), 3)
15.01.2021	Buy	7,30 Euro	1), 3)
16.12.2020	Buy	5,30 Euro	1), 3), 4)
11.11.2020	Buy	4,40 Euro	1), 3)
30.07.2020	Buy	3,40 Euro	1), 3), 4)
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)

In den nächsten zwölf Monaten wird die sc-consult GmbH zu dem analysierten Unternehmen voraussichtlich folgende Finanzanalysen erstellen: Zwei Update und drei 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.