

31. Oktober 2022
Research-Studie

SMC Research

Small and Mid Cap Research



Platz 1
Europe
Industrials
(2018)



Platz 2
German
Software & IT
(2018)



Platz 1
German
Software & IT
(2017)

Mehrfacher Gewinner
der renommierten
Refinitiv Analyst Awards

The NAGA Group AG

Fokus richtet sich stärker
auf Profitabilität

Urteil: Hold (zuvor: Buy) | Kurs: 1,358 € | Kursziel: 3,40 € (zuvor: 11,20 €)

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

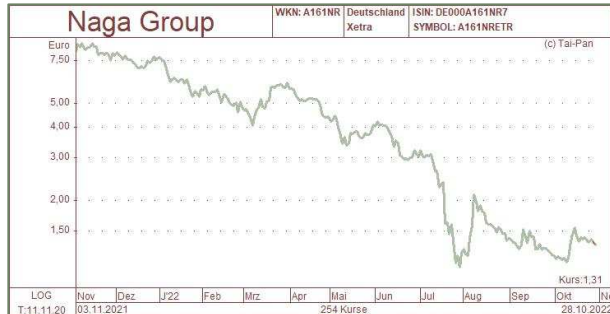
E-Mail: kontakt@sc-consult.com

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	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:	147 (2021)
Rechnungslegung:	IFRS
ISIN:	DE000A161NR7
Ticker:	N4G:GR
Kurs:	1,358 Euro
Marktsegment:	Basic Board
Aktienzahl:	54,0 Mio. Stück
Market Cap:	73,4 Mio. Euro
Enterprise Value:	46,8 Mio. Euro
Freefloat:	ca. 19,7 %
Kurs Hoch/Tief (12 M):	8,91 / 1,01 Euro
Ø Umsatz (Xetra, 12 M):	190,9 Tsd. Euro

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. In den letzten zwei Jahren hat das Unternehmen das Angebot deutlich erweitert: Während die App NAGA Pay Bankdienstleistungen bietet, adressiert die neue Plattform NAGAX den Kryptomarkt mit einem umfassenden Handels- und Informationsangebot. Damit entwickelt sich das Angebot immer mehr zu einem „One-Stop-Shop“ für den Finanzsektor. Aufbauend auf diesen Fortschritten wird derzeit die internationale Vermarktung der Lösungen vorangetrieben. In einem schwierigen Marktumfeld hat das Management den Fokus dabei zugleich aber auch stärker auf die Profitabilität gerichtet und setzt aktuell Effizienzsteigerungsmaßnahmen um.

GJ-Ende: 31.12.	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Umsatz (Mio. Euro)	7,6	24,4	52,9	63,4	76,1	98,4
EBITDA (Mio. Euro)	-9,2	4,5	-4,2	-2,7	2,2	9,1
Jahresüberschuss	-12,0	-0,6	-10,1	-19,4	-6,5	-1,8
EpS	-0,31	0,03	0,05	-0,36	-0,12	-0,03
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Umsatzwachstum	-52,7%	219,6%	117,1%	20,0%	20,0%	29,3%
Gewinnwachstum	-	-	-	-	-	-
KUV	9,63	3,01	1,39	1,16	0,96	0,75
KGV	-	-	-	-	-	-
KCF	-	45,5	-	-	-	11,2
EV / EBITDA	-	10,4	-	-	21,8	5,2
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 1.000 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.
- **Ausbau des Leistungsspektrums:** Ein zentrales Element der Expansionsstrategie war in den letzten zwei Jahren der Ausbau des Leistungsspektrums. Mit der App NAGA Pay bietet das Unternehmen mittlerweile auch verschiedene Bankdienste an, und die in diesem Jahr neu eingeführte Plattform NAGAX bietet ein umfassendes Handels- und Informationsangebot für den Kryptomarkt. Nun steht insbesondere die Ausweitung der internationalen Vermarktung dieser Lösungen auf der Agenda. Die Software könnte Partnern künftig auch gegen Lizenzgebühren im Rahmen eines SaaS-Modells zur Verfügung gestellt werden, was eine Beschleunigung des Wachstums bei vergleichsweise niedrigen Risiken ermöglichen würde.
- **Markt in Konsolidierungsphase:** Nach einem kräftigen Boom im Nachgang zum Corona-Crash haben die in diesem Jahr deutlich sinkenden Börsenkurse und zuletzt auch rückläufige Handelsaktivitäten der Anleger eine Konsolidierungsphase im Brokerage- und FinTech-Markt ausgelöst. Der Fokus ist jetzt nicht mehr einseitig auf ein möglichst hohes Wachstum gerichtet, sondern auch auf eine zügige Erreichung der Break-even Schwelle. Der Neobroker Robinhood hat beispielsweise im August den Abbau von 23 Prozent des Mitarbeiterstamms angekündigt, um die hohen operativen Verluste zu reduzieren.
- **Deutliche Zuwächse:** NAGA hat die Erlöse im letzten Jahr um 117 Prozent auf 52,9 Mio. Euro ausgeweitet und ein EBITDA-Defizit von -4,2 Mio. Euro erwirtschaftet. Vorab war eigentlich ein höherer Umsatz und ein deutlich positives EBITDA gemeldet worden, aber die Wirtschaftsprüfer haben die Bilanzierung von Krypto-Assets sowie die Aktivierungspraxis von Marketingaufwendungen zur Kundengewinnung beanstandet. In der Folge wird das Unternehmen auch in diesem Jahr wachstumsbedingt voraussichtlich noch ein negatives EBITDA ausweisen, außerdem werden Abschreibungen auf Kryptobestände (die sich zum Zeitpunkt der Geschäftsberichterstellung auf 11,2 Mio. Euro beliefen) belasten. Die Erlöse sollen aber weiter steigen, nach acht Monaten lag der Umsatz mit 39,7 Mio. Euro um 25 Prozent über dem Vorjahreswert.
- **Großes Erholungspotenzial:** In einem anspruchsvollen Marktumfeld ist die Erzielung hoher Wachstumsraten aktuell schwierig, der Fokus hat sich deswegen auch bei NAGA stärker in Richtung Profitabilität verschoben. Das Management hat Kostenkürzungen eingeleitet und arbeitet aktuell an einer weiteren Verbesserung der Effizienz im Marketing. In Kombination mit einer fortgesetzten internationalen Expansion soll das sowohl weiteres Wachstum als auch das zügige Überschreiten der Breakeven-Schwelle beim Cashflow ermöglichen. Wir sehen durchaus gute Chancen, dass NAGA dies gelingt, und leiten aus dem umfassend überarbeiteten Expansionsmodell nun ein Kursziel von 3,40 Euro ab, das weit über dem stark reduzierten Börsenkurs liegt. Unser Urteil lautet aber vorerst „Hold“, bis deutlicher wird, ob NAGA die eigenen Wachstumsziele (40 Prozent p.a.) erreichen und zugleich positive Cashflows erwirtschaften kann.

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 der App NAGA Pay und der Krypto-Plattform NAGAX hat sich das Unternehmen in den letzten zwei Jahren in zwei potenzialträchtigen Marktsegmenten stark positioniert.
- Mehrere renommierte Ankeraktionäre.

Chancen

- Der Netzwerkeffekt sorgt dafür, dass die Plattform mit steigenden Nutzerzahlen immer attraktiver wird.
- Die neuen Lösungen NAGA Pay und NAGAX könnten insbesondere bei einer Trendwende am Kapitalmarkt für eine kräftige Stimulierung der Wachstumsdynamik sorgen.
- Mit der Ausweitung des Leistungsangebots diversifiziert das Unternehmen die Einnahmequellen und schafft damit ein breiteres Fundament.
- Eine weitere dynamische Umsatzsteigerung sollte mit deutlichen Skaleneffekten und steigenden Margen verbunden sein.
- Synergetische Akquisitionen könnten den Expansionskurs zusätzlich stützen.
- Nach einer massiven Korrektur hat die Aktie großes Erholungspotenzial, wenn die erfolgreiche Expansion fortgesetzt werden kann.

Schwächen

- Bilanzierungsprobleme und revidierte Zahlen haben im laufenden Jahr zu einem Reputationsschaden geführt.
- Hohe Marketingausgaben haben bislang noch einen deutlich negativen Free-Cashflow bedingt.
- 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 (67,4 Prozent zum 31.12.21).
- Als FinTech-Anbieter operiert NAGA in einem komplexen Regulierungsumfeld.
- Abhängigkeit von einer kleinen Führungsmannschaft, insbesondere von Gründer Bilski.

Risiken

- Das schwierige Marktumfeld könnte noch länger anhalten und die Wettbewerbsintensität im Brokeragemarkt weiter verschärfen.
- Der Cashflow-Breakeven könnte erst später als erhofft erreicht werden, ggfs. wären dann weitere Kapitalmaßnahmen erforderlich.
- Die simultane Expansion in mehreren ausländischen Märkten sorgt für eine erhöhte Komplexität und für zahlreiche länderspezifische Risiken.
- Entwickelt sich das Brokerage-Geschäft nicht wie geplant, kann das zu erheblichen Goodwill-Abreibungen führen.
- Eine verschärfte Regulierung von 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 seit Oktober im Basic Board der Frankfurter Börse (zuvor war sie im Scale-Segment notiert). 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.

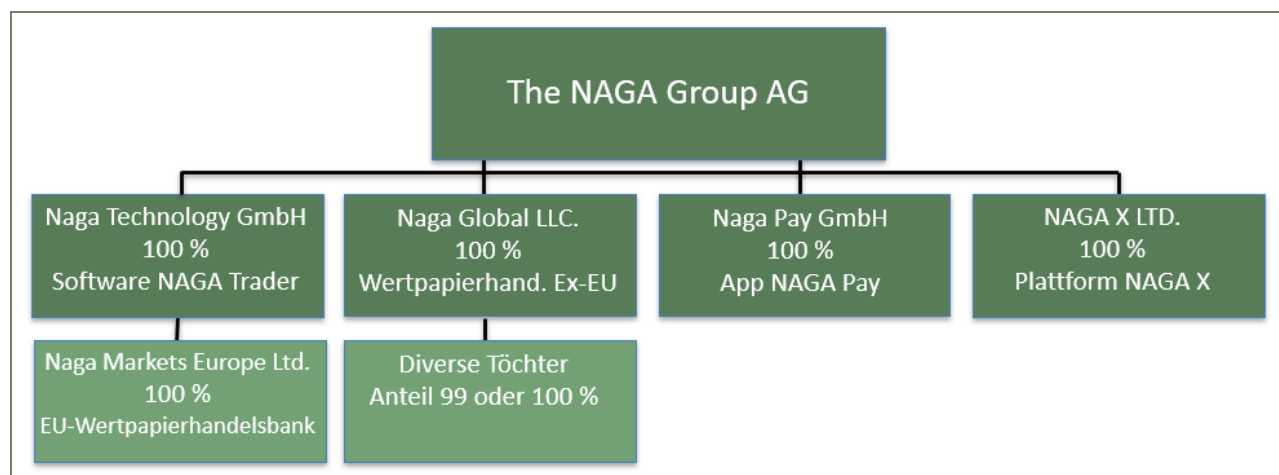
Eigene Wertpapierhandelsbank

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 hundertprozentige Tochter Naga Global LLC. zuständig, die ihrerseits wiederum mehrere Töchter (NAGA GLOBAL (CY) Ltd., NAGA Global West Africa Ltd. und NAGA FINTECH CO. Ltd.) hat, welche u.a. Schulungszentren in wichtigen ausländischen Märkten aufbauen oder Unterstützung bei der Kundengewinnung leisten. Außerdem hat das Unternehmen zwei Töchter für zentrale Expansionsprojekte gegründet: Während die NAGA Pay GmbH die gleichnamige App entwickelt und am Markt eingeführt hat, ist die NAGA X Ltd. für den Großteil der Aktivitäten im Kryptobereich verantwortlich (siehe Kapitel Strategie). Eine Übersicht über die wesentlichen aktiven operativen Gesellschaften von NAGA zeigt die Grafik unten auf dieser Seite. 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 1.000 Instrumente und Märkte investiert werden. Zum Trading-Universum zählen insbesondere CFDs,

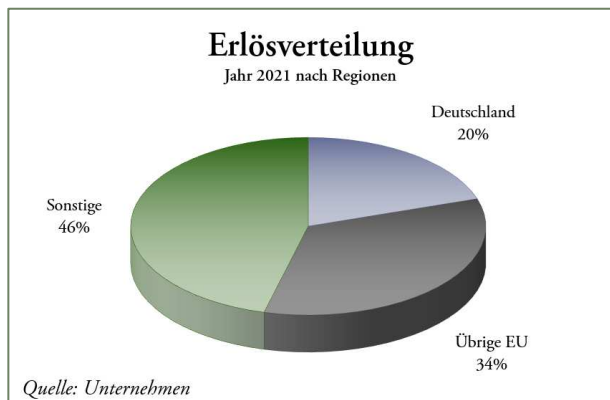


Wesentliche aktive Töchter von NAGA; Quelle: Unternehmen

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 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 Jahr 2021 lag die Gesamtzahl kopierter Transaktionen bereits bei über 4,8 Mio., ein Zuwachs um mehr als 180 Prozent zum Vorjahr. Insgesamt hat NAGA im letzten Jahr mehr als 10 Mio. Transaktionen abgewickelt und so Brokerage-Einnahmen in Höhe von 48,8 Mio. Euro generiert. Hinzu kamen noch Erlöse aus dem Eigenhandel mit dem NAGA Coin (4,1 Mio. Euro), so dass das Unternehmen insgesamt einen Umsatz von 52,9 Mio. Euro erzielt hat. Dieser wurde zu rund 20 Prozent mit Kunden aus Deutschland generiert und zu 34 Prozent mit Kunden aus anderen EU-Märkten, so dass bereits 46 Prozent der Erlöse außerhalb des EU-Raums erwirtschaftet wurden.

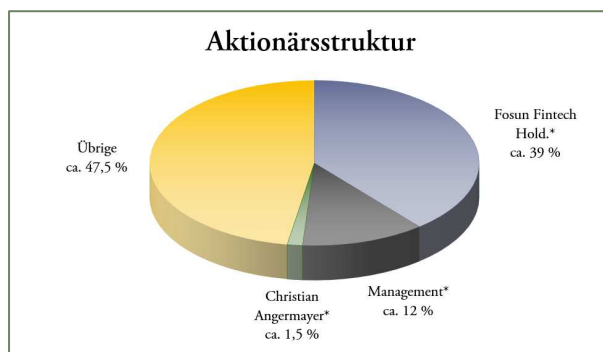


Eigene Software

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 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 ca. 12 Prozent einen substantiellen Teil der NAGA-Aktien. Größter Aktionär ist mit rund 39 Prozent (inkl. verbundener Aktionäre) die Fosun Fintech Holdings, ein Ableger des chinesischen Industrie- und Finanzkonglomerats Fosun. Im letzten Jahr hat NAGA zwei große Kapitalerhöhungen durchgeführt, in deren Rahmen sich auch der bekannte Entrepreneur Christian Angermayer beteiligt hat. Ihm sind ca. 1,5 Prozent der ausstehenden Anteile zuzurechnen, weitere Aktien halten von ihm initiierte Investmentvehikel. Den aktuellen Freefloat beziffert die Gesellschaft auf ca. 19,7 Prozent.



Zum 31.12.21. *Inklusive Aktien von nahestehenden Unternehmen bzw. verbundenen Aktionären; 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, neu erschlossen werden.

Positionierung als Neo-Bank

Die App NAGA Pay wurde im Jahr 2020 zur Erschließung neuer Kundensegmente am Markt eingeführt und im letzten Jahr noch einmal umfangreich überarbeitet und neu gelauncht. Zusammen mit dem Partner Contis Ltd., einem Anbieter einer Banking-as-a-Service-Plattform, bietet NAGA hier verschiedene Bankdienste an. Die Leistungspalette umfasst ein IBAN-Konto, die Möglichkeit zu Zahlungstransfers und die Nutzung einer VISA-Kreditkarte. Besonders innovativ ist die seit diesem September bestehende Option, bei Käufen mit der Kreditkarte in der App festzulegen, ob der Betrag vom Bargeldbestand (Fiat) oder aus dem Kryptovermögen abgebucht werden soll. Aus der App heraus sind zudem auch die von NAGA entwickelten Handelsfunktionalitäten nutzbar.

Kryptomarkt als Expansionsschwerpunkt

Der Ausbau der Handels- und Einsatzmöglichkeiten für Kryptoassets ist ein weiterer wichtiger Schwerpunkt der Strategie. Das Unternehmen hat dafür die

neue Plattform NAGAX entwickelt, die eine Lizenz aus Estland nutzt, im März dieses Jahres im Markt eingeführt wurde und in der gewohnten Form Handelsfunktionalitäten mit dem Informationsangebot eines sozialen Netzwerks verknüpft. Die Leistungspalette von NAGAX geht aber noch deutlich darüber hinaus: Neben einem Spotmarkt mit mehr als 50 Coins und einer Verwahrmöglichkeit („Wallet“) für Kryptowährungen bietet die Plattform auch Kryptoderivate mit Hebel, Staking-Möglichkeiten sowie die Generierung und den Handel von Non Fungible Token (NFT). Die Lösung ist das Resultat der umfangreichen Erfahrungen, die das Unternehmen in den letzten Jahren im Nachgang zur Emission eines eigenen Token im Jahr 2017 gemacht hat. Die Tokenplatzierung war ebenso wie die bisherige Markterschließung zusammen mit einem Partner, der NAGA Development Association Ltd. (NDAL) erfolgt, der vor der Entwicklung von NAGAX verantwortlich für den Betrieb der NAGA-Wallet und der Kryptobörse war. Den im Zuge dessen aufgebauten Kundenstamm hat die NAGA AG im letzten Jahr von NDAL erworben und in die neue eigene Plattform migriert.

F&E als Kernkompetenz

Mit NAGAX hat das Unternehmen einmal mehr seine Innovationskraft unter Beweis gestellt – Forschung & Entwicklung gehört seit der Gründung zur Kern-DNA von NAGA, wobei der Bereich Blockchain und Krypto von Anfang an einen Entwicklungsschwerpunkt darstellt. Aber auch das Kernangebot NAGA Trader wird ständig erweitert und verbessert. Allein im letzten Jahr hat die Gesellschaft nach eigenen Angaben insgesamt mehr als 100 neue Features herausgebracht. Der hohe Aufwand, den die Hanseaten hier betreiben, spiegelt sich auch in den Zahlen wider: In der Finanzperiode 2021 wurden insgesamt rund 3,5 Mio. Euro für F&E aufgewendet, das entsprach 6,6 Prozent der generierten Erlöse.

Ausbau des Netzwerks

Für eine stetige Erweiterung des Informationsangebots hat NAGA bereits im Jahr 2020 das 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.

Weitere Internationalisierung

Eine weitere Säule der Wachstumsstrategie stellt die internationale Expansion dar. 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. Zur Unterstützung dieser globalen Aktivitäten hat das Unternehmen eine Brokerage-Lizenz der Seychellen beantragt und im Oktober dieses Jahres erhalten. NAGA bedient mittlerweile Kunden aus mehr als 100 Ländern, die Plattform ist bereits in 14 Sprachen verfügbar. Die Gesellschaft flankiert die internationale Expansion mit dem Aufbau lokaler Niederlassungen, bislang in Thailand und Nigeria, und hat bereits Lizenzanträge für weitere Länder (u.a. Australien) 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.

Software-as-a-Service

Eine solche Partnerschaft zeichnet sich einer Meldung aus dem Oktober zufolge für den brasilianischen Markt ab. Die Tochter NAGA X hat mit dem Unternehmen Guide Investimentos, das zur FOSUN-Gruppe gehört und eine der größten Digital-Asset-Management-Plattformen in dem Land betreibt, eine Absichtserklärung für den Aufbau einer Krypto-Handelsplattform im Rahmen eines Joint Ventures unterzeichnet. Die genaue Struktur der Zusammenarbeit ist noch offen, es ist aber geplant, dass das JV ein erster Anwendungsfall für das von NAGA entwickelte Software-as-a-Service-Modell wird. In dessen Rahmen bietet NAGA die eigenen Plattformen auf White-Label-Basis gegen Lizenzgebühren an und will so die Erschließung weiterer Länder beschleunigen und die Erlöse – mit einem vergleichsweise geringen eigenen Risiko – weiter erhöhen und diversifizieren. Die Partner haben Zugriff auf den Content und die Handelssignale, die von der wachsenden Community generiert werden, behalten aber den Zugriff auf ihre Kunden und den Tradingflow.

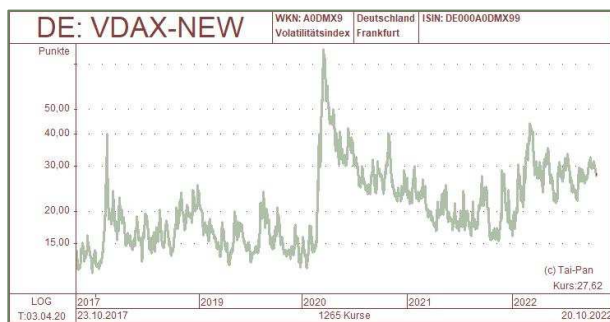
Übernahmen möglich

Neben Partnerschaften prüft NAGA zur Unterstützung der internationalen Expansion geeignete Übernahmen. Aktuell im Fokus steht insbesondere der britische Markt, aus dem sich das Unternehmen Ende letzten Jahres aus lizenzrechtlichen Gründen vorerst zurückgezogen hat. Generell stuft das Management den europäischen und den südostasiatischen Markt als interessante Regionen für potenzielle Zukäufe ein.

Marktumfeld

Volatilität als Treiber

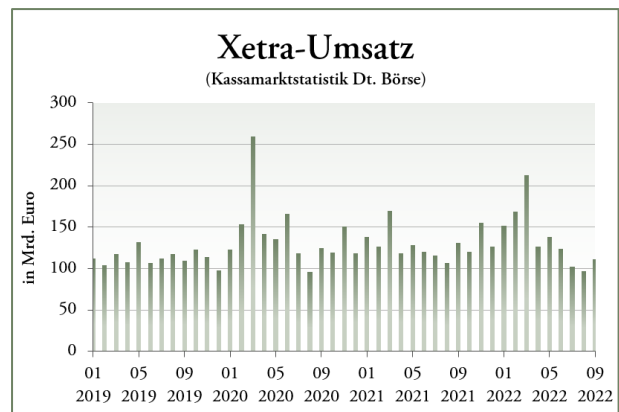
Die Einnahmen von NAGA stammen in erster Linie aus dem Onlinebrokerage und hängen damit von den Handelsaktivitäten der Kunden ab, die wiederum stark von den Kursschwankungen an den Märkten determiniert werden. Je höher die Volatilität am Kapitalmarkt, umso größer fällt üblicherweise das Orderaufkommen aus. In den letzten beiden Jahren haben zwei große Ereignisse Phasen mit einer überdurchschnittlichen Schwankungsintensität ausgelöst: Zunächst der Beginn der weltweiten Corona-Pandemie im Januar/Februar 2020 und dann der Einmarsch Russlands in die Ukraine im Februar dieses Jahres (siehe folgende Abbildung).



Gegenläufige Effekte

Diese Ereignisse haben sich stark auf die Handelsaktivitäten der Anleger ausgewirkt, wie es beispielhaft aus der Xetra-Umsatzstatistik der Deutschen Börse ablesbar ist (siehe folgende Abbildung). So lag der Xetra-Umsatz im März 2020 mit rund 260 Mrd. Euro um 120 Prozent über dem Vorjahresniveau, und das Volumen von 212 Mrd. Euro im März 2022 bedeutete wiederum einen Anstieg von 25 Prozent zum Referenzwert der Vorperiode (169 Mrd. Euro). Insgesamt ist die Volatilität im gesamten Jahr 2020 relativ hoch ausgefallen, wie der VDAX veranschaulicht. Das Jahr 2021 war dann deutlich ruhiger, so dass der Xetra-Umsatz auf Zwölfmonatsbasis mit 1,55 Bio. Euro um rund 9 Prozent unter dem Vorjahreswert lag. Im ersten Halbjahr 2022 gab es dann zunächst wieder deut-

liche Zuwächse, wobei der Volatilitätseffekt zunehmend von einem gegenläufigen Einflussfaktor überkompensiert wurde: Bei deutlich rückläufigen Kursen nehmen die Handelsaktivitäten der Anleger tendenziell eher ab, zudem drücken die niedrigeren Preise das Umsatzvolumen. Infolgedessen lag der Xetra-Umsatz im Juli 2022 erstmals unter dem Vorjahreswert (-11,6 Prozent), im September belief sich die Kontraktion sogar auf -15,3 Prozent.



Quelle: Deutsche Börse

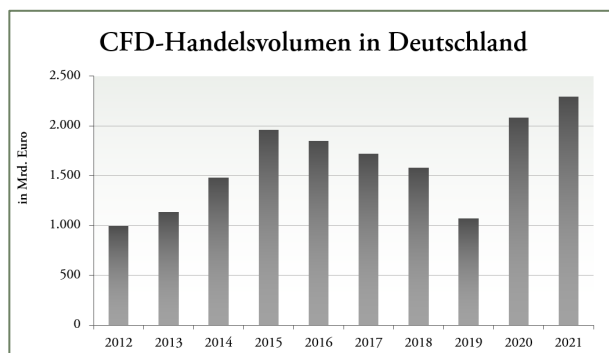
Kryptomarkt: Starke Korrektur

Von der Konsolidierungstendenz sehr stark erfasst worden ist in den letzten zwölf Monaten auch der Markt für Krypto-Assets. Nach Angaben von CoinMarketCap hat die globale Marktkapitalisierung der Kryptowährungen von 771 Mrd. Euro zum Jahresende 2020 bis zum Peak im November letzten Jahres zunächst bis auf knapp 3 Bio. Euro zugelegt, um im Anschluss bis Oktober 2022 wieder auf rund 930 Mrd. Euro abzuschmelzen. Viele sogenannte Small-Cap-Coins haben in diesem Zeitraum Verluste im hohen zweistelligen Prozentbereich verzeichnet.

CFDs: Zwei starke Jahre

Die Gesamtmarktrends waren auch in dem für NAGA wichtigsten Marktsegment, dem Handel mit Contracts for Differences (CFDs), deutlich zu spüren.

Nach einem über mehrere Jahre etablierten Abwärtstrend mit einem rückläufigen Handelsvolumen in Deutschland, der im Jahr 2018 durch eine Verschärfung der Regulierung auf europäischer Ebene noch verstärkt wurde, sorgte der Corona-Crash im Jahr 2020 und die dynamische Markterholung im weiteren Jahresverlauf für einen explosiven Anstieg der Umsätze um 95 Prozent auf 2,09 Bio. Euro. Die Zahl der Transaktionen hat sich im ersten Pandemiejahr sogar um 110 Prozent auf 91,9 Mio. erhöht und bei den CFD-Konten gab es einen Zuwachs um 32 Prozent auf rd. 261 Tsd. Dieser positive Trend hat sich im Prinzip in 2021 fortgesetzt, allerdings nicht mehr bei allen Kennzahlen. Die fortgesetzte Markterholung führte zwar zu einem weiteren Anstieg des Handelsvolumens um 10 Prozent auf 2,3 Bio. Euro, aber das insgesamt ruhigere Marktgeschehen (siehe VDAX) sorgte für einen Rückgang bei der Zahl der Transaktionen um 22 Prozent auf 71,8 Mio. Trotzdem hat die Zahl der Konten weiter zugelegt, um rund 12 Prozent auf knapp 292 Tsd. (Datenquelle: CFIN /CFD-Verband). Auch der Jahresstart 2022 ist noch positiv verlaufen, mit einem neuerlichen CFD-Rekordhandelsvolumen von 636,9 Mrd. Euro. Im Anschluss könnte der Baissetrend an den Märkten allerdings den Umsatz gedrückt haben – das legen zumindest die aktuellen Zahlen großer Anbieter nahe (siehe folgender Absatz).



Quelle: CFIN/CFD-Verband

Einnahmen der Anbieter schwanken

Der wechselhafte Marktverlauf spiegelt sich nämlich auch ähnlich in den Geschäftszahlen der großen Anbieter im CFD-Markt wider. Nach einem schwachen Jahr 2019 konnten die börsennotierten europäischen Branchenschwergewichte IG Group, Plus500 und

CMC Markets ihre Erlöse im Jahr 2020 (bzw. im Fall von IG und CMC im gebrochenen Geschäftsjahr 2020/21) um Raten von 31 Prozent (IG) bis 146 Prozent (Plus500) steigern. Die Marktberuhigung im Folgejahr führte dann bei Plus500 und CMC zu einem Umsatzrückgang von 18 resp. 29 Prozent, IG konnte hingegen auch im Jahr 2021 noch ein Wachstum von 14 Prozent erzielen. Auch aktuell fällt es den Anbietern angesichts des Baissetrends an den Märkten schwer, deutliche Zuwächse zu erwirtschaften. Während die IG Group die Erlöse im ersten Geschäftsquartal (per Ende August) der Finanzperiode 2022/23 immerhin um 11 Prozent steigern konnte, musste Plus500 im dritten Quartal 2022 (per Ende September) einen Umsatzrückgang von 8 Prozent hinnehmen (CMC hat noch keine Quartalszahlen vorgelegt). Besonders bemerkenswert ist, dass sich die Zahl der aktiven Kunden von Plus500 binnen Jahresfrist um 19 Prozent auf rd. 135 Tsd. reduziert hat (Quelle für alle Zahlen: Berichterstattung der Unternehmen).

Handelsaktivitäten gehen zurück

Auch bei den börsennotierten deutschen Onlinebrokern zeigen sich aktuell deutliche zyklische Einflüsse auf die Geschäftszahlen. Der FlatexDEGIRO-Konzern hatte die Zahl der Transaktionen im Jahr 2020 (auf Pro-forma-Basis nach der Übernahme von DEGIRO) zunächst um 138,7 Prozent auf 75,0 Mio. und in der Folgeperiode dann um weitere 21 Prozent auf 91 Mio. steigern können. Im dritten Quartal des aktuellen Geschäftsjahres lag das Volumen mit 15,3 Mio. dann aber um 16 Prozent unter dem Vorjahreswert. Auch die von der Smartbroker Holding AG veröffentlichten Resultate zeigen rückläufige Kundenaktivitäten: Die annualisierten Trades pro Konto haben sich bereits im ersten Halbjahr 2022 auf 22 reduziert, nachdem sie im Jahr 2021 noch bei 29 gelegen hatten (Quelle: Berichterstattung der Unternehmen).

Profitabilität rückt stärker in den Fokus

Auch auf die Neobroker, die Shootingstars der letzten Jahre, übt die Marktentwicklung Druck aus. Branchenpionier Robinhood hat im August für das zweite Quartal des laufenden Geschäftsjahres einen Umsatzrückgang im Vergleich zum Vorjahr um 44 Prozent auf 318 Mio. US-Dollar gemeldet. Der Verlust

konnte zwar binnen Jahresfrist deutlich reduziert werden, bewegte sich mit -295 Mio. US-Dollar aber fast auf der Höhe der Erlöse. Die deutlich verschlechterten Refinanzierungsmöglichkeiten im Markt und die schlechte Performance der Aktie, die gegenüber dem IPO-Kurs inzwischen drei Viertel ihres Wertes eingebüßt hat, erzwingen nun drastische Schritte. Das Unternehmen hat im Nachgang zu den Zahlen angekündigt, die Mitarbeiterzahl um 23 Prozent zu reduzieren. Das steht beispielhaft für einen Kursschwenk in der Branche. Als Reaktion auf die geänderten Rahmenbedingungen liegt der Fokus nicht mehr auf einem möglichst hohen Wachstum, sondern der Blick richtet sich stärker auf das Erreichen der Profitabilitätsschwelle.

Börsengang von eToro abgesagt

Im Markt für Social Trading hat die Eintrübung am Kapitalmarkt ebenfalls deutliche Spuren hinterlassen

– nicht nur in den operativen Geschäftsresultaten, sondern auch bei der Bewertung der Unternehmen. Im März letzten Jahres hatte der NAGA-Konkurrent eToro einen Börsengang über ein Reverse Subsidiary Merger mit der notierten Special Purpose Acquisition Company (kurz SPAC) FinTech Acquisition Corp. V vereinbart. Als Basis der Transaktion wurde ein Wert von 10 Mrd. US-Dollar veranschlagt, was nahezu dem 10-Fachen der für 2022 erwarteten Nettoerlöse entsprach. Obwohl sich eToro im Anschluss an die Vereinbarung operativ positiv weiterentwickelt hat – die Zahl der registrierten Nutzer wurde nach Unternehmensangaben im letzten Jahr von 17,5 auf 26,9 Mio. gesteigert und bei den Kundenkonten gab es sogar einen Zuwachs um mehr als 100 Prozent von 1,0 auf 2,4 Mio. – war die Transaktion zu den angestrebten Parametern nicht mehr umsetzbar. Das führte Anfang Juli dieses Jahres schließlich zur Absage des Vorhabens.

Finanzen

Erhebliche Beschleunigung

Die Fokussierung der Aktivitäten auf die Kernbereiche, die Intensivierung der Vermarktung und die forcierte internationale Expansion haben bereits im Jahr 2020 zu einer erheblichen Beschleunigung der Geschäftsentwicklung geführt, die sich in allen wichtigen KPI (Key Performance Indicators) adäquat niedergeschlagen hat. So konnte das Unternehmen die Zahl der abgewickelten Transaktionen um 117 Prozent auf 6,3 Mio. steigern, 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. Infolgedessen konnten die Handelserlöse aus dem Brokeragegeschäft im Jahr 2020 von 5,6 auf 24,3 Mio. Euro vervielfacht werden. Inklusive geringfügiger Einnahmen aus Dienstleistungen (94 Tsd. Euro, Vorjahr: 2,0 Mio. Euro) wurde ein Konzernumsatz von 24,4 Mio. Euro erzielt, was einem Anstieg von 220 Prozent zum Vorjahr entsprach.

Aktivierungsvolumen in 2020 geringer

Ursprünglich hatte das Unternehmen für 2020 auch eine Verbesserung des EBITDA von -9,2 auf 6,6 Mio. Euro und des Nettoergebnisses (nach Anteilen Dritter) von -12,0 auf 1,3 Mio. Euro gemeldet. Dabei wurden erstmals in erheblichem Umfang Aufwendungen, die direkt gewonnenen Kunden zugerechnet werden konnten, aktiviert. Zum Teil wurde das aber auch für bereits bestehende Kundenbeziehungen gemacht, was die Wirtschaftsprüfer im Rahmen der Prüfung des Jahresabschlusses 2021 moniert haben. Das Unternehmen hat infolgedessen die Aufwands- und Ergebniszahlen für 2020 rückwirkend angepasst. Die Erhöhung der Marketingaufwendungen um 2,1 Mio. Euro (und die damit verbundene Reduktion der Aktivierungen) führte zu etwas geringeren Abschreibungen (Reduktion um 0,2 Mio. Euro) und per Saldo zu einem niedrigeren EBITDA von 4,5 Mio. Euro, woraus

ein neues Nettoergebnis nach Anteilen Dritter von -0,6 Mio. Euro resultierte.

Korrektur der Vorabzahlen für 2021

Für 2021 hatte NAGA im Januar dieses Jahres auf vorläufiger Basis einen Umsatzanstieg um 126 Prozent auf 55,3 Mio. Euro und ein EBITDA von 12,8 Mio. Euro gemeldet. Diese Zahlen mussten mit der Prüfung revidiert werden. Zum einen sahen die Wirtschaftsprüfer für einen substanziellen Teil der Ausgaben im „Affiliate-Marketing“ keine ausreichende Grundlage für eine Aktivierung, weshalb die Investitionen (und die daraus resultierenden immateriellen Vermögensgegenstände) um das beanstandete Volumen reduziert und die Marketingaufwendungen entsprechend erhöht wurden. Zum anderen haben die Prüfer für den Handel mit dem NAGA Coin (NGC) und die daraus resultierenden Bestände eine andere Bilanzierung verlangt. Dabei geht es um den Ausweis von Buchgewinnen aus Kurssteigerungen, der von den Wirtschaftsprüfern nicht akzeptiert wurde. Stattdessen wurden die Bestände zu fortgeführten Anschaffungskosten (anstelle des Marktwerts zum Jahresende) bewertet, wodurch sich das EBITDA reduzierte.

Brokerageerlöse verdoppelt

Die Auswirkungen der geänderten Erfassung eines Teils der Erlöse aus dem Verkauf von NAGA Coins auf den Konzernumsatz in 2021 waren allerdings nicht besonders groß, die Einnahmen beliefen sich nach dieser Korrektur immer noch auf 52,9 Mio. Euro, woraus sich ein Wachstum um 117 Prozent zum Vorjahr errechnet. Davon stammen 4,1 aus der Veräußerung von NGC und 48,8 Mio. Euro aus dem klassischen Brokeragegeschäft, womit sich die Erlöse in diesem Bereich im Vergleich zum Vorjahr verdoppelt haben. Das ging einher mit weiteren starken Zuwächsen bei den zentralen KPI. So konnte das Unternehmen die Zahl der Echtdgeldtransaktionen um 60

Prozent auf über 10 Mio. steigern, wovon mehr als 4,8 Mio. auf kopierte Trades zurückzuführen waren. Die gestiegenen Handelsaktivitäten führten zu einem deutlich überproportionalen Wachstum des Handelsvolumens, das sich auf über 250 Mrd. Euro mehr als verdoppelt hat. Ebenfalls um mehr als 100 Prozent gegenüber dem Vorjahr hat die Zahl der Neuanmeldungen auf den NAGA-Plattformen zugenommen, die von 122 auf 277 Tsd. gestiegen ist.

Geschäftszahlen	2020	2021	Änderung
Umsatz	24,4	52,9	+117%
- Brokerage	24,3	48,8	+101%
- NGC-Handel	0,0	4,1	-
- Dienstleistungen	0,1	0,0	-100%
EBITDA	4,5	-4,2	-
EBIT	0,9	-9,5	-
Nettoergebnis	-0,6	-10,1	-

In Mio. Euro bzw. Prozent; Quelle: Unternehmen

EBITDA deutlich negativ

Gravierender waren die Auswirkungen der erforderlichen Änderungen an der Bilanzierungspraxis beim Ergebnis. Die Eliminierung eines Teils der Buchgewinne und das deutlich geringere Volumen der Aktivierungen (jeweils gegenüber den vorab kalkulierten Werten) führten dazu, dass das berichtete EBITDA letztlich mit -4,2 Mio. Euro deutlich negativ ausgefallen ist. Verantwortlich dafür war vor allem der starke Anstieg der Marketing- und Werbeaufwendungen von 8,7 auf 32,5 Mio. Euro. Aber auch bei allen anderen wichtigen operativen Kostenkategorien gab es, bedingt durch das starke Wachstum, deutliche Zuwächse. So erhöhte sich der Personalaufwand von 4,1 auf 8,0 Mio. Euro und der Entwicklungsaufwand von 2,5 auf 3,5 Mio. Euro, die sonstigen betrieblichen Aufwendungen legten derweil von 4,5 auf 8,0 Mio. Euro zu. Und schließlich summierten sich auch die Handelskosten und die direkten Aufwendungen der Handelserlöse, die die Anschaffungskosten von aus dem Umlaufvermögen veräußerten NGC, Transaktionskosten sowie Kosten für Handelsplattformen und die Absicherung risikoreicher Trades abbilden, auf 8,5 Mio. Euro (Vorjahr: 3,5 Mio. Euro).

Hoher Verlust

Als Folge der Aktivierung von Kundengewinnungs- und Entwicklungskosten haben sich auch die Abschreibungen deutlich erhöht, von 3,4 auf 5,3 Mio. Euro, weshalb der Fehlbetrag beim EBIT mit -9,5 Mio. Euro (Vorjahr: +0,9 Mio. Euro) im Jahr 2021 noch deutlich höher ausgefallen ist als beim EBITDA. Daraus resultierte unter dem Strich bei einem negativen Finanzergebnis (-1,7 Mio. Euro), einem positiven Steuerergebnis wegen latenten Steuern (+0,5 Mio. Euro) und einem Anteil Dritter am Ergebnis in Höhe von -0,7 Mio. Euro ein Nettajahresergebnis in Höhe von -10,1 Mio. Euro (Vorjahr: -0,6 Mio. Euro).

KEs decken hohe Abflüsse

Die Ergebnissituation spiegelt sich auch im Cashflow wider, aus dem operativen Geschäft gab es in 2021 einen Zahlungsmittelabfluss in Höhe von -12,9 Mio. Euro (Vorjahr: +1,6 Mio. Euro). Deutlich negativ ist auch der Investitions-Cashflow mit -41,6 Mio. Euro (Vorjahr -5,2 Mio. Euro), wobei neben den Abflüssen für Investitionen in immaterielle Vermögenswerte (Neukundengewinnung, Aufbau des NGC-Bestands) auch 27,1 Mio. Euro auf den Kauf von Geldmarktfondsanteilen entfallen, womit ein substanzieller Teil der Liquidität kurzfristig angelegt wurde. Die hohe Liquidität resultierte vor allem aus der Durchführung von zwei Kapitalerhöhungen in der letzten Finanzperiode (mit einem kumulierten Nettovolumen von 53,6 Mio. Euro) und der Platzierung von Wandelanleihen an den Investor Yorkville (Nettozufluss 7,6 Mio. Euro), was maßgeblich verantwortlich war für den Zufluss aus Finanzierungsaktivitäten in Höhe von 57,8 Mio. Euro. Insgesamt hat sich die ausgewiesene Konzernliquidität im Jahresverlauf von 5,2 auf 8,6 Mio. Euro erhöht, die Geldmarktfondsanteile sind hier noch hinzuzurechnen.

EK-Quote: 92 Prozent

Trotz des hohen Jahresfehlbetrags haben die durchgeführten Kapitalerhöhungen und die vollständige Wandlung aller ausstehenden Wandelanleihen zu einem Anstieg des Eigenkapitals von 110,1 auf 163,1 Mio. Euro geführt. Bei einer zugleich deutlich, von 18,0 auf 14,3 Mio. Euro gesunkenen Summe von

Verbindlichkeiten und Rückstellungen hat sich die Eigenkapitalquote so von 85,9 auf 92,0 Prozent erhöht und bewegt sich damit auf einem sehr hohen Niveau. Auf der Aktivseite entfällt die Bilanzsumme weiterhin zum größten Teil auf immateriellen Vermögenswert (119,6 Mio. Euro) und hier vor allem auf den Geschäfts- und Firmenwert (94,9 Mio. Euro).

Umfangreiche Abschreibungen in 2022

Zu den immateriellen Vermögensgegenständen zählte am Bilanzstichtag auch ein Teil der gehaltenen NAGA Coins. Insgesamt wurden im Anlagevermögen Krypto-Assets in Höhe von 7,1 Mio. Euro ausgewiesen. Weitere Krypto-Bestände mit einem Bilanzwert von 3,9 Mio. Euro waren im Umlaufvermögen enthalten. Der Einbruch am Kryptomarkt im laufenden Jahr und der auch dadurch ausgelöste starke Kursverfall des NGC wird im laufenden Jahr zu erheblichen Abschreibungen führen. Das Unternehmen hat diese im Geschäftsbericht auf die zu Jahresbeginn bestehenden Bestände im Anlagevermögen und im Umlaufvermögen auf insgesamt 8,0 Mio. Euro beziffert, zusätzlich werden auch noch Wertminderungen auf im ersten Halbjahr aufgebaute Bestände in Höhe von 3,2 Mio. Euro anfallen. Bis zum Ende des Geschäftsjahres rechnet das Management mit einer leichten Erholung des NGC-Kurses und erwartet infolgedessen keine weiteren Abschreibungen.

Neue Prognose

Die Abwertung wird das Halbjahresergebnis des Unternehmens deutlich belasten. Das operative Geschäft entwickelt sich im laufenden Jahr hingegen bislang erfreulich, auch wenn die ursprünglich für das Jahr ausgegebene Umsatzzielspanne – das Management hatte (allerdings auf Basis der vormaligen Bilanzierungspraxis zum Handel mit NGC) im November letzten Jahres für 2022 ein Erlösziel von 95 bis 105 Mio. Euro formuliert – aufgrund des Einbruchs am Kryptomarkt nicht mehr erreichbar sein wird. Obwohl nun aus dem Kryptogeschäft vorerst keine Einnahmen einkalkuliert worden sind, rechnet NAGA damit, den Vorjahresumsatz zu übertreffen. Das EBITDA wird allerdings

negativ ausfallen, was neben dem Markteinfluss auch der geänderten Bilanzierung in Bezug auf die Aktivierungen von Marketingaufwendungen geschuldet ist. Die Prognose aus dem November letzten Jahres hatte hingegen noch ein positives EBITDA von 25 bis 30 Mio. Euro vorgesehen.

Fokus auf Profitabilität

Aufgrund der geänderten Marktlage, mit der sich am Kapitalmarkt der Fokus weg von einer ausgeprägten Wachstumsfixierung hin zu Profitabilität und Cashflows verschoben hat, und den insgesamt schwieriger gewordenen Rahmenbedingungen im Handelsgeschäft arbeitet das Unternehmen intensiv an einer Reduzierung der operativen Kosten und einer Steigerung der Marketingeffizienz. Mit dem Geschäftsbericht konnte das Unternehmen bereits melden, dass im laufenden Jahr eine Senkung der monatlichen Kosten um 30 Prozent gelungen ist. Im September hat NAGA auch deswegen mit einem positiven operativen Cashflow von über 1 Mio. Euro das beste Monatsergebnis der Firmengeschichte erzielt. Auch im Marketing wurden bereits signifikante Fortschritte erreicht, die sich in einer Reduktion der Kundengewinnungskosten um 40 Prozent niedergeschlagen haben. Zugleich bleibt die Resonanz auf das Angebot von NAGA hoch, allein im Juli und August wurden 50 Tsd. Neuanmeldungen auf der Plattform erreicht.

Temporär geringere Dynamik

Dennoch muss die Gesellschaft der Eintrübung des Umfelds und den reduzierten Werbeausgaben Tribut zollen, was sich im Moment in rückläufigen Lösungen von Quartal zu Quartal niederschlägt. Während der Umsatz in den ersten drei Monaten mit rund 18 Mio. Euro um 54 Prozent über dem Vorjahreswert gelegen hatte und für das zweite Vierteljahr noch ein Wachstum von 46 Prozent auf 15,5 Mio. Euro gemeldet wurde, lagen die kumulierten Einnahmen im Juli und August mit 6,2 Mio. Euro um 34 Prozent unter dem Referenzwert aus 2021. Aufsummiert über den Achtmonatszeitraum hat NAGA die Erlöse aber immerhin noch um 25 Prozent auf 39,7 Mio. Euro gesteigert.

Equity-Story

Leistungsspektrum ausgeweitet

NAGA hat in jüngster Zeit hohe Investitionen getätigt, um das Portfolio der angebotenen Leistungen im Finanzsektor auszuweiten. Die damit erzielten Fortschritte sind beachtlich. Das Unternehmen verfügt jetzt nicht nur über ein Social-Trading-System mit einem breiten Spektrum an Funktionalitäten, das auch ein hervorragendes Tool für die Stimulierung und den Ausbau des Online-Brokerage-Geschäfts darstellt, sondern es wurden neue Plattformen mit Banking-Funktionen sowie für den Handel und die Verwahrung von Krypto-Assets eingeführt. Damit hat die Gesellschaft zwei sehr potenzialträchtige Marktsegmente neu erschlossen und ist dem Ziel einen großen Schritt nähergekommen, den Kunden über ein einziges Account Zugang zu einem breiten Spektrum an Finanzdienstleistungen zu bieten und damit zu einem „One-Stop-Shop“ im Finanzmarkt zu werden.

Komfortable Liquidität

Im letzten Jahr bot die Kapitalmarktentwicklung noch kräftigen Rückenwind für die Umsetzung der Pläne, die das Unternehmen mit drei großen Platzierungen (Wandelanleihen und zwei Aktienemissionen) mit einem Mittelzufluss von mehr als 60 Mio. Euro genutzt hat. Inzwischen hat sich der Markttrend deutlich ins Gegenteil verkehrt, und das mit der neuen Plattform NAGAX adressierte Kryptosegment hat besonders stark gelitten. Damit ist die Erzielung hoher Wachstumsraten deutlich schwieriger geworden und im FinTech-Sektor hat sich der Fokus insgesamt in Richtung Profitabilität verschoben. Das Management von NAGA hat darauf reagiert und deutliche Kostensenkungen eingeleitet. Obschon ein Teil der liquiden Mittel durch Wertverluste bei Krypto-Assets verloren gegangen ist, dürfte die Liquiditätsausstattung immer noch komfortabel genug sein, um ausreichend Spielraum für eine Umsetzung der notwendigen Weichenstellungen in Richtung eines profitablen Wachstums zu bieten.

Effizienzdruck als Chance

In jeder Krise liegt bekanntlich auch eine Chance, und in Bezug auf NAGA dürfte diese darin bestehen, dass nun sehr genau geprüft wird, welche Marketingmaßnahmen den höchsten Mehrwert bieten. Wir trauen dem Unternehmen grundsätzlich zu, die Effizienz noch einmal deutlich zu steigern, da das Rückgrat der Plattformen – eine große Community im Finanzsektor, die eigenständig den notwendigen Content generiert – eine starke Basis für vertriebliche Maßnahmen bietet. Mit dem weiteren Wachstum der Nutzerzahl profitiert das Unternehmen von dem klassischen Netzwerkeffekt – je mehr Teilnehmer die Social Community hat, desto attraktiver wird sie für Neukunden.

Internationale Expansion

Diese Basis dürfte auch die weitere internationale Expansion erleichtern. Das Unternehmen adressiert dafür verstärkt Märkte, in denen die Regulierung weniger restriktiv ist als in der EU und die Konkurrenzintensität noch nicht so hoch ausfällt. Aktuell zeichnet sich bereits der Eintritt in den brasilianischen Markt ab. Das Unternehmen hat einen starken Partner vor Ort gefunden, mit dem zusammen eine Krypto-Plattform aufgebaut werden soll. Noch ist die Zusammenarbeit nicht verbindlich und es muss auch noch geklärt werden, ob NAGA die eigenen Lösungen im Rahmen eines Software-as-a-Service-Abkommens gegen Lizenzgebühr zur Verfügung steht. In diesem Konstrukt sieht das Management einen aussichtsreichen und vergleichsweise risikoarmen Weg, um international schneller zu wachsen. Nach Aussage des Unternehmens gibt es bereits Interessenten an dem SaaS-Modell aus zwei anderen Ländern.

Hoher Hebel

Bei einer erfolgreichen Ausweitung der internationalen Vermarktung der eigenen Lösungen winken hohe Skaleneffekte. Die Plattformen bieten bereits eine

breite Funktionsvielfalt und sind schon in vielen verschiedenen Sprachen (insgesamt 14) verfügbar, so dass eine Übertragung auf neue Länder mit vergleichsweise überschaubarem Aufwand verbunden sein dürfte. Zusatzeinnahmen – insbesondere in Form von Lizenzgebühren – dürften daher sehr margenstark sein. Ebenfalls mit einem hohen Hebeleffekt auf das Ergebnis von NAGA dürfte eine Trendwende am Kapitalmarkt verbunden sein. Sollten die Anleger in dem Fall die Handelsaktivitäten wieder erhöhen und auch die Potenziale des deutlich erweiterten Leistungsangebots von NAGA stärker ausschöpfen, wäre das voraussichtlich ebenfalls mit kräftig steigenden Erlösen verbunden, denen nur deutlich unterproportional zunehmende Kosten gegenüberstehen würden.

Momentum könnte wieder drehen

Die in einem schwierigen Kapitalmarktumfeld rückläufigen Handelsaktivitäten der Anleger und der Einbruch bei Krypto-Assets hatten die NAGA-Aktie im laufenden Jahr bereits stark unter Druck gesetzt. Die Bilanzierungsprobleme sorgten dann im Juli für einen regelrechten Ausverkauf. Naturgemäß muss das Management jetzt erst einmal schrittweise das Vertrauen der Anleger zurückgewinnen. Sollte allerdings die Expansionsstrategie greifen und das weitere Wachstum relativ zügig zu nachhaltig positiven Cashflows führen, dürfte die Aktie am Markt einer Neubewertung unterzogen werden. Ausgehend von dem niedrigeren Niveau würde ein solches Szenario zweifelsohne hohe Kurschancen bieten.

DCF-Bewertung

Übergangsjahr 2022

Das Jahr 2022 ist für den Kapitalmarkt eine Zäsur, erstmals seit längerer Zeit droht eine große Rezession, was in Kombination mit deutlich steigenden Zinsen an der Börse einen nachhaltigen Kursverfall ausgelöst hat. Besonders betroffen davon ist der Kryptomarkt, der aufgrund seiner noch jungen Historie und des zum Teil sehr spekulativen Charakters der Assets von einer hohen Volatilität geprägt ist. Es wird daher noch Zeit brauchen, bis sich die Investitionen, die NAGA in den Aufbau der Krypto-Handelsplattform NAGAX getätigt hat, amortisieren. Da sich die damit erhofften Erlöse vorerst noch nicht einstellen und zudem die Handelsaktivitäten der Anleger im Jahresverlauf generell deutlich zurückgegangen sind, musste das Unternehmen seine Umsatzprognose zurückziehen, will im Gesamtjahr aber dennoch die Erlöse im Vergleich zum Vorjahr steigern. Das EBITDA wird aber noch negativ ausfallen und das Nettoergebnis dürfte durch Abschreibungen auf Krypto-Assets deutlich belastet werden.

Aktualisierung der Schätzungen

In unserem letzten Update zu dem Unternehmen im April hatten wir der Gesellschaft noch einen Umsatz am unteren Rand der damals ausgegebenen Erlösprognose (95 bis 105 Mio. Euro) zugetraut, wobei wir für das laufende Jahr auch mit sehr hohen (aktivierungsfähigen) Ausgaben für die Kundengewinnung gerechnet hatten (die das EBITDA damit über Abschreibungen nur anteilig belastet hätten). Die Grenzen für diese Bilanzierungspraxis wurde von den Wirtschaftsprüfern im Rahmen der Abschlussprüfung für 2021 deutlich enger gesteckt, als es zuvor Praxis im Reporting von NAGA war, so dass die Ausgaben nun in größerem Umfang unmittelbar belasten. Hinzu kommt die in dem schwierigen Marktumfeld erfolgte stärkere Fokussierung weg von der ausgeprägten Ausrichtung auf hohes Wachstum hin zu einer schnellen Erreichung der Profitabilitätsschwelle. Das wird im laufenden Jahr die Erlösentwicklung dämpfen, und ab

2023 dann voraussichtlich deutlich im Ergebnis sichtbar werden. Für das laufende Jahr rechnen wir jetzt mit einem Umsatz von 63,4 Mio. Euro (+20 Prozent), einem EBITDA von -2,7 Mio. Euro und einem Nettoergebnis von -19,4 Mio. Euro (wegen hoher Abschreibungen auf die Kryptobestände).

Hohe Zuwächse anvisiert

Das Unternehmen arbeitet aktuell an einer Steigerung der Marketingeffizienz und treibt zudem die Internationalisierung voran, die mit Partnerschaften (aktuell bspw. für Brasilien), dem SaaS-Modell und gegebenenfalls auch mit geeigneten Übernahmen beschleunigt werden könnte. Wir gehen davon aus, dass der Prozess sehr kostenbewusst verfolgt wird, um den Cashflow-Breakeven möglichst schnell zu erreichen, trotzdem traut sich das Unternehmen weiterhin deutliche Marktanteilsgewinne und damit hohe Erlöszuwächse zu. Im Geschäftsbericht ist ausgeführt, dass das Management im Detailprognosezeitraum (der die nächsten vier Jahre abbildet) mit Zuwächsen im Kerngeschäft von 40 Prozent p.a. kalkuliert.

Peak-Wachstum von 35 Prozent

In unserem überarbeiteten Schätzmodell kalkulieren wir etwas vorsichtiger und haben für das nächste Jahr zunächst – angesichts möglicherweise weiterhin schwieriger volkswirtschaftlicher Rahmenbedingungen – „nur“ eine Umsatzsteigerung von 20 Prozent angesetzt. Im Anschluss lassen wir die Steigerungsrate im Rahmen einer weiteren Durchdringung von Märkten außerhalb der EU bis auf 35 Prozent im Jahr 2025 ansteigen und danach, wegen der wachsenden Ausgangsbasis und im Rahmen einer konservativen Vorgehensweise, wieder bis auf 5 Prozent zum Ende des Detailprognosezeitraums absinken.

EBITDA-Breakeven in 2023

Um dieses Wachstum zu erreichen, muss das Unternehmen weitere hohe Investitionen in die Kundengewinnung tätigen. Im Geschäftsbericht ist ausgeführt, dass NAGA aktuell, je nach Region, mit Kosten von 63 bis 96 Euro rechnet, um einen neuen Nutzer für die Plattformen zu gewinnen. Wir rechnen mit dem Mittelwert und haben zudem unterstellt, dass Effizienzsteigerungen und die Erschließung von Märkten mit geringerer Konkurrenzintensität in den nächsten drei Jahren eine moderate Reduktion erlaubt (bis die Kosten ab 2025 annahmegemäß wieder ansteigen). Insgesamt erwarten wir aber im Zeitablauf unterproportional steigende Kosten, die schon 2023 den Breakeven auf EBITDA-Basis und 2025 schließlich ein positives Nettoergebnis ermöglichen. Im Anschluss sollte das weitere Wachstum aufgrund der hervorragenden Skalierbarkeit des Plattformgeschäfts mit deutlich steigenden Margen einhergehen. Zum Ende des Detailprognosezeitraums im Jahr 2029 trauen wir dem Unternehmen daher eine Ziel-EBIT-Marge von 19,4 Prozent zu, was zu einem EBIT von 41,5 Mio. Euro führt.

Keine weitere Verwässerung

Wir gehen davon aus, dass die Resultate ohne weitere Aktienemission erzielbar sind, da die aktuelle Liquiditätsausstattung dafür nach unserer Einschätzung einen ausreichenden Spielraum bietet. Zwar könnte das Unternehmen perspektivisch weiteres Eigenkapital einwerben. Das könnte dann aber für eine Beschleunigung des Wachstumsprozesses, etwa in Form von Übernahmen, eingesetzt werden, was wir in unserem Modell aber noch nicht berücksichtigt haben.

Margenabschlag für Terminal Value

Die Tabelle unten auf dieser Seite zeigt die aus diesen Annahmen resultierende Entwicklung der wichtigsten Cashflow-Kennzahlen im Detailprognosezeitraum bis 2029. 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.

Mio. Euro	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028	12 2029
Umsatzerlöse	63,4	76,1	98,4	133,3	166,4	188,5	203,9	214,2
Umsatzwachstum		20,0%	29,3%	35,5%	24,8%	13,3%	8,2%	5,1%
EBITDA	-2,7	2,2	9,1	18,5	29,6	37,4	44,8	47,4
EBIT	-20,4	-9,3	-2,5	6,5	16,9	27,6	37,0	41,5
Steuersatz	0,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,0	-2,8	-0,8	2,0	5,1	8,3	11,1	12,5
NOPAT	-20,4	-6,5	-1,8	4,6	11,8	19,3	25,9	29,1
+ Abschreibungen & Amortisation	17,8	11,5	11,6	12,0	12,7	9,9	7,8	5,9
+ 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	-2,7	5,0	9,8	16,6	24,6	29,2	33,7	35,0
- Zunahme Net Working Capital	-7,6	-5,4	-3,2	-3,3	-2,5	-0,9	1,0	1,1
- Investitionen AV	-10,9	-12,5	-12,8	-12,1	-10,1	-8,0	-5,9	-4,4
Free Cashflow	-21,2	-13,0	-6,2	1,2	11,9	20,2	28,8	31,6

SMC-Schätzmodell

Diskontierungszins 8,4 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 1,5 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 30 Prozent und einem Steuersatz für das Tax-Shield von 30 Prozent resultiert hieraus ein WACC-Satz von 8,4 Prozent.

Kursziel: 3,40 Euro je Aktie

In unserem favorisierten Szenario (WACC von 8,4 Prozent und ewiges Wachstum 1,0 Prozent) ergibt sich aus unseren Annahmen ein Marktwert des Eigenkapitals in Höhe von 184,1 Mio. Euro. Umgerechnet auf die aktuelle Aktienzahl (54 Mio. Stück) resultiert daraus ein fairer Wert je Aktie von 3,41 Euro, woraus wir 3,40 Euro als neues Kursziel ableiten. Die starke Reduktion gegenüber unserer letzten Taxe aus dem April (11,20 Euro) ist der umfassenden Überarbeitung des Expansionsmodells geschuldet, mit der wir die möglicherweise noch für längere Zeit schwierigen Rahmenbedingungen und die stärkere Fokussierung auf eine schnelle Erreichung des Cashflow-Breakeven (zu Lasten des Wachstumstempos) berücksichtigt haben. In Relation zu dem massiv gesunkenen Aktienkurs besteht damit nichtsdestotrotz ein hohes Erholungspotenzial für die Aktie.

Hohes Prognoserisiko

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. Das laufende Jahr hat allerdings auch verdeutlicht, dass die Kapitalmarktentwicklung eine starke und schwer prognostizierbare Determinante der Geschäftsentwicklung ist. Zudem ist der künftige Erfolg der neuen Angebote NAGA Pay und NAGAX noch schwer abzuschätzen. In Summe sehen wir ein deutlich überdurchschnittliches Prognoserisiko, das wir mit 5 Punkten zum Ausdruck bringen.

Sensitivitätsanalyse	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	WACC	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%
7,4%	4,88	4,50	4,18	3,91	3,67
7,9%	4,34	4,03	3,77	3,54	3,34
8,4%	3,88	3,63	3,41	3,21	3,05
8,9%	3,49	3,28	3,09	2,93	2,79
9,4%	3,16	2,98	2,82	2,68	2,55

Sensitivitätsanalyse

Im Rahmen der Sensitivitätsanalyse haben wir die Inputparameter WACC und ewiges Wachstum variiert. Der dabei errechnete faire Wert liegt zwischen 2,55 Euro je Aktie im restriktivsten Fall (WACC von 7,4 Prozent und ewiges Wachstum von 0 Prozent) und 4,88 Euro im optimistischsten Fall.

Fazit

Die schwache Entwicklung der Kapitalmärkte und der damit einhergehende Druck auf Broker- und Fin-Tech-Aktien hatte die Aktie von NAGA im Jahresverlauf 2022 bereits unter Druck gesetzt. Mit der Meldung über die notwendige Korrektur der Zahlen und mit der zurückgezogenen Prognose für 2022 hat sich die Abwärtsdynamik dann temporär nochmals beschleunigt.

Die Daten zu den Handelsresultaten von NAGA in den ersten acht Monaten des laufenden Geschäftsjahres deuten indes an, dass das Kerngeschäft durchaus intakt ist. Das Management arbeitet an einer Verbesserung der Marketingeffizienz und an der weiteren Internationalisierung mit dem Ziel, künftig Wachstum und Profitabilität besser auszubalancieren, um relativ schnell positive Cashflows zu erwirtschaften. Im September ist dies mit einem operativen Cashflow-Überschuss von 1 Mio. Euro – dem besten Monatsresultat der Firmengeschichte – bereits gelungen.

Noch bleibt aus unserer Sicht abzuwarten, mit welchem Tempo es nun vorangeht, falls die schwierigen

Rahmenbedingungen anhalten, und wann der Breakeven auf Cashflow-Basis gelingt.

Wir haben beim Wachstum erst einmal vorsichtiger kalkuliert, als das Management (das für die nahe Zukunft Raten von 40 Prozent p.a. anstrebt), erwarten aber den EBITDA-Breakeven bereits für 2023. Langfristig trauen wir dem Unternehmen durchaus die Erwirtschaftung hoher Margen zu, auch wenn das zugrunde liegende Entwicklungsszenario aktuell noch recht spekulativ ist. Daraus leiten wir das aktualisierte Kursziel von 3,40 Euro ab, das weit über dem stark gesunkenen Kursniveau liegt.

Für den Moment bleibt zunächst einmal abzuwarten, wie schnell deutliche Fortschritte im aktuellen Umfeld erreichbar sind. Unser Urteil lautet vorerst „Hold“, bis sich andeutet, dass das Unternehmen seine Wachstumsziele erfüllen und dies auch mit positiven Cashflows kombinieren kann.

Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	2021 Ist	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
AKTIVA									
I. AV Summe	120,3	116,5	117,5	118,7	118,8	116,2	114,3	112,5	111,0
1. Immat. VG	119,6	115,6	116,5	117,6	117,5	114,7	112,7	110,6	108,9
2. Sachanlagen	0,6	0,7	0,7	0,9	1,0	1,2	1,4	1,6	1,8
II. UV Summe	57,0	42,3	37,0	42,7	50,1	65,8	83,4	101,0	116,3
PASSIVA									
I. Eigenkapital	163,1	142,7	136,1	134,4	138,5	147,4	158,5	169,1	177,6
II. Rückstellungen	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	0,2	0,2	0,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2
2. Kurzfristiges FK	13,7	15,6	17,8	23,4	26,8	30,9	35,7	40,8	46,1
BILANZSUMME	177,4	158,8	154,5	161,4	168,9	182,0	197,7	213,4	227,3

GUV-Prognose

Mio. Euro	2021 Ist	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
Umsatzerlöse	52,9	63,4	76,1	98,4	133,3	166,4	188,5	203,9	214,2
Gesamtleistung	55,7	64,4	78,1	100,4	135,3	168,4	190,5	205,9	216,2
Rohertrag	47,2	54,3	64,4	82,7	111,3	138,5	156,6	169,2	177,7
EBITDA	-4,2	-2,7	2,2	9,1	18,5	29,6	37,4	44,8	47,4
EBIT	-9,5	-20,4	-9,3	-2,5	6,5	16,9	27,6	37,0	41,5
EBT	-11,2	-20,4	-9,3	-2,5	5,9	16,3	27,2	36,9	41,6
JÜ (vor Ant. Dritter)	-10,8	-20,4	-6,5	-1,8	4,2	11,4	19,0	25,8	29,1
JÜ	-10,1	-19,4	-6,5	-1,8	4,2	11,4	19,0	25,8	29,1
EPS	0,05	-0,36	-0,12	-0,03	0,08	0,21	0,35	0,48	0,54

Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	2021 Ist	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
CF operativ	-12,9	-10,3	-0,5	6,6	12,2	21,0	27,3	34,0	35,5
CF aus Investition	-41,6	9,1	-5,5	-12,8	-12,1	-10,1	-8,0	-5,9	-4,4
CF Finanzierung	57,8	0,0	0,0	6,0	0,6	-1,9	-7,4	-14,6	-20,0
Liquidität Jahresanfa.	5,2	8,6	7,4	1,4	1,2	2,0	11,0	22,9	36,4
Liquidität Jahresende	8,6	7,4	1,4	1,2	2,0	11,0	22,9	36,4	47,5

Kennzahlen

Prozent	2021 Ist	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
Umsatzwachstum	117,1%	20,0%	20,0%	29,3%	35,5%	24,8%	13,3%	8,2%	5,1%
EBITDA-Marge	-7,9%	-4,2%	2,8%	9,2%	13,9%	17,8%	19,9%	22,0%	22,1%
EBIT-Marge	-18,1%	-32,2%	-12,3%	-2,6%	4,9%	10,1%	14,6%	18,2%	19,4%
EBT-Marge	-21,2%	-32,2%	-12,2%	-2,6%	4,5%	9,8%	14,4%	18,1%	19,4%
Netto-Marge (n.A.D.)	-19,1%	-30,6%	-8,6%	-1,8%	3,1%	6,9%	10,1%	12,7%	13,6%

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 31.10.2022 um 7:00 Uhr fertiggestellt und am 31.10.2022 um 7:40 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
29.04.2022	Buy	11,20 Euro	1), 3)
19.01.2022	Buy	12,00 Euro	1), 3)
29.11.2021	Buy	12,70 Euro	1), 3), 4)
09.11.2021	Buy	11,70 Euro	1), 3), 4)
24.08.2021	Buy	8,00 Euro	1), 3), 4)
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)

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.