



Researchstudie (Initial Coverage)



Eine Plattform für Fintech und Krypto

**Stark wachsender FinTech-Spezialist für das mobile
Finanztrading und den Handel virtueller Güter**

Kursziel: 5,15 €

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 30

Hinweis gemäß MiFID II Regulierung für Research „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“: Vorliegendes Research erfüllt die Voraussetzungen für die Einstufung als „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“. Nähere Informationen hierzu in der Offenlegung unter „I. Research unter MiFID II“

The NAGA Group AG ^{*5a;11}

KAUFEN

Kursziel: 5,15 EUR

Aktueller Kurs: 2,10
 10.12.2018 / XETRA / 15:55
 Uhr
 Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A161NR7
 WKN: A161NR
 Börsenkürzel: N4G
 Aktienzahl³: 40,20
 Marketcap³: 84,43
³ in Mio. / in Mio. EUR
 Freefloat: ca. 8%

Transparenzlevel:
 Scale
 Marktsegment:
 Open Market

Rechnungslegung:
 IFRS

Geschäftsjahresende: 31.12.

Designated Sponsor:
 Oddo Seydler Bank AG

Analysten:

Dario Maugeri
 maugeri@gbc-ag.de

Cosmin Filker
 filker@gbc-ag.de

Branche: FinTech

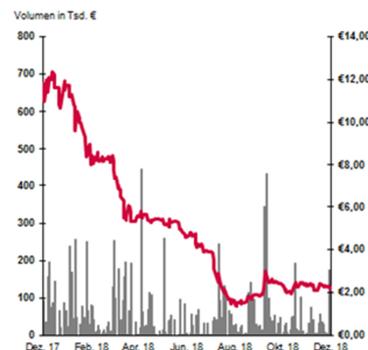
Fokus: Social Trading und Investitionen in Finanzinstrumente, Kryptowährungen und virtuelle Güter

Mitarbeiter:: 180 (01.11.2017)

Gründungsjahr: 2015

Firmensitz: Hamburg

Vorstand: Yasin Sebastian Qureshi, Benjamin Bilski, Andreas Luecke



The NAGA Group AG ist eine innovative FinTech-Gruppe, die sich mit dem Trading von Wertpapieren, Kryptowährungen und virtuellen Gütern befasst. Das im Jahr 2015 gegründete Unternehmen konzentriert sich auf den Handel, hauptsächlich in Devisen, Indizes, Aktien, ETF und CFD, die in einer benutzerfreundlichen sozialen Trading-Umgebung erfolgen können. Mit der interaktiven Schnittstelle kann ein einzelner Trade, aber auch die ganze Strategie eines professionellen Traders kopiert werden. Diese technischen Merkmale sind ein wichtiger Grund für die Attraktivität bei jüngeren Kunden und somit für die hohe Kundenbindung bei NAGA. Eine zweite wiederkehrende Umsatzquelle ergibt sich aus den Dienstleistungsaktivitäten (bspw. Beratung und Lizenzunterstützung), die an den externen Partner NAGA Development Association Ltd. erbracht werden. Derzeit wird eine innovative Börse für virtuelle Güter entwickelt, die als Plattform für den Online-Verkauf virtueller Güter für Computerspiele dient. Seit dem Börsengang im Juli 2017 ist das Unternehmen an der Frankfurter Wertpapierbörse im Segment Scale gelistet. Ankeraktionär, mit einer Beteiligung von rund 30 %, ist der strategische Partner FOSUN Fintech Group aus Hongkong. Letzterer könnte zudem künftige strategische Partnerschaften auf dem asiatischen Markt vorantreiben.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	1. HJ 2018	GJ 2018e	GJ 2019e	GJ 2020e
Umsatzerlöse	8,08	19,39	25,81	38,54
EBITDA	2,20	3,03	5,75	15,40
EBIT	-0,06	-1,26	1,10	10,90
Nachsteuerergebnis	-0,02	-1,38	1,14	9,14

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,00	-0,03	0,03	0,23
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen

EV/Umsatzerlöse	-	4,09	3,07	2,05
EV/EBITDA	-	26,15	13,78	5,15
EV/EBIT	-	neg.	72,04	7,27
KGV	-	neg.	74,06	9,24
KBV	1,82			

Finanztermine:

11-12.12.18: MKK München

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

** oben aufgeführte Researchstudien können unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 31

EXECUTIVE SUMMARY

- The NAGA Group AG ist ein börsennotiertes deutsches Fintech-Unternehmen, das sich zum Ziel gesetzt hat, ein Ökosystem von benutzerfreundlichen vernetzten Trading-Diensten aufzubauen. Innerhalb einer Social Network-Umgebung ermöglicht das System den Benutzern, Trades zu kopieren, zu teilen, von anderen Nutzern zu lernen, Ideen auszutauschen und ganz allgemein in Finanzmärkte, Kryptowährungen und virtuelle Güter zu investieren. Derzeit sind etwa 500.000 Benutzer im NAGA-Ökosystem eingebunden.
- Den größten Teil seiner Trading-Dienstleistungen erbringt das Unternehmen derzeit unter dem Segment NAGA Trader. Diese Anwendung für Mobilgeräte scheint für jüngere Nutzer auch ohne Finanzkenntnisse ein attraktives Produkt zu sein (die Plattform ist erreichbar über iOS, Android und Web). Aus diesem Grund ist NAGA bestrebt (z. B. über Demokonten) neue Zielgruppen zu erschließen. Im Vergleich zu den Wettbewerbern (z.B. Ayondo oder eToro) bietet NAGA Trader flexiblere Tools, wie z. B. die Möglichkeit, die Trades eines Profi-Traders teilweise oder vollständig zu kopieren. Das Angebot ist mit einem personalisierten Roboter-Berater (CYBO) integriert, der das Crowd Trading-Verhalten von Nutzern mit künstlicher Intelligenz kombiniert. Diese proprietäre Technologie hat sich bereits in einem frühen Stadium als eines der wichtigsten Assets in der Konzernbilanz erwiesen.
- Erwähnenswert ist die Konsolidierung der erworbenen Hanseatic Brokerhouse Securities AG im ersten Halbjahr 2018. Die neue Tochtergesellschaft profitiert von der Finanzdienstleister-Zulassung der zur Gruppe gehörenden Naga Markets Ltd. bei der zypriotischen Wertpapier- und Börsenkommission. Eine weitere strategische Akquisition war die 25%ige Beteiligung an der easyfolio GmbH mit der Option, den Anteil auf bis zu 50 % + 1 Aktie zu erhöhen. Die Frankfurter Investmentgesellschaft ist eine in Deutschland tätige ETF-Plattform, deren verwaltetes Vermögen sich derzeit auf mehr als 50 Mio. € beläuft. Darüber hinaus wurde 2018 eine strategische Partnerschaft mit dem börsennotierten Unternehmen MyBucks vereinbart, in deren Rahmen die Kryptowährungsprodukte von NAGA (NAGA Wallet) auch den Kunden von MyBucks angeboten werden. Die Unternehmensstrategie von NAGA ist darauf ausgerichtet, alle Dienstleistungen, die derzeit über verschiedene Websites und Apps angeboten werden, auf einer einzigen Plattform zu integrieren.
- Darüber hinaus ist ein Ausbau der Geschäftsaktivitäten in Europa und weltweit geplant. Ein Kernpunkt bei der Umsetzung ist der Aufbau strategischer Allianzen, Fusionen oder Übernahmen (z. B. in Asien, gefördert durch den in Hongkong ansässigen Anker-Aktionär). Bei einer stetig steigenden Nutzerzahl sowohl im Finanz- als auch im Kryptobereich erwarten wir für das Geschäftsjahr 2020 einen Umsatzanstieg auf bis zu 38,45 Mio. €. Dies ist die Grundlage für unseren Bewertungsansatz, der auf einem DCF-Verfahren basiert. Wir müssen jedoch betonen, dass das Unternehmen als Neugründung agiert und in einem sehr wettbewerbsintensiven Umfeld tätig ist.
- Ausgehend vom DCF-Bewertungsmodell haben wir einen fairen Marktwert pro NAGA-Aktie von 5,15 € ermittelt. Auf der Basis des aktuellen Aktienkurses von 2,10 € ergibt sich daraus ein Kurspotenzial von über 140 % und deshalb vergeben wir der The NAGA Group AG das Rating Kaufen.

INHALTSVERZEICHNIS

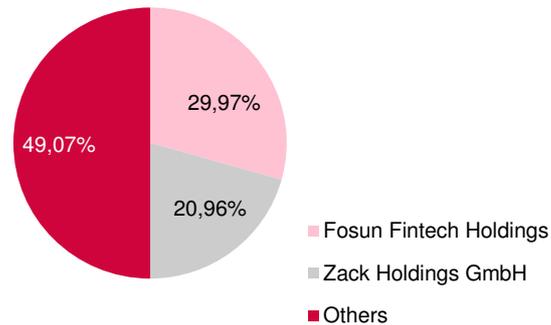
Executive Summary	2
Inhaltsverzeichnis	3
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Unternehmensstruktur zum 31.08.2018.....	4
Unternehmenshistorie.....	5
Geschäftsmodell der The NAGA Group AG.....	5
Produktpalette der The NAGA Group AG	6
NAGA Trader – die Social Trading Plattform.....	6
NAGA Wallet – Ein Konto für den Handel mit Kryptowährungen.....	7
NAGA Virtual – Marktplatz für virtuelle Güter	8
NAGA Card – die Prepaid-Karte.....	8
NAGA Exchange – das Tradingsystem für Kryptowährungen.....	8
NAGA Academy – Online Universität	8
NAGA Guard – Transparenz für die Kryptomärkte	9
Vorstand	10
Markt und Marktumfeld	11
Der Fintech-Markt	11
Der Markt für Kryptowährungen.....	12
Robo-advisory und virtuelle Güter.....	14
Social trading-Netzwerke	15
Unternehmensentwicklung	17
Kennzahlen im Überblick	17
Historische Entwicklung der Umsatzerlöse	18
Historische Ergebnisentwicklung	19
Historische Entwicklung der Bilanzkennzahlen	21
Prognosen und Bewertung	23
Unternehmensstrategie.....	23
Umsatzprognosen.....	24
Ergebnisprognosen.....	26
Bewertung.....	28
Modellannahmen.....	28
Bestimmung der Kapitalkosten.....	28
Bewertungsergebnis.....	28
DCF-Modell.....	29
Anhang	30

UNTERNEHMEN

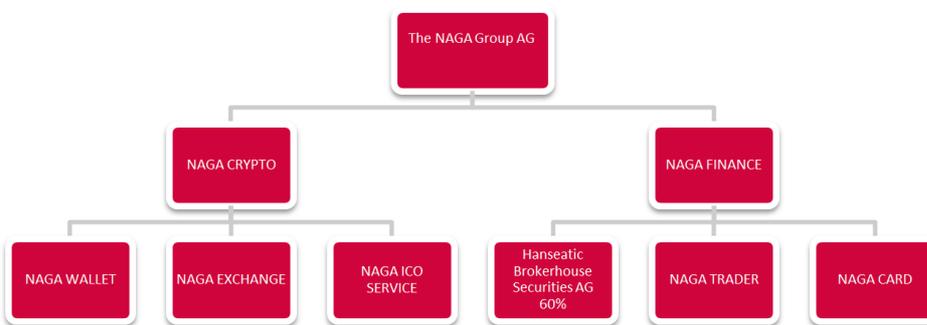
Aktionärsstruktur

Aktionär	
Fosun Fintech Holdings (HK) Limited	29,97%
Zack Holding GmbH	20,96%
Sonstige	49,07%

Quelle: The NAGA Group AG; GBC AG



Unternehmensstruktur zum 31.08.2018



Quelle: The NAGA Group AG; GBC AG

Der NAGA-Konzern (abgekürzt NAGA) ist eine Gruppe, die sich mit Finanztechnologie für das Trading mit Finanzinstrumenten und virtuellen Gütern beschäftigt. Hierbei wird auf der einen Seite das Brokerage-Geschäft mit Wertpapieren im Rahmen von NAGA Finance abgewickelt, zu der NAGA Trader (Brokerage-Geschäft), NAGA Card (Kartendienstleistungen) und der nach zypriotischem und EU-Recht regulierte Online-Broker NAGA Markets gehören. Andererseits ist NAGA Crypto unter der Marke NAGA Wallet im Handel mit Kryptowährungen aktiv und befasst sich über die Dienstleistungsangebote NAGA Exchange und NAGA ICO mit der Notierung von Tokens und ICOs (Initial Coin Offer). Alle Produkte setzen auf das gleiche Konzept einer einfach gehaltenen Mobilgeräteschnittstelle auf.

Unternehmenshistorie

Jahr	Ereignis
Okt. 2015	Gründung der The NAGA Group AG
Feb. 2016	Hauck & Aufhäuser investiert in The NAGA Group AG
Aug. 2016	Fosun Group erwirbt eine Beteiligung
Nov. 2016	Joint Venture mit der Deutschen Börse für Naga Virtual
Jul. 2017	Börsengang an der Frankfurter Wertpapierbörse (um mehr als 350 % überzeichnet)
Nov.-Dez. 2017	Veräußerung von Naga Token für 35 Mio. € über den Kooperationspartner NAGA Development Association
Dez. 2017	Partnerschaft zwischen dem japanischen Spielehersteller Asobimo Inc. und der Naga Virtual-Plattform
Jan. 2018	Beteiligung an der Easyfolio GmbH (ETF-basierte Anlageplattform)
Apr. 2018	Partnerschaft mit MyBucks, um den Vertrieb von Kryptowährungen bei NAGA auf eine breitere Basis zu stellen
Apr. 2018	Start von Naga Wallet (Plattform für digitale Währungs- und Finanzmärkte)
Mai 2018	Start von Naga Virtual (Plattform für den Handel mit virtuellen Gütern)
Mai 2018	Partnerschaft dem öffentlichen Blockchain-System Ontology
Jul. 2018	Simplex Partnerschaft für betrugsfreie Zahlungsabwicklung
Aug. 2018	Sponsoring auf SKY Media für weiteres Kundenwachstum

Quelle: The NAGA Group AG; GBC AG

Geschäftsmodell der The NAGA Group AG

Die The NAGA Group AG agiert als Entwickler einer Fintech-technologie zum Aufbau einer einheitlichen Plattform für den Handel mit digitalen Gütern, Spielen und Wertpapieren. Typische Nutzer sind nach Angaben des Unternehmens junge Männer im Alter von 25 bis 35 Jahren, mit einem durchschnittlichen Monatseinkommen zwischen 2.000 und 3.000 Euro, die in sozialen Netzwerken aktiv sind. Zum international ausgerichteten Kundenprofil der Gesellschaft gehören zudem Nutzer, die in der Regel über Kenntnisse der Digital- und Finanzwelt verfügen und gleichzeitig risikoaffin sind.

Die Marken von NAGA

CURRENT MONETISED NAGA PROJECTS:

 Social network for stock and Forex trading	 Financial Institution for Stock, ForEx and CFD Brokerage regulated by CySEC	 Multi-asset wallet for digital currencies	 Marketplace for buying and selling in-game items	 Financial trading seminars and webinars
 Prepaid debit card linked to trading account				

COMING SOON:

 Cryptocurrency trading platform	 Education around finance, trading and more	 Professional asset management by Hauck & Aufhäuser	 Real stock trading platform	 Cryptocurrency markets analysis made by experts
--	---	---	--	---

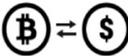
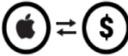
Quelle: The NAGA Group AG; GBC AG

Die Technologie basiert auf der Blockchain-Plattform, die die Sicherheit und Geschwindigkeit der Transaktionen gewährleistet. Nach der Übernahme einer Broker- und Vermögensverwaltungsgesellschaft verfügt NAGA über eine EU-Brokerzulassung für den Handel mit Wertpapieren und virtuellen Gütern. Zusätzlich zu den Investitionen in Lizenzen

haben ein Robo-Beratungstool (CYBO) und ein algorithmischer Handel für Spiele die Produktpalette von NAGA weiter vergrößert. Angeleitet von der Vision eines vollständigen und integrierten Handelsangebots werden im NAGA Brokers Schulungsleistungen erbracht. Die Workshops und Seminare ermöglichen einen günstigen Zugang, um die Produkte von NAGA neuen Kunden vorzustellen und das Geschäft international auszubauen.

Auf aktuellem Entwicklungsstand werden die Umsätze hauptsächlich im Rahmen eines Market Maker-Systems und durch Transaktionsgebühren (Provisionen für Trades) erwirtschaftet. Die Gruppe arbeitet daran, den gesamten Prozess durch die Kryptowährung „NAGA Coin“ zu vereinfachen und sicherer zu machen. Letztere ist eine von NAGA ausgegebene Kryptowährung, die die Abwicklung jedes Trades im gesamten NAGA-Ökosystem ermöglicht.

Monetarisierungsfluss

1) Buy/sell a virtual good on NAGA VIRTUAL		+Transaction fees
2) Credit proceeds in Bitcoin onto the NAGA WALLET		+Service fees
3) Exchange Bitcoin for fiat on NAGA EXCHANGE		+Exchange fees
4) Use fiat to buy Apple Stock/CFD on NAGA TRADER		+Trading fees
5) Sell Apple Stock/CFD on NAGA TRADER for fiat		+Trading fees
6) Credit profits in fiat onto prepaid NAGA CARD		+Card fees
7) Use NAGA CARD to pay for shopping at Amazon		+Card fees
		Revenues

Quelle: The NAGA Group AG; GBC AG

Seit Juni 2018 ist die Gruppe in Deutschland (Hamburg), Spanien (Büros in Barcelona, Madrid, Valencia und Palma de Mallorca) und Zypern (Limassol) aktiv und hat Zugang zu mehr als 20.000 zahlenden Kunden.

Produktpalette der The NAGA Group AG

Wie in der Abbildung zu erkennen, agiert das Unternehmen derzeit unter einer Reihe von Marken. Neben webbasierten Plattformen wurden erhebliche Anstrengungen zur Entwicklung von Mobilgerätee Anwendungen unternommen.

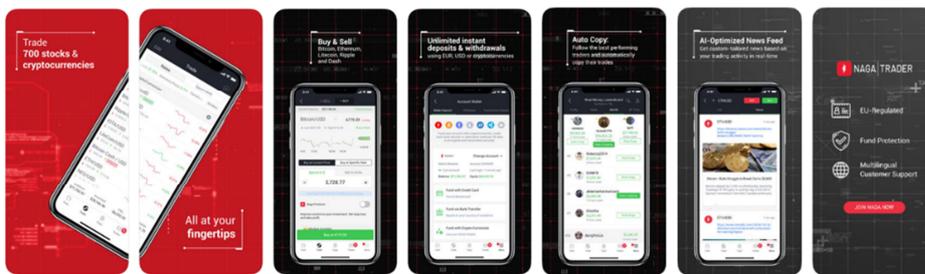
NAGA Trader – die Social Trading Plattform

Kern des NAGA-Angebots ist das Produkt NAGA Trader. Seine spezielle Technologie ermöglicht es den Nutzern, auf innovative Weise Trades mit Devisen, Indizes, Aktien, ETFs und CFDs durchzuführen. Die Technologie ist stark kundenorientiert. Sie ermöglicht den Wissensaustausch zwischen Nutzern mit unterschiedlichen Hintergründen und verbessert insgesamt die Trading-Erfahrung. Dadurch entsteht ein Gemeinschaftsgefühl, das die Möglichkeit eröffnet, Nachrichten zu kommentieren, Fachwissen zu teilen und auf diese Weise die Interaktion zu intensivieren. Dies ist für jüngere Nutzer attraktiver

und ideal dazu geeignet, Neulinge im Bereich des Finanztrading anzuziehen. So kann die Kundenbasis auf breitere Nutzersegmente (z. B. Spiele) ausgeweitet werden. Dieser Effekt wird durch Einstiegs-Tools wie den Trader für virtuelle Güter unterstützt. Während des gesamten Prozesses kann der Trader ein NAGA-Konto eröffnen oder direkt von externen Konten aus aktiv werden.

Trader, die ihre Anlagestrategien teilen und kopiert werden, erhalten als Vergütung einen Bonus. Jeder Benutzer hat auf der anderen Seite die Möglichkeit, eine einzelne Handelsidee oder eine ganze Strategie zu kopieren (Auto-Kopie), was im Vergleich zu den anderen sozialen Handelsnetzwerken einen zusätzlichen Mehrwert schafft. Insgesamt ergibt sich aus den Statistiken von NAGA, dass die durchschnittliche Verweildauer eines einzelnen Benutzers auf der Plattform mehr als 23 Minuten beträgt. Dies ist im Vergleich zu der Zeit, die in traditionellen sozialen Netzwerken (z. B. Twitter, Instagram usw.) verbracht wird, vergleichsweise hoch.

NAGA Trading Komponenten



Quelle: The NAGA Group AG; GBC AG

Neben der Trading-Technologie von NAGA gehört unter dem Namen CYBO ein innovativer und multifunktionaler Robo Trading-Berater zum Produktmix. Unter Berücksichtigung der persönlichen Anlagepräferenzen kombiniert dieses Produkt Komponenten des Crowd Trading-Verhaltens mit künstlicher Intelligenz. Diese Eigenschaften eliminieren Fehler der Kunden beim Trading, die im Zusammenhang mit emotionalen Reaktionen entstehen. Die Kernprioritäten von CYBO: (1) Aufzeigen der besten Marktchancen, (2) Verbesserungen hinsichtlich Risiko- und Handelssteuerung, (3) Mischung zwischen nachgebildeten Händlern und ausgewählten Trading-Instrumenten. Es wurde festgestellt, dass CYBO die Performance von Peer-to-Peer-Anlageberatern im Zeitraum von Juni 2016 bis Juli 2017 übertraf. Darüber hinaus ist geplant, einen von CYBO verwalteten, chancengesteuerten Kryptoindex einzuführen.

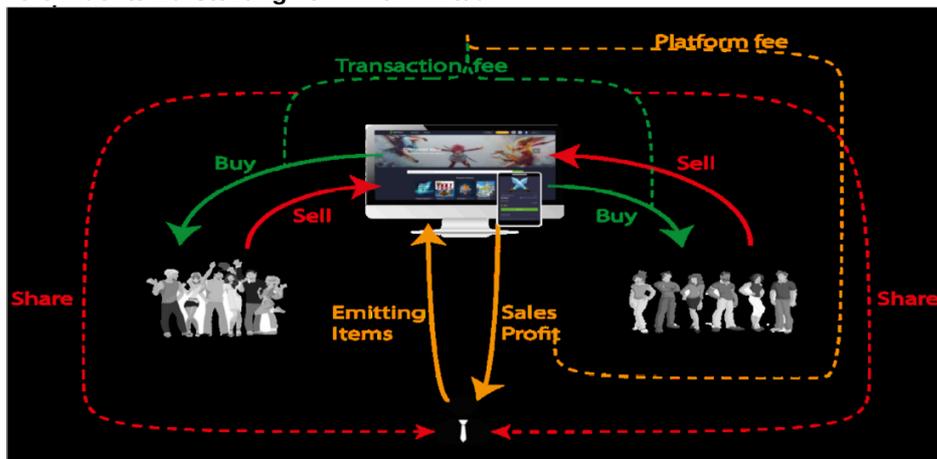
NAGA Wallet – Ein Konto für den Handel mit Kryptowährungen

Das NAGA Wallet kann als Depot angesehen werden, auf dem die Benutzer Kryptowährungen und Fiat-Geld aufbewahren, verwalten und tauschen können. Der Nutzer kann Zahlungen zwischen verschiedenen Blockchain-Assets durchführen und diese einfach in verschiedene Währungen wie Bitcoin (BTC), Ethereum (ETH) oder Litecoin (LTC) umzutauschen. Darüber hinaus bietet die Wallet-Anwendung Lösungen für Investitionen in virtuelle Güter. Als universelle Währung für das gesamte Ökosystem sollte NAGA Coin die Integration der verschiedenen Plattformen im Ökosystem fördern. Die Verbindung von NAGA Wallet mit NAGA Trader ermöglicht innerhalb des NAGA-Ökosystems den Zugang zum Aktien-, Devisen- und Rohstoffhandel. NAGA Wallet vereinfacht Transaktionen mit Kryptowährungen. So können beispielsweise Kryptowährungen bei in der Regel niedrigen Transaktionskosten per E-Mail überwiesen oder einfach mit Kreditkarte gekauft werden.

NAGA Virtual – Marktplatz für virtuelle Güter

NAGA Virtual bietet einen Marktplatz für den Handel virtueller Güter unterschiedlicher Computerspiele. Im Mittelpunkt dieses Produktes steht die Möglichkeit, den Primär- und Sekundärmarkt in einem Ökosystem zu verbinden. Benutzer können mit Gütern handeln oder diese direkt beim Herausgeber kaufen. Das System ermöglicht zudem den Güterhandel zwischen den einzelnen Nutzern. Die NAGA Virtual-Plattform nutzt die Blockchain-Technologie und kombiniert sichere Transaktionen mit einer hohen Abwicklungssicherheit.

Vereinfachte Darstellung von NAGA Virtual



Quelle: The NAGA Group AG; GBC AG

NAGA Card – die Prepaid-Karte

Mit Eröffnung eines Echtgeld-Trading-Kontos bei NAGA können die Nutzer eine NAGA-Karte beantragen. Diese Prepaid-Karte ist direkt mit den Benutzerkonten verbunden und ermöglicht Transaktionen in mehreren Währungen und deckt zudem über die IBAN die Möglichkeit ab, globale Transaktionen vorzunehmen. Im Vergleich zu den meisten Wettbewerbern unterstützt die Karte drei Hauptwährungen (EUR, GBP und USD) in einem einfach zu bedienenden Dashboard. So ermöglicht es das NAGA Ökosystem, dass Nutzer die Zahlungsdienste mit einem einfachen Login verwalten.

NAGA Exchange – das Tradingsystem für Kryptowährungen

Unter der Marke NAGA Exchange wird ein Hochfrequenzhandelssystem zwischen Fiat und Kryptowährung (z. B. BTC/USD) betrieben. Diese innovative virtuelle Plattform umfasst derzeit über fünfzig Kryptowährungspaare mit Echtzeit-Newsflow in einer intuitiven Handelsplattform.

NAGA Academy – Online Universität

Die NAGA Akademie bietet Webinare und webbasierte Kurse sowie Offline-Schulungen zum Thema Finanzwerte, FinTech-Technologie, Kryptowährungen und virtuelle Güter an, die in Form von Kursen, Workshops und Seminaren durchgeführt werden. Partner des Projekts wird eine bekannte zypriotische Bildungseinrichtung mit Expertise für Bachelor- und Masterstudiengänge im Vereinigten Königreich sein. Die Kurse entsprechen den europäischen Vorschriften. Mit dem Seminarangebot werden direkte Umsätze generiert und eine langfristige Kundenbindung ermöglicht.

NAGA Guard – Transparenz für die Kryptomärkte

Wegen der hohen und zunehmenden Nachfrage nach Token entwickelt NAGA einen Service für das Research und Rating von Kryptowährungen. Dieses Researchinstrument könnte die Geschwindigkeit im Börsensystem verbessern und Privatkunden, algorithmische B2B-Trader sowie Broker für ihren Handel sensibilisieren. Die Risikobewertung basiert auf maschinellem Lernen und Data Mining-Techniken. Sie wird in Zusammenarbeit mit dem Unternehmen Finery durchgeführt, das bereits bei der Entwicklung des NAGA Robo-Beraters CYBO unterstützend gewirkt hat.

Vorstand

Yasin Sebastian Qureshi (Founder & Executive Director)



Yasin Sebastian Qureshi verfügt als Bank- und Finanzprofi über langjährige Geschäftserfahrungen. Er hat als bisher jüngste Person in Europa eine Banklizenz erhalten und anschließend seine eigene Investmentbank gegründet und betrieben. Diese ist 2007 erfolgreich an die Börse gegangen. Yasin ist Investor für Startups und Unternehmen im Technologiebereich und gehört zu den Gründern der Global Citizen Foundation. Er ist in starkem Maße auf Finanzen, Brokerage und Technologie fokussiert. Herr Qureshi ist ein praktischer, leidenschaftlicher Entrepreneur, dem es darauf ankommt, die derzeitigen Strukturen des Finanzgeschäfts grundlegend zu verändern.

Benjamin Bilski (Founder & Executive Director)



Benjamin Bilski ist ein Unternehmer und ehemaliger Leistungsschwimmer. Im Alter von 21 Jahren gehörte er zu den Gründern von angelplatz.de, einem der führenden deutschen Online-Shops für Angelausrüstungen. Während seiner unternehmerischen Laufbahn studierte er an der EBS University und schloss mit einem M. Sc. in Management ab. Benjamin Bilski ist stark technologieorientiert und verfügt über ein tiefes Verständnis von E-Commerce, Finanzen sowie Mobiltechnologien und Affiliate-basierten Modellen. Er wurde in die berühmte Talentliste „FORBES 30 under 30 – Europe“ aufgenommen.

Andreas Luecke (Executive Director)



Andreas Luecke ist ein erfahrener Gesellschafts- und Steueranwalt mit 25 Jahren Erfahrung im Bereich M&A sowie mit der Strukturierung von Investitionen für private und institutionelle Kunden. Er verfügt über profunde Kenntnisse im Bereich international diversifizierter Konzerne und der Optimierung ihrer Strukturen aus rechtlicher und steuerlicher Sicht. Vor seinem Eintritt bei der NAGA Group war er Partner in einem Big Four-Unternehmen sowie in einer multidisziplinären Steuer- und Rechtsberatungskanzlei.

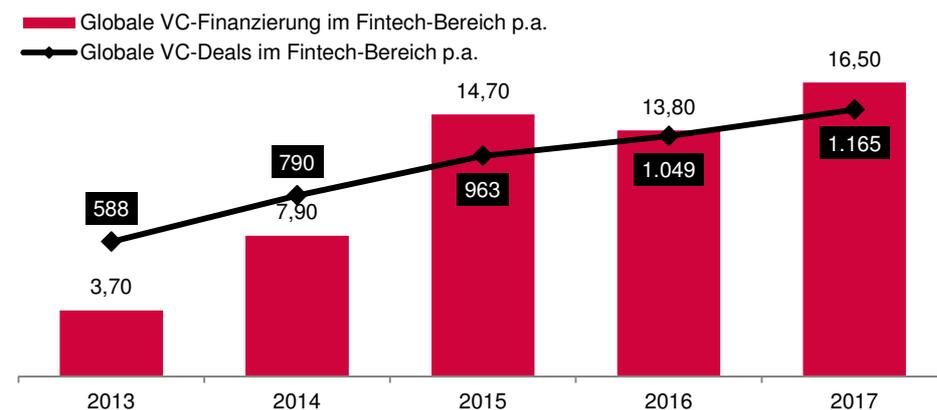
MARKT UND MARKTUMFELD

Die NAGA-Gruppe ist auf mehreren Märkten aktiv und kombiniert verschiedene Produkte in einem einzigen Ökosystem. NAGA sieht es als seine Mission an, die Welt des Tradings mit Finanzprodukten und virtuellen Gütern auf einer einheitlichen Plattform für alle zugänglich zu machen. Zurzeit bietet unseres Erachtens kein anderes Unternehmen auf einer einzigen Plattform eine solche Bandbreite an Möglichkeiten für das Trading an. Im Rahmen unserer Marktanalyse werden einige der für NAGA wichtigsten Markttrends durchleuchtet.

Der Fintech-Markt

Im Allgemeinen ist NAGA auf dem Fintech-Markt tätig. Fintech gilt als eine Weiterentwicklung der Finanzindustrie und tatsächlich wurde ihre Entstehung durch die Finanzkrise 2008 ausgelöst. Das enorme Potenzial für dieses neue Marktsegment hat zunehmende Aufmerksamkeit auf sich gezogen und fast jedes Jahr werden neue Finanzierungsrekorde in diesem Bereich aufgestellt.

Jährliche VC-Finanzierungen und –Deals (in Mrd. USD)



Quelle: CBInsights

Im Rahmen von Venture Capital-Finanzierungen haben Fintech-Unternehmen in 2017 bei über 1.165 Transaktionen weltweit 16,5 Mrd. USD eingesammelt. Nach Angaben von CBInsights haben Fintech-Unternehmen allein im dritten Quartal 2018 im Rahmen von 375 Transaktionen weltweit 5,64 Milliarden US-Dollar eingesammelt.

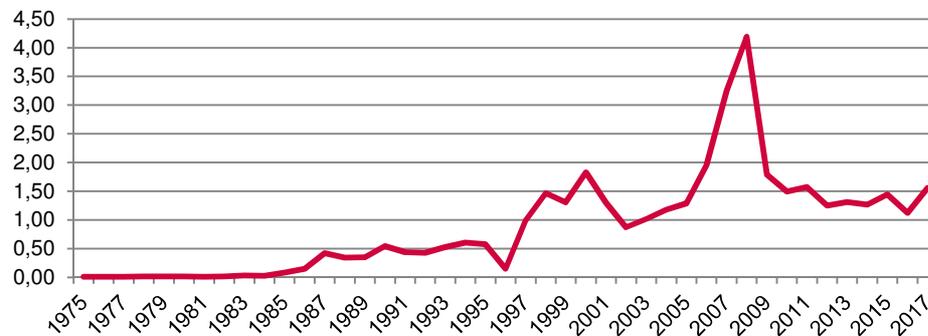
Vor allem in Europa versuchen verschiedene Fintech-Unternehmen, das traditionelle Bankenmodell in Frage zu stellen. Sie breiten sich weltweit aus und neue Marktteilnehmer konzentrieren sich auf die Problemstellungen von Nischenkunden. Im Jahr 2018 haben Startups, die im Privat- und Geschäftskundenbanking völlig neue Wege gehen wollen, in 55 Transaktionen insgesamt über 1,5 Milliarden USD an Risikokapital eingesammelt. Beides sind neue Jahresrekorde. Unserer Meinung nach hat die NAGA Group gute Chancen, eines der so genannten Fintech-Einhörner zu werden, denn das Unternehmen verfügt über eine klare Strategie und löst mehrere Kundenprobleme bzw. Problemstellungen gleichzeitig. Mit dem einzigen Login in das NAGA-Ökosystem erhält der Kunde Zugang zu einer umfassenden Produktpalette wie NAGA Trader, NAGA Markets, NAGA Wallet, NAGA Virtual, NAGA Brokers, NAGA Card und anschließend auch zu NAGA Exchange, NAGA Academy, NAGA Wealth, NAGA Stocks und NAGA Guard.

Das NAGA-Ökosystem ist auf den Wachstumsmärkten Social Trading, Kryptowährungen, CFD, Devisentrading, Aktientrading und virtuelle Güter angesiedelt. NAGA hat

seinen Sitz in Deutschland und konzentriert sich derzeit auf den deutschen und europäischen Markt. Das gesamte Handelsvolumen im Anlagenbereich in Deutschland begann 1997 deutlich zu wachsen und erreichte 2001 rund 1,8 Billionen USD (ausgehend von weniger als 0,5 Billionen USD). Dieser Anstieg des Handelsvolumens wurde durch den Dotcom-Hype verursacht. Dennoch lag das Handelsvolumen in Deutschland auch nach dem Dotcom-Crash meist zwischen einer und zwei Billionen US-Dollar. Insgesamt scheint sich die Stimmung in Deutschland wieder zu wandeln und immer mehr Menschen haben wieder begonnen, mit Aktien zu handeln.

Die Gesamtzahl der Aktionäre in Europas größter Volkswirtschaft ist jedoch im Vergleich zu anderen Nationen immer noch gering. Laut DAI (Deutsches Aktieninstitut) besaßen im Jahr 2015 etwas mehr als neun Millionen Deutsche auf die eine oder andere Weise Aktien: sei es durch direkte Investitionen in Unternehmen, über Investmentfonds oder über Arbeitnehmerbeteiligungssysteme. Diese Zahl ist immer noch deutlich niedriger als die 13 Millionen Menschen, die auf dem Höhepunkt der Dotcom-Blase Aktien besaßen, aber es findet dennoch ein Aufschwung statt. Unabhängig von der positiven Entwicklung sind nur neun Millionen Menschen in einem Land mit rund 83 Millionen Einwohnern zu wenig für ein Land mit einer stark entwickelten Volkswirtschaft. Im Vergleich dazu sind gemäß Fed (Federal Reserve) etwa 50 % aller Nordamerikaner im Aktienmarkt engagiert. Unserer Meinung nach könnte NAGA von einem erwarteten Aufholeffekt in Deutschland profitieren und Investitionen mit dem NAGA Trader für Deutsche und andere Europäer noch attraktiver und interessanter machen. Darüber hinaus können die Produkte von NAGA theoretisch weltweit eingeführt werden. Sie müssen nicht auf den deutschen und europäischen Markt beschränkt bleiben, solange das Unternehmen die entsprechenden finanziellen Vorschriften einhält.

Handelsvolumen in Deutschland (in Billionen USD)

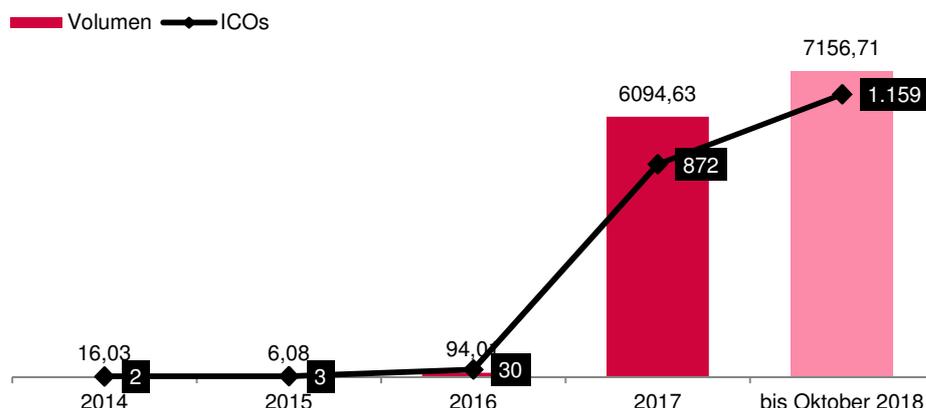


Quelle: Weltbank

Der Markt für Kryptowährungen

Außerdem hat NAGA mit dem NAGA Coin eine Kryptowährung entwickelt und in sein Ökosystem implementiert. Darüber hinaus bietet die Gesellschaft das NAGA Wallet und in Kürze auch NAGA Exchange an. Der Tokenverkauf von NAGA über den Kooperationspartner Naga Development Association war mit über 63.000 Investoren und einer Mitteleinnahme von mehr als 50 Mio. USD sehr erfolgreich verlaufen, wobei das ursprüngliche Ziel von 30 Mio. USD deutlich übertroffen wurde. Der Zeitpunkt des Verkaufs erwies sich im Nachhinein als ausgezeichnet. Der Abschluss im Dezember 2017 erfolgte dabei kurz vor dem Höchststand der Kryptowährungsmärkte, der im Januar 2018 erreicht wurde.

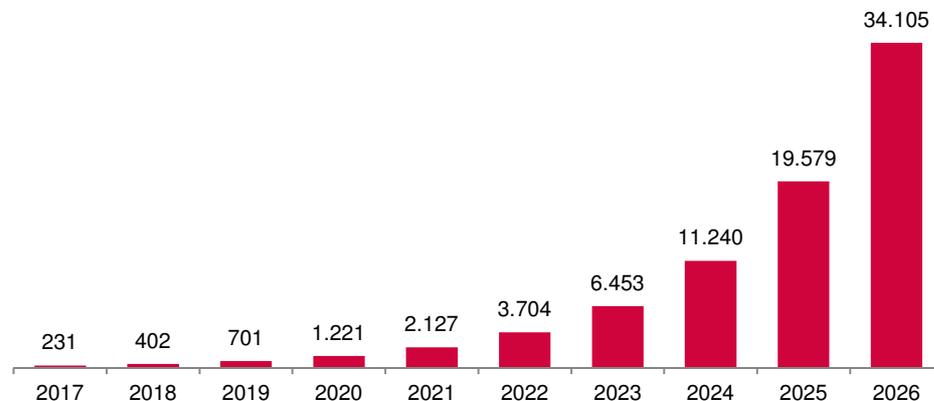
Anzahl an Initial Coin Offerings (ICO) und eingeworbenes Volumen (in Mio. USD)



Quelle: ICODATA.IO

Die Kryptowährungsbranche erreichte ihren Höhepunkt im Januar/Februar 2018 und ging von da an wieder zurück. Kryptowährungen verlieren dabei seit Jahresbeginn an Wert, was zu einem branchenweiten Dominoeffekt geführt hat, der bei den Investoren derzeit für eine große Unsicherheit gesorgt hat. Für Startups, die ICOs durchführen, war der Oktober der bisher schwierigste Monat dieses Jahres, da nur etwa 63 Millionen US-Dollar eingenommen wurden. Dies ist ein deutlicher Rückgang im Vergleich zum Januar 2018, als im Rahmen von ICOs etwas mehr als 1,5 Milliarden USD (Quelle: ICodata.io) eingenommen wurden.

Weltweiter Fintech-Blockchain Markt (in Mio. USD)



Quelle: MarketWatch

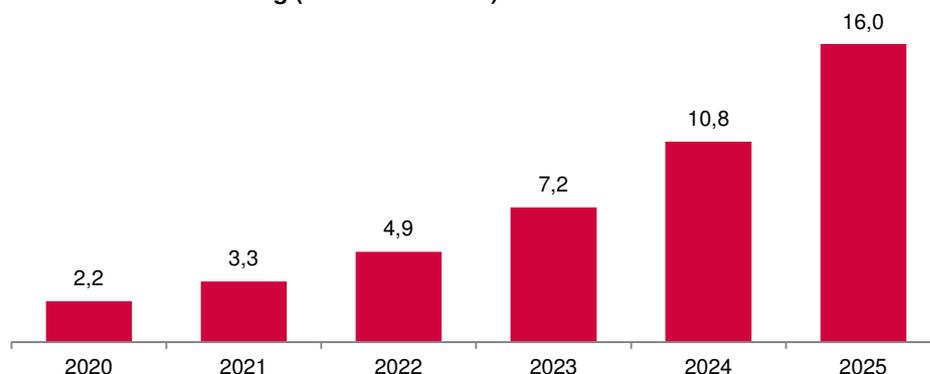
Unserer Meinung nach ist der Markt derzeit schwierig, sollte aber früher oder später zu seinem früheren Wachstum zurückkehren, denn die Blockchain-Technologie besitzt das Potenzial, das Geschäft zu revolutionieren und Unternehmen und Volkswirtschaften neu zu definieren. Wir gehen jedoch davon aus, dass diese Transformation langsam erfolgen wird, denn Blockchain ist keine Technologie, die ein traditionelles Geschäftsmodell mit einer kostengünstigeren Lösung angreifen und etablierte Unternehmen schnell überholen kann. Die Blockchain ist eine Basistechnologie, die das Potenzial besitzt, die Wirtschaft und die Unternehmen auf eine neue Grundlage zu stellen. Aber auch wenn die Auswirkungen enorm sein können, wird es einige Zeit dauern, bis die Blockchain in unsere wirtschaftliche und soziale Infrastruktur eindringt. Laut MarketWatch soll das enorme Potenzial zu einem dynamischen Wachstum von 74,2 % führen und der globale Markt für die Fintech-Blockchain bis 2026 ein Volumen von 34,1 Mrd. USD erreichen.

Robo-Beratung und virtuelle Güter

Darüber hinaus ist NAGA auf dem Markt für Robo-Beratung aktiv, einem im Bereich der Vermögensverwaltung relativ neuen Trend. Die Unternehmensberatung Deloitte schätzt, dass es in 15 Ländern fast 100 Robo-Berater mit sehr unterschiedlichen Angeboten gibt. Die Beratungsgesellschaft prognostiziert, dass der Markt für Robo-Beratung bis 2020 ein Vermögensvolumen von 2,2 bis 3,7 Billionen US-Dollar verwalten wird, und dass die Dienstleistungen im Bereich der Robo-Beratung bis zum Jahr 2025 auf über 16,0 Billionen US-Dollar an verwalteten Vermögen anwachsen werden. Der Grund für dieses enorme Wachstum ist darin zu sehen, dass Robo-Berater eine potenzielle Lösung für die Komplexität der Entscheidungsfindung im Finanzsektor sein können. Als Robo-Berater werden Dienstleistungen bezeichnet, die viele Anlageaufgaben automatisch mithilfe von Algorithmen ausführen, die normalerweise von einem menschlichen Finanzberater durchgeführt würden. Da Robo-Berater billiger als menschliche Berater und damit hochskalierbar sind, können diese auch Kunden mit geringem Sparvermögen annehmen und damit ein größeres Publikum beraten.

Robo-Berater schaffen dabei auf zweierlei Weise Mehrwert. Erstens verschaffen sie Kleinanlegern bei wesentlich niedrigeren Kosten die Möglichkeit zur Vermögensanlage. Zweitens fungiert der Teil der Lösung, der sich der Auswahlentscheidung für die Anlage widmet, als persönlicher Finanzberater, der in der Vergangenheit nur vermögenden Privatpersonen zugänglich war. Der Robo-Berater könnte die Branche der Vermögensverwaltung drastisch verändern. Deshalb sind wir der Meinung, dass NAGA von diesem erheblichen Wachstumspotenzial profitieren kann.

Markt für Robo-Beratung (in Billionen USD)



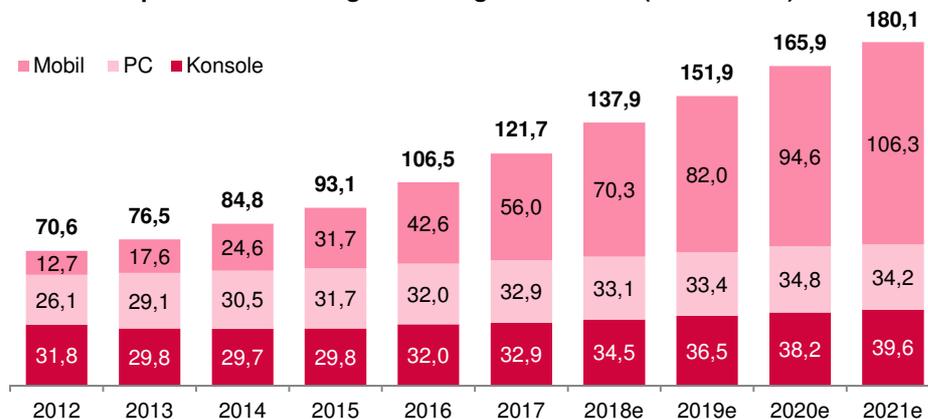
Quelle: Deloitte

Außerdem ermöglicht NAGA seinen Nutzern den Handel mit virtuellen Gütern. So können sie ihre Anlagestrategien verbreitern und auch neue Anleger anziehen, die bisher nur an virtuellen Gütern interessiert waren. Der Verkauf virtueller Güter hat sich in der Spielebranche in den letzten Jahren zu einem effektiven Geschäftsmodell entwickelt. Statt die Gamer für den Spiele-Client oder eine monatliche Abonnementgebühr bezahlen zu lassen, gestatten die Herausgeber der Spiele es den Gamern, kostenlos zu spielen, aber verleiten sie dazu, innerhalb des Spiels für echtes Geld virtuelle Güter zu kaufen. Spiele, die mit dem Verkauf von virtuellen Gütern arbeiten und keine Einstiegszahlung von den Gamern verlangen, werden allgemein als Free-to-Play bezeichnet. In modernen Videospiele können die Gamer diese Items oftmals kaufen, verkaufen oder tauschen. Durch diese Items kann das Aussehen der Spielfiguren verändert oder es können neue Güter/Funktionen hinzugefügt werden.

Derzeit gibt es Primär- und Sekundärmärkte für virtuelle Güter. Auf dem Primärmarkt für virtuelle Güter kaufen Spieler virtuelle Inhalte direkt bei den Spieleanbietern. Auf den verschiedenen Plattformen des Sekundärmarkts können die Gamer mit ihren Items han-

deln. Oftmals können sogar externe Plattformen genutzt werden, um diesen Handel zu validieren. Derzeit beteiligt sich NAGA mit NAGA Trader am Markt für virtuelle Items. Hier können CFDs auf virtuelle Güter gehandelt werden, und mit NAGA Virtual können Gamer mit ihren Items handeln.

Weltweiter Spielemarkt und segmentbezogene Umsätze (in Mrd. USD)



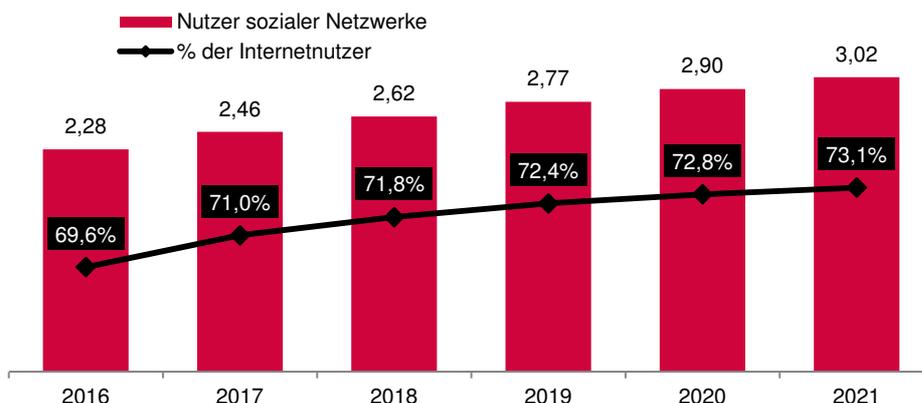
Quelle: Newzoo

Laut Researchunternehmen Newzoo hat die Mehrheit der zahlenden Spieler in den USA (79 %) in den letzten sechs Monaten innerhalb von Spielen Geld für Items oder virtuelle Güter ausgegeben. Im Vergleich dazu haben in Deutschland, dem fünftgrößten Spielemarkt der Welt, 60 % der zahlenden Gamer in den letzten sechs Monaten Geld für Spiele-Items oder virtuelle Güter ausgegeben. Der globale Spielemarkt wächst mit einer erwarteten Wachstumsrate von 10,3 % und einem Umsatz von 180,1 Mrd. USD bis 2021 (Newzoo) weiterhin stark. Obwohl der Markt für virtuelle Güter noch relativ jung ist, wird es interessant sein zu sehen, wie effektiv externe Unternehmen und NAGA von dem zunehmenden Trend zum Handel mit virtuellen Gütern profitieren können.

Social trading-Netzwerke

Insgesamt agiert NAGA auf allen Handelsplattformen und Börsen in einem einzigen sozialen Trading-Netzwerk, das mit Spielelementen ausgestattet ist. Soziale Netzwerke erwirtschafteten 2017 rund 41,0 Milliarden USD an Werbeeinnahmen (eMarketer). Immer mehr Internetnutzer schließen sich dabei einem sozialen Netzwerk an. Laut eMarketer werden bis 2021 3,02 Milliarden Menschen einem sozialen Netzwerk beigetreten sein. Das sind 73,1 % aller Internetnutzer.

Weltweite Nutzer sozialer Netzwerke und Penetration (in Mrd.)



Quelle: eMarketer

Für Benutzer/Trader gibt es mehrere Gründe, sich einer Trading-Community mit sozialem Netzwerk wie der von NAGA anzuschließen. Als Teil der Online-Welt kommt ein Trader anderen, erfolgreichen Tradern näher und kann deren Verhalten dann nachbilden. In einer Trading-Gemeinschaft aktiv zu werden bedeutet, zugleich Zugang zu nützlichen Informationen zu erhalten. Darüber hinaus wollen sich Trader, die sich in sozialen Handelsnetzwerken engagieren können, oftmals einen Vorteil verschaffen, indem sie die Schwarmintelligenz für sich nutzen. Zugleich können solche Gemeinschaften dazu beitragen, eine Trading-Kompetenz zu entwickeln, die auf diesen Plattformen zu einem gemeinsamen Erfolg führen kann. Trading-Communities mit sozialem Netzwerk, wie die NAGA Academy, können dazu beitragen, die Trading-Kompetenz aufzubauen und die Börsenbranche zugänglicher und besser erreichbar zu machen. Insgesamt ist NAGA auf mehreren Wachstumsmärkten tätig, die untereinander noch größere Synergien generieren und das Potenzial von NAGA noch mehr vergrößern könnten.

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG

Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2017	GJ 2018e	GJ 2019e	GJ 2020e
Umsatzerlöse	12,84	19,39	25,81	38,58
Aktivierete Programmierleistungen	1,27	0,00	0,00	0,00
Sonstige betriebliche Erträge	3,53	5,13	2,85	2,95
Entwicklungsaufwand	0,00	-2,79	-3,77	-4,14
Direkte Handelsaufwendungen	0,00	-1,90	-2,32	-3,47
Kommisionsaufwand	-3,43	-0,02	-0,06	-0,08
Personalaufwand	-2,70	-7,42	-7,80	-8,18
Marketingaufwendungen	-1,74	-3,18	-3,82	-4,58
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-6,91	-6,18	-5,15	-5,67
EBITDA	2,88	3,03	5,75	15,40
Abschreibungen	-4,78	-4,29	-4,65	-4,50
EBIT	-1,90	-1,26	1,10	10,90
Finanzerträge	0,00	0,00	0,12	0,12
Finanzaufwendungen	-0,21	-0,05	-0,05	-0,10
Ergebnis vor Steuern	-2,11	-1,31	1,17	10,92
Steuern	-0,14	-0,07	-0,35	-3,28
Jahresüberschuss	-2,25	-1,38	0,82	7,64
EBITDA	2,88	3,03	5,75	15,40
EBIT	-1,90	-1,26	1,10	10,90

Quelle: The NAGA Group AG; GBC AG

Historische Entwicklung der Umsatzerlöse

GuV (in Mio. €)	07-12.2016	GJ 2017	1.HJ 2018
Umsatzerlöse	1,97	12,84	8,08
EBITDA	-1,40	2,88	2,20
EBIT	-3,74	-1,90	-0,05
Finanzergebnis	-0,70	-0,20	-0,06
Nachsteuerergebnis	-3,89	-2,25	-0,01

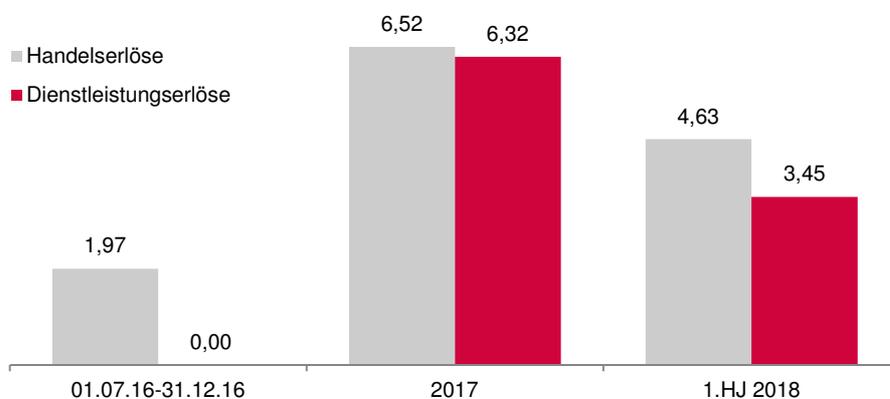
Quelle: The NAGA Group AG; GBC AG

Da NAGA im ersten Halbjahr 2016 keine relevanten Umsätze und Erträge erwirtschaftet hat, erstreckt sich die Analyse der Geschäftsentwicklung nur auf den Zeitraum ab dem zweiten Halbjahr 2016. Dementsprechend betrachten wir nur im Jahr 2017 ein volles Geschäftsjahr, so dass der Vorjahresvergleich nur sehr eingeschränkt aussagekräftig ist.

Auf Basis der aktuellen Produktpipeline bzw. der im Geschäftsjahr 2017 vermarkteten Produkte, umfassen die Umsatzerlöse der Gesellschaft in erster Linie Handelserlöse aus dem Brokerage-Geschäft und damit des Produktes NAGA Trader. Die Handelserlöse resultieren aus dem Handel der Kunden mit Differenzkontrakten (CFD), wobei die NAGA als Gegenpartei für die von den Kunden durchgeführten Trades auftritt. Die Handelserlöse des Geschäftsjahres 2017 lagen bei 6,52 Mio. €. Der im Vergleich zum Rumpfgeschäftsjahr 2016 starke Anstieg resultiert aus dem erstmaligen Einbezug eines zwölfmonatigen Zeitraums. Darüber hinaus kletterte die Kundenbasis der NAGA Markets auf 9.787 Kunden, mit einem Handelsvolumen in Höhe von rund 42 Mrd. €. Zum 30.06.2018 kletterte die Kundenzahl auf 11.256 Kunden weiter an und das Niveau der Handelserlöse erreichte mit 4,63 Mio. € (1.HJ 17: 3,74 Mio. €) einen deutlichen Anstieg in Höhe von 23,7 %.

Neben den Trading-Erlösen weist NAGA auch Umsätze aus, die aus erbrachten Dienstleistungen für den externen Kooperationspartner Naga Development Association (NADL) stammen. Diese Dienstleistungserlöse resultieren im Wesentlichen aus Lizenzen, Provisionen und allgemeinen Beratungsleistungen. Darüber hinaus trugen Erlöse aus dem ICO-Service einschließlich der Notierung und Promotion des NAGA-Ökosystems, aus der Token-Notierung auf NAGA Exchange und für die Werbeflächen auf NAGA Trader zum Gesamtumsatz bei.

Entwicklung der Umsatzerlöse (in Mio. €)



Quelle: The NAGA Group AG; GBC AG

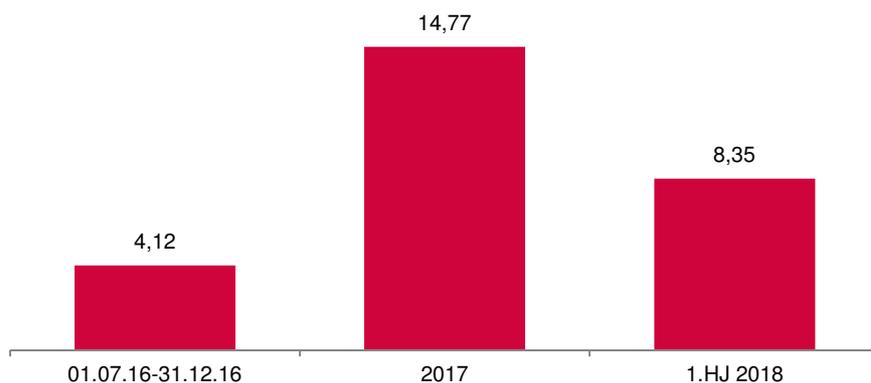
Zusätzliche Erträge aus der Weiterbelastung von Aufwendungen aus dem Token Sale, die die NAGA zunächst für die Naga Development Association übernommen hatte, komplettieren die Einnahmenseite der Gesellschaft ab. Die hieraus stammenden sonstigen

betrieblichen Erträge belaufen sich auf 3,53 Mio. € im Geschäftsjahr 2017 respektive 2,00 Mio. € im ersten Halbjahr 2018. In den kommenden Berichtsperioden sollte sich dieser Einnahmenstrom rückläufig entwickeln.

Historische Ergebnisentwicklung

Das Ergebnis von NAGA wurde im Wesentlichen durch drei Faktoren beeinflusst. Die wichtigsten Posten der Kostenstruktur waren der Personalaufwand, die Abschreibungen auf die Technologie, die Entwicklungskosten sowie die Marketingkosten.

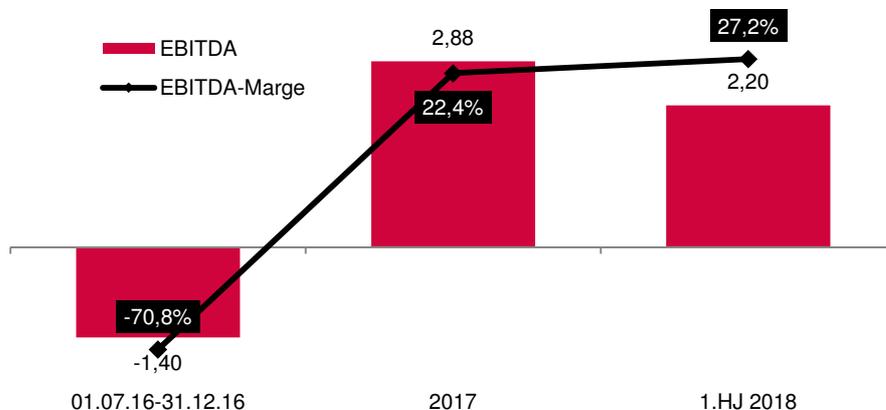
Entwicklung der operativen Kosten (in Mio. €)



Quelle: The NAGA Group AG; GBC AG

Die größte Kostenposition ist der **Personalaufwand**. Der Wert stieg im ersten Halbjahr 2018 auf -2,85 Mio. € (gegenüber -1,25 Mio. € im Vorjahr) und betrug rund 35 % der Gesamterlöse. Dies ist zum einen das Ergebnis der Integration der Mitarbeiter und Techniker der Hanseatic Brokerhouse Securities Group. Diese Übernahme war für das Management von Konten für das CFD-Trading und Trainingsinhalten unerlässlich. Die HBS-Gruppe ist mit Repräsentanzen in Madrid, Barcelona, Valencia und Palma de Mallorca zudem gut auf dem spanischen Markt aufgestellt. Andererseits weist NAGA im ersten Halbjahr 2018 höhere Gehälter und Boni aus. Es wurde veröffentlicht, dass die Zahl der Mitarbeiter europaweit auf mehr als 160 Fachkräfte angestiegen ist.

EBITDA (in Mio. €) und EBITDA-Marge (in %)



Quelle: The NAGA Group AG; GBC AG

Zur Verbesserung der Transparenz werden seit dem ersten Halbjahr 2018 die **Entwicklungsaufwendungen** (1,56 Mio. € in H1/18 gegenüber 1,34 Mio. € in H1/17) und die

direkten Trading-Aufwendungen (0,45 Mio. € in H1/18 gegenüber 0,43 Mio. € in H1/17) getrennt von den allgemeinen Verwaltungskosten ausgewiesen.

Die **Marketingkosten** beliefen sich auf 1,11 Mio. € und machen damit rund 14 % des Umsatzes aus. Diese Zahl spiegelt die Anstrengungen für die Entwicklung der NAGA-Marken wider. Dazu gehört vor allem das Sponsoring von Sportveranstaltungen (Fußballmannschaft) und im Fernsehen (Sky Media).

Insgesamt konnte eine deutliche Verbesserung des konsolidierten **EBITDA** erzielt werden, der die positive Zahl von 2,20 Mio. €, also 27 % des Gesamtumsatzes, erreichte. Dies ist ein weiterer Meilenstein für die im August 2015 in Hamburg gegründete Gruppe.

Die erworbene Technologie sowie die selbst entwickelte Software, welche größtenteils ergebniswirksam aktiviert wird, stellt das größte Asset der Gesellschaft dar. Auf Basis der erwarteten Nutzungsdauer von 3 bis 5 Jahren ergeben sich dabei vergleichsweise hohe Abschreibungen. Im Gesamtjahr 2017 lagen diese bei 4,78 Mio. € und im ersten Halbjahr 2018 bei 2,25 Mio. €. Folglich weist die NAGA auf EBIT-Ebene noch ein negatives Ergebnisniveau auf. Bei nur niedrigen Finanzaufwendungen sowie noch nicht relevanten Steuerbelastungen liegt das Nachsteuerergebnis der NAGA nahezu auf dem Niveau des EBIT.

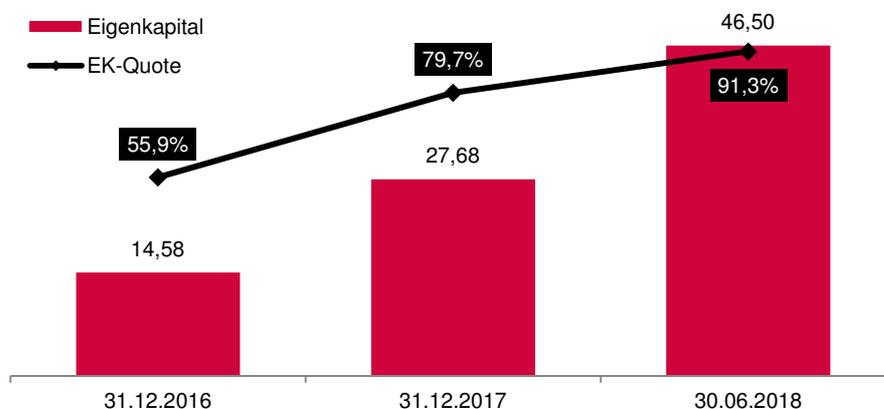
Historische Entwicklung der Bilanzkennzahlen

in Mio. €	31.12.2016	31.12.2017	30.06.2018
Eigenkapital	14,58	27,68	46,50
Eigenkapitalquote	55,9%	79,7%	91,3%
Anlagevermögen	19,16	15,73	35,24
Liquide Mittel	4,63	8,73	6,84
Working Capital	-4,14	4,14	5,85
Operativer Cashflow	0,91	-4,16	-0,57
Investitions-Cashflow	-0,67	-1,60	-1,66
Finanzierungs-Cashflow	3,84	9,86	0,00

Quelle: The NAGA Group AG; GBC AG

Das Bilanzbild der NAGA unterlag seit der Geschäftsaufnahme erheblichen Veränderungen. Auf der Eigenkapitalseite setzen sich diese aus der Durchführung unterschiedlicher Finanzierungsrunden (Seed-Kapital), dem Investment der Fosun-Gruppe sowie der erfolgreichen Durchführung der IPO-Kapitalerhöhung zusammen. Darüber hinaus wurde zu Beginn des laufenden Geschäftsjahres 2018 der Erwerb von 60 % der Hanseatic Brokerhouse Securities AG (HBS) im Wege einer Sachkapitalerhöhung durchgeführt, wodurch das Eigenkapital weiter auf 46,50 Mio. € (31/12/17: 27,68 Mio. €) deutlich zugelegt hat. Da die NAGA zur Finanzierung der operativen Tätigkeit derzeit nur im geringen Maße Fremdkapital in Anspruch nimmt, liegt die EK-Quote mit 91,3 % auf einem sehr hohen Niveau:

Eigenkapital (in Mio. €) und Eigenkapitalquote (in %)



Quelle: The NAGA Group AG; GBC AG

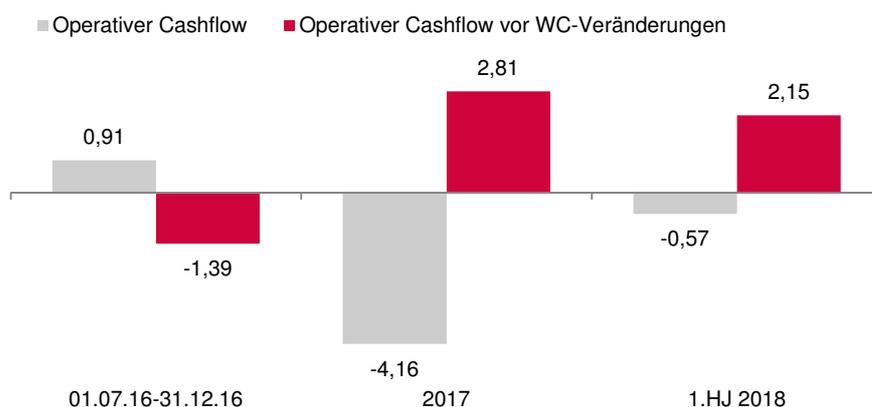
Das Wachstum der Gesellschaft sowie die erfolgte Akquisition der HBS haben einen deutlichen Anstieg der Aktiva nach sich gezogen. Alleine der HBS-Erwerb für einen rechnerischen Kaufpreis von 18,55 Mio. € (es hat kein Liquiditätsabfluss stattgefunden) hatte einen Anstieg des Goodwills um 17,82 Mio. € nach sich gezogen. Zusammen mit der aktivierten Software weist die NAGA immaterielle Vermögenswerte in Höhe von insgesamt 35,24 Mio. € (31/12/17: 15,73 Mio. €) aus.

Da für die HBS-Akquisition kein Liquiditätsabfluss stattgefunden hat und sich sonst der Liquiditätsabfluss aus dem operativen Geschäft sowie im Zusammenhang mit den Investitionen im ersten Halbjahr 2018 auf niedrigem Niveau bewegt, verfügt die Gesellschaft über einen weiterhin hohen Liquiditätsbestand in Höhe von 6,84 Mio. € (31/12/17: 8,73 Mio. €). Wie dargestellt, stammt der Großteil hiervon aus den in den Vorperioden durchgeführten Kapitalerhöhungen. Der Token Sale der Naga Development Association Ltd. (NDAL) in Höhe von 50 Mio. USD hat keinen Einfluss auf die Bilanz der The NAGA

Group AG. Die NDAL steht dabei in keiner gesellschaftsrechtlichen Beziehung zur NAGA und hat den Token Sale auf eigene Rechnung initiiert.

Der operative Cashflow war sowohl auf Gesamtjahresbasis 2017 als auch im ersten Halbjahr 2018 jeweils negativ. Ein wichtiger Faktor war hier jedoch der erfolgte liquiditätswirksame Ausbau des Working Capitals, als Folge eines Anstiegs bei den Forderungen aus Lieferungen und Leistungen. Diese stehen in Verbindung mit den erbrachten Dienstleistungen an die NDAL (siehe Umsatz- und Ergebnisentwicklung). Bereinigt um Working Capital-Effekte hätte die NAGA sogar jeweils einen positiven Cashflow in Höhe von 2,81 Mio. € (GJ 2017) bzw. 2,15 Mio. € (1. HJ 2018) ausgewiesen:

Operativer Cashflow und operativer Cashflow vor WC-Veränderungen (in Mio. €)



Quelle: The NAGA Group AG; GBC AG

Die Analyse der Cashflows aus Investitionen bestätigt die Bemühungen von NAGA zum Aufbau ihrer strategischen Assets. Mittelabflüsse ergaben sich beispielsweise aus den Investitionen in immaterielle Vermögenswerte (1,24 Mio. €). Diese Investitionen werden sich in den kommenden Quartalen wegen der erwarteten Verbesserungen in der Blockchain-Technologie und des langfristigen Ziels fortsetzen, eine einzigartige Trading-Lösung aufzubauen.

PROGNOSEN UND BEWERTUNG

GuV (in Mio, €)	GJ 2017	GJ 2018e	GJ 2019e	GJ 2020e
Umsatzerlöse	12,84	19,39	25,81	38,58
EBITDA	2,88	3,03	5,75	15,40
EBIT	-1,90	-1,26	1,10	10,90
Jahresüberschuss	-2,25	-1,38	1,14	9,14

Quelle: The NAGA Group AG; GBC AG

Unternehmensstrategie

NAGA befindet sich derzeit in einer Phase dynamischen Wachstums und verfolgt das Ziel, eine einzigartige Struktur und Plattform für den Handel mit Finanzanlagen, Spielen und digitalen Währungen zu schaffen. Diese Entwicklung findet innerhalb der folgenden drei Entwicklungslinien statt: (1) Technologieentwicklung, (2) Rechts- und Lizenzentwicklung, (3) Community- und Geschäftsentwicklung.

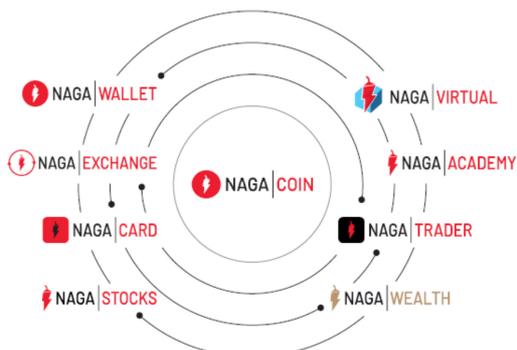
Mit der **Technologie**-Linie sollen das Konzept und die Struktur von Naga Coin und seinem Ökosystem sowie die Infrastruktur für die Mittelverwaltung, das Berichtswesen, die Analyse und die Integration mit Dritten entwickelt werden. Mehr als 50 erfahrene Entwickler sind bereits im NAGA-Team beschäftigt.

Eine zweite wichtige Entwicklungslinie ist der Aufbau der **Rechts- und Lizenzstruktur**. Diese wird so aufgebaut, dass sie die Erfordernisse für die Einhaltung der Infrastrukturvorschriften erfüllt. Die Expertise des Rechts- und Führungsteams von NAGA in diesem Bereich ermöglicht es dem Unternehmen, eine völlig transparente, lizenzierte und überprüfbare Struktur aufzubauen.

Die nächste Entwicklungslinie, **Community- und Geschäftsentwicklung**, dient dazu, die Anzahl der Nutzer zu steigern. Die Säule für weitere Expansion der Gruppe bilden neue Partnerschaften zur Verbesserung der Markenbekanntheit. Die Art und Weise und der Erfolg beim Aufbau einer Partnerschaft mit externen Partnern wie Agenturen für Online-Marketing und Beratungsunternehmen können die Planungen vorantreiben.

Die wichtigste Triebfeder für das gesamte NAGA-Ökosystem ist die Kryptowährung NAGA Coin. Basierend auf der Blockchain-Technologie ist diese Währung zugleich ein Instrument für Marketing und Kundenbindung. Die Marke wird es ermöglichen, das Konzept grenzüberschreitend zu erweitern und damit eine weitere internationale Kundennische zu erreichen. Für die Nutzer werden sich daraus mehrere Vorteile ergeben, z. B. niedrigere Gebühren oder der Zugang zu einem dezentralen Ökosystem.

Ökosystem des NAGA Coin



Quelle: The NAGA Group AG; GBC AG

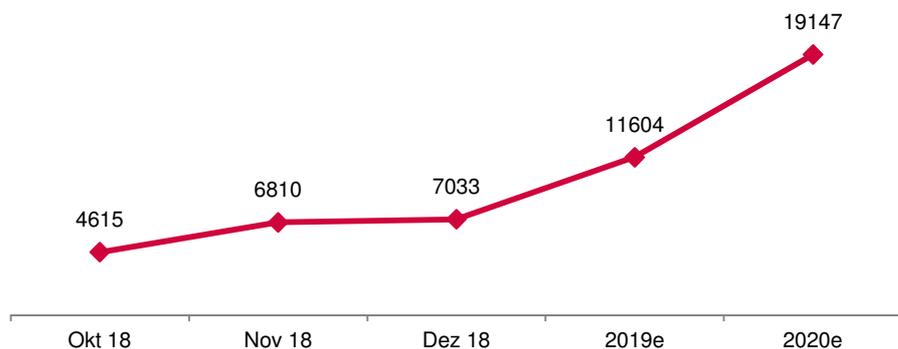
Derzeit ist das Unternehmen in drei Ländern aktiv und plant, seine geografische Präsenz weiter auszubauen. Für 2019 bis 2021 wird der Schwerpunkt weiterhin auf der Benutzerakquise durch Marketingkampagnen (mit einer großen Kampagne, die im vierten Quartal gestartet wurde) liegen. Aufgrund der Besonderheiten des FinTech-Marktes ist mit Wachstum durch M&A und strategische Allianzen zu rechnen.

Umsatzprognosen

Unsere Prognosen basieren auf bestimmten Annahmen, die sich aus den Geschäftssegmenten von NAGA ergeben. Die wichtigsten Kennzahlen sind die Anzahl der aktiven Trades und deren Wachstum, das Trading-Volumen pro Kunde, die erzielten Umsätze, die Akquisitionskosten und die Konversionsrate.

Der Hauptanteil des Umsatzes wird wahrscheinlich, wie bisher, mit dem Produkt NAGA Trader (Brokerage) generiert werden. Die Basis für unsere Umsatzprognosen ist die erwartete Entwicklung der Kundenanzahl, ausgehend von rund 4600 aktiven Kunden zum aktuellen Zeitpunkt. Für die kommenden Jahre rechnen wir mit einer sichtbaren Wirkung der Marketingmaßnahmen und damit einem deutlichen Anstieg der aktiven Kunden auf über 11.000 in 2019 und über 19.000 bis zum Ende des Geschäftsjahres 2020.

Entwicklung der aktiven NAGA Trader-Kunden

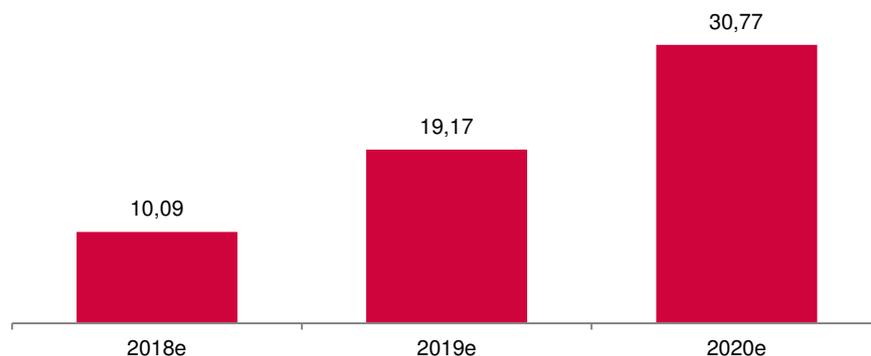


Quelle: GBC AG

Auch bei der bereits in den Markt eingeführten NAGA Card basieren unsere Umsatzprognosen auf der Anzahl der Kunden, die über ein Live Trading Konto verfügen. Die Hürde, eine kostenlose Prepaid Karte zu beantragen, dürfte in unseren Annahmen gering sein. Jedoch gehen wir davon aus, dass nur 50 % der beantragten Karten auch genutzt werden, weswegen wir daher mittelfristig von einer etwas geringeren Kundenbasis ausgehen als beim NAGA Trader. Bis zum Jahr 2020 sollten gemäß unseren Planungen über 12.000 Kunden die NAGA Card nutzen.

Entsprechend der Produktstruktur stellen der NAGA Trader und die NAGA Card die Umsätze des Bereiches NAGA Finance dar. In unseren Planungen haben wir auf Basis der dargestellten prognostizierten Kundenanzahl unsere Umsatzprognosen ausformuliert. Hierfür haben wir beim durchschnittlichen Kundenumsatz historische Werte sowie aus der Branche heraus abgeleitete Prognosen erstellt. In Summe rechnen wir für 2018 mit Umsätzen in Höhe von 10,09 Mio. €. Diese dürften angesichts einer stark steigenden Kundenbasis bis 2020 auf 30,77 Mio. € signifikant zulegen:

Umsatzprognosen Geschäftsbereich NAGA Finance (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Im zweiten Geschäftsbereich, NAGA Crypto, gliedern sich unsere Prognosen in drei Bereiche: Wallet, Exchange und ICO-Services.

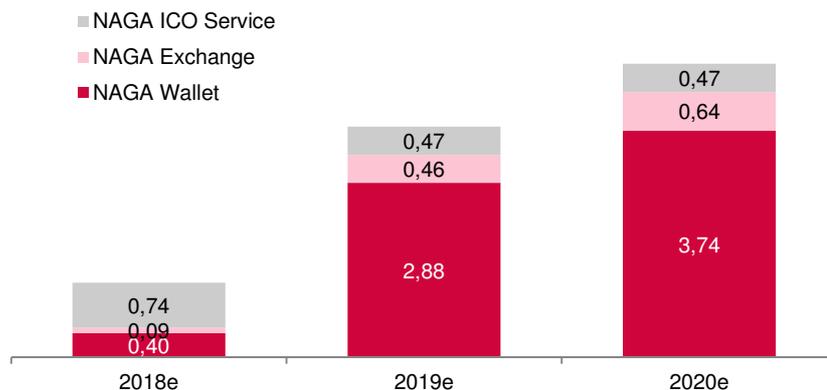
Insgesamt dürfte dieser zweite Produktbereich die deutlich geringeren Umsatzbeiträge liefern. Unsere erwarteten Umsätze mit NAGA Wallet basieren zwar auf einer deutlich größeren Kundenanzahl als beim NAGA Trader, der durchschnittliche Umsatz je Kunde und damit auch die von der NAGA eingenommenen Gebühren dürften aber deutlich niedriger liegen. Bis zum Jahr 2020 rechnen wir innerhalb des NAGA Wallet mit Umsätzen in Höhe von 3,74 Mio. €.

Für das Geschäft mit **NAGA Exchange** haben wir die Umsätze aus dem Handel mit Bitcoin und den Notierungsdienstleistungen berechnet. Damit stellt NAGA Exchange den Marktplatz für Kryptowährungen, der von den Nutzern der NAGA Wallet in Anspruch genommen werden kann. Dabei rechnen wir, dass rund 35 % der NAGA Wallet-Nutzer auch aktiv mit Kryptowährungen handeln und damit entsprechend Gebühren an die NAGA zahlen. In unseren Umsatzschätzungen gehen wir jedoch, bei einer durchschnittlichen Transaktionsgebühr von lediglich 0,2 %, zunächst von vergleichsweise geringen Umsatzerlösen aus.

Innerhalb NAGA Exchange wird die Gesellschaft aber auch Listing-Gebühren für das Listing von Kryptowährungen erheben. Der Grundgedanke ist hier, dass die Initiatoren von Kryptowährungen bestrebt sind, möglichst gut gehandelt zu werden und damit ein Listing innerhalb des NAGA Tradingsystems anstreben. Bis zum Jahr 2020 sollte die Gesellschaft hieraus rund 0,40 Mio. € erwirtschaften.

Ein kleiner Anteil am Gesamtumsatz entfällt zudem auf den **ICO-Service**. Letzterer steht im Zusammenhang mit den Dienstleistungen zur Notierung des ICO, zu denen der technische Support und die Promotion für das Angebot gehören.

Umsatzprognosen Geschäftsbereich NAGA Krypto (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Die NAGA hat im Geschäftsjahr 2017 und im ersten Halbjahr 2018 jeweils nennenswerte Umsätze (Dienstleistungserlöse) im Zusammenhang mit dem durchgeführten Token Sale der Naga Development Association erwirtschaftet. Diese belaufen sich im ersten Halbjahr auf 3,45 Mio. €. Für das laufende Geschäftsjahr rechnen wir mit einem weiterhin nennenswerten Umsatzbeitrag aus dem Dienstleistungsbereich (8,07 Mio. €), welcher sich jedoch in den kommenden Geschäftsjahren sukzessive mindern dürfte.

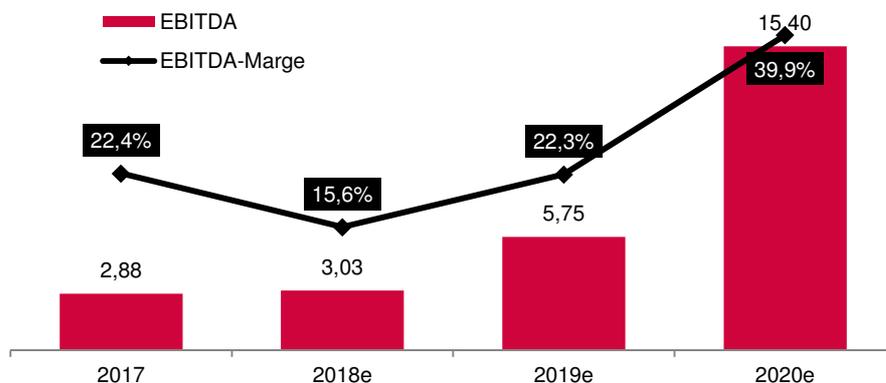
Umsätze nach Segment (€m)	2018e	2019e	2020e
NAGA Trader	9,63	16,71	27,57
NAGA Card	0,46	2,46	3,19
NAGA Finance (Summe)	10,09	19,17	30,77
NAGA Wallet	0,40	2,88	3,74
NAGA Exchange	0,09	0,46	0,64
NAGA ICO Service	0,74	0,47	0,47
NAGA Crypto (Summe)	1,23	3,81	4,84
Dienstleistungsumsätze	8,07	2,84	2,98
Gesamtumsätze	19,39	25,81	38,58

Quelle: GBC AG

Ergebnisprognosen

Parallel zum Umsatzanstieg rechnen wir mit einer sukzessiven Verbesserung der operativen Ergebnismargen. Die EBITDA-Marge dürfte, unseren Erwartungen gemäß, bis zum Jahr 2020 auf nahezu 40 % ansteigen. Die Basis für die deutliche Ergebnisverbesserung findet sich in erster Linie im signifikanten erwarteten Anstieg der Umsatzerlöse. Wir gehen zudem davon aus, dass die operativen Kosten insbesondere im Bereich der Personalaufwendungen sowie bei den sonstigen betrieblichen Aufwendungen nur unterproportional zulegen werden. Beim Entwicklungs- und Forschungsaufwand unterstellen wir jedoch, im Zuge der erwarteten weiteren Produktentwicklungen und Einführungen einen etwas stärkeren Kostenanstieg. Ähnlich verhält es sich mit den Marketing- und Vertriebsaufwendungen, auf deren Basis die Kundengewinnung weiter vorangetrieben werden soll. Die erste große Marketingkampagne wurde bereits im vierten Quartal 2018 gestartet und sollte bis in das kommende Geschäftsjahr hinein fortgesetzt werden. Die Etablierung von Affiliate-Programmen sollte hierzu flankierend erfolgen.

EBITDA (in Mio. €) und EBITDA-Marge (in %)

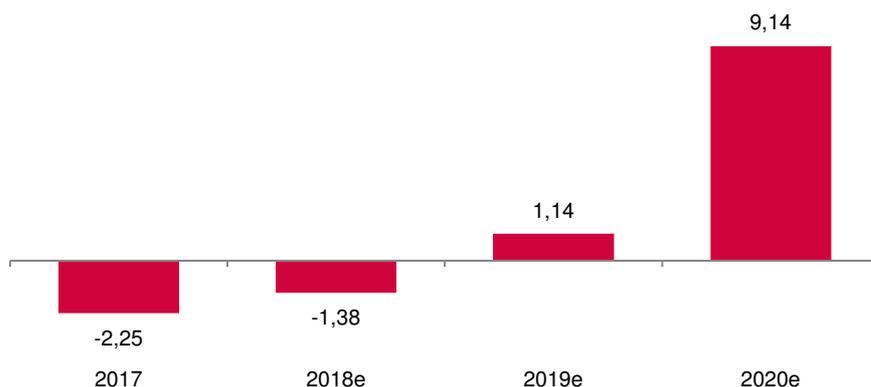


Quelle: GBC AG

Der auf EBITDA-Ebene bereits erreichte Break-Even sollte beim EBIT im kommenden Geschäftsjahr 2019 erfolgen. Die Gesellschaft wird weiterhin vergleichsweise hohe Abschreibungen auf die eigenentwickelte und erworbene Software sowie auf die erworbenen immateriellen Vermögenswerte aus der HBS-Akquisition aufweisen. Im Geschäftsjahr 2020, unserem letzten konkreten Schätzzjahr, sollte die NAGA auch beim EBIT deutlich positive Ergebnisbeiträge vorweisen.

Wir stufen die Eigenfinanzierungskraft der Gesellschaft als ausreichend ein und sehen daher keinen Bedarf zur Aufnahme von Fremdkapital. Dies bewirkt einen nur geringen Anstieg der Finanzaufwendungen, die auch schon in den vergangenen Geschäftsjahren ohnehin kaum Relevanz hatten. Aufgrund der noch bestehenden Verlustvorträge wird die NAGA, zumindest über unseren konkreten Prognosezeitraum hinweg, geringe Steueraufwendungen aufweisen, so dass sich das EBIT gut im Nachsteuerergebnis wiederfinden wird. Auch beim Nachsteuerergebnis rechnen wir daher mit Übertreffen der Gewinnschwelle im kommenden Geschäftsjahr 2019.

Nachsteuerergebnis (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Bewertung

Modellannahmen

Die The NAGA Group AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2018 - 2020 in Phase 1, erfolgt von 2021 bis 2025 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 10,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 45,0 % angenommen. Die Steuerquote haben wir aufgrund der noch bestehenden Verlustvorträge mit 15,0 % in Phase 1, und in Phase 2 mit 30,0 % berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 3,0 %.

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der The NAGA Group AG werden aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten kalkuliert. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten sind die faire Marktprämie, das gesellschaftsspezifische Beta sowie der risikolose Zinssatz zu ermitteln.

Der risikolose Zinssatz wird gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze nach der Svensson-Methode. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen werden die Durchschnittsrenditen der vorangegangenen drei Monate verwendet und das Ergebnis auf 0,25 Basispunkte gerundet. **Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 1,25 %.**

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,50 % an. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt. Die Marktprämie gibt wieder, um wie viel Prozent der Aktienmarkt erwartungsgemäß besser rentiert, als die risikoarmen Staatsanleihen.

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,45. Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 9,24 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikolosen Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 9,24 %.

Bewertungsergebnis

Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2019 entspricht als Kursziel 5,15 €.

DCF-Modell

The NAGA Group AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	10,0%	ewiges Umsatzwachstum	3,0%
EBITDA-Marge	45,0%	ewige EBITA - Marge	38,7%
AFA zu operativen Anlagevermögen	17,0%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	15,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	19,39	25,81	38,58	42,44	46,69	51,36	56,49	62,14	
US Veränderung	51,0%	33,1%	49,5%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	3,0%
US zu operativen Anlagevermögen	1,20	1,52	2,13	2,13	2,23	2,34	2,45	2,57	
EBITDA	3,03	5,75	15,40	19,10	21,01	23,11	25,42	27,96	
EBITDA-Marge	15,6%	22,3%	39,9%	45,0%	45,0%	45,0%	45,0%	45,0%	
EBITA	-1,26	1,10	10,90	16,01	17,63	19,56	21,69	24,05	
EBITA-Marge	-6,5%	4,3%	28,3%	37,7%	37,8%	38,1%	38,4%	38,7%	38,7%
Steuern auf EBITA	-0,07	-0,03	-1,74	-4,80	-5,29	-5,87	-6,51	-7,21	
zu EBITA	-5,3%	2,6%	16,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	-1,33	1,07	9,16	11,21	12,34	13,69	15,18	16,83	
Kapitalrendite	-6,7%	5,0%	41,1%	46,4%	47,0%	49,1%	51,2%	53,4%	51,7%
Working Capital (WC)	5,20	5,30	6,00	6,37	7,00	7,70	8,47	9,32	
WC zu Umsatz	26,8%	20,5%	15,6%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	
Investitionen in WC	-1,06	-0,10	-0,70	-0,37	-0,64	-0,70	-0,77	-0,85	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	16,10	17,00	18,15	19,90	20,90	21,94	23,04	24,19	
AFA auf OAV	-4,29	-4,65	-4,50	-3,09	-3,38	-3,55	-3,73	-3,92	
AFA zu OAV	26,6%	27,4%	24,8%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	
Investitionen in OAV	-4,75	-5,55	-5,65	-4,84	-4,38	-4,60	-4,83	-5,07	
Investitionen in WC	-1,06	-0,10	-0,70	-0,37	-0,64	-0,70	-0,77	-0,85	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-2,85	0,07	7,31	9,09	10,71	11,95	13,32	14,83	261,54

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	185,02	202,06
Barwert expliziter FCFs	44,18	48,19
Barwert des Continuing Value	140,85	153,87
Nettoschulden (Net debt)	-4,80	-4,94
Wert des Eigenkapitals	189,83	207,00
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	189,83	207,00
Ausstehende Aktien in Mio.	40,20	40,20
Fairer Wert der Aktie in EUR	4,72	5,15

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,3%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,45
Eigenkapitalkosten	9,2%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	6,5%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	25,0%

WACC 9,2%

Kapitalrendite	WACC				
	7,2%	8,2%	9,2%	10,2%	11,2%
49,7%	7,35	5,94	4,99	4,32	3,81
50,7%	7,48	6,04	5,07	4,38	3,87
51,7%	7,61	6,14	5,15	4,45	3,92
52,7%	7,74	6,24	5,23	4,51	3,97
53,7%	7,87	6,33	5,31	4,57	4,03

ANHANG

I.

Research unter MiFID II

1. Es besteht ein Vertrag zwischen dem Researchunternehmen GBC AG und der Emittentin hinsichtlich der unabhängigen Erstellung und Veröffentlichung dieses Research Reports über die Emittentin. Die GBC AG wird hierfür durch die Emittentin vergütet.
2. Der Research Report wird allen daran interessierten Wertpapierdienstleistungsunternehmen zeitgleich bereitgestellt.

II.

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen aus dieser Studie stammen aus Quellen, welche GBC für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt verwandt, sicherzustellen, dass die verwendeten Fakten und dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind. Trotz allem kann keine Gewähr oder Haftung für deren Richtigkeit übernommen werden – und zwar weder ausdrücklich noch stillschweigend. Darüber hinaus können alle Informationen unvollständig oder zusammengefasst sein. Weder GBC noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieses Dokuments oder seines Inhalts oder auf andere Weise in diesem Zusammenhang entstehen.

Weiter weisen wir darauf hin, dass dieses Dokument weder eine Einladung zur Zeichnung noch zum Kauf irgendeines Wertpapiers darstellt und nicht in diesem Sinne auszulegen ist. Auch darf es oder ein Teil davon nicht als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in diesem Zusammenhang als verlässliche Quelle herangezogen werden. Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem voraussichtlichen Verkaufsangebot für Wertpapiere des oder der in dieser Publikation besprochenen Unternehmen sollte ausschließlich auf der Grundlage von Informationen in Prospekten oder Angebotsschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

GBC übernimmt keine Garantie dafür, dass die angedeutete Rendite oder die genannten Kursziele erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieses Dokument beruht, können einen materiellen Einfluss auf die angestrebten Renditen haben. Das Einkommen aus Investitionen unterliegt Schwankungen. Anlageentscheidungen bedürfen stets der Beratung durch einen Anlageberater. Somit kann das vorliegende Dokument keine Beratungsfunktion übernehmen.

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

Diese Publikation darf, sofern sie im UK vertrieben wird, nur solchen Personen zugänglich gemacht werden, die im Sinne des Financial Services Act 1986 als ermächtigt oder befreit gelten, oder Personen gemäß Definition § 9 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Erlass 1988 (in geänderter Fassung), und darf an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder anderen Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis, diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen.

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

<http://www.gbc-ag.de/de/Disclaimer.htm>

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung.htm>

§ 2 (I) Aktualisierung:

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse(n) zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. GBC AG behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings sind mit folgenden Erwartungen verbunden:

KAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\geq + 10 \%$.
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt dabei $> - 10 \%$ und $< + 10 \%$.
VERKAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\leq - 10 \%$.

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen Wertes je Aktie, welcher auf Grundlage allgemein anerkannter und weit verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse, wie etwa dem DCF-Verfahren, dem Peer-Group-Vergleich und/ oder dem Sum-of-the-Parts Verfahren, ermittelt wird, festgestellt. Dies erfolgt unter Einbezug fundamentaler Faktoren wie z.B. Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufe, etc.

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

Die historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung.htm>

§ 2 (IV) Informationsbasis:

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) wurden öffentlich zugängliche Informationen über den/die Emittenten, (soweit vorhanden, die drei zuletzt veröffentlichten Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekt, Unternehmenspräsentationen etc.) verwendet, die GBC als zuverlässig einschätzt. Des Weiteren wurden zur Erstellung der vorliegenden Analyse(n) Gespräche mit dem Management des/der betreffenden Unternehmen geführt, um sich die Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR:

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des § 85 WpHG und Art. 20 MAR nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5a,11)

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

- (1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem analysierten Unternehmen oder analysierten Finanzinstrument oder Finanzprodukt.
- (2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3% der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- (5) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen oder Emittenten des analysierten Finanzinstruments getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Finanzanalyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Unternehmens bzw. Emittenten
- (6) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen oder Finanzinstrument getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Dritten und/oder und/oder Unternehmen und/oder Emittenten des Finanzinstruments der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Dritten und/oder Emittent
- (7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und oder eine sonstige an der Studiererstellung beteiligte Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.

(10) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen mit dem analysierten Unternehmen geschlossen.

(11) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen, wie z.B. die Gewinnung und/oder Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen bzw. die Gewinnung und/oder Erbringung von Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen (z.B. Präsentation auf Konferenzen, Roundtables, Roadshows etc.)

(12) Das analysierte Unternehmen befindet sich zum Zeitpunkt der Finanzanalyse in einem, von der GBC AG oder mit ihr verbundenen juristischen Person, betreuten oder beratenen Finanzinstrument oder Finanzprodukt (wie z.B. Zertifikat, Fonds etc.)

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese, sofern vorhanden, offenzulegen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, Kristina Bauer, Email: bauer@gbc-ag.de

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

Die GBC AG wird derzeit vertreten durch Ihre Vorstände Manuel Hölzle (Vorsitz) und Jörg Grunwald.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Dario Maugeri, M.Sc., Finanzanalyst

Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), stellvertr. Chefanalyst

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

Manuel Hölzle, Dipl. Kaufmann, Chefanalyst

§ 3 Urheberrechte

Dieses Dokument ist urheberrechtlich geschützt. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt und darf nicht reproduziert oder an irgendeine andere Person verteilt werden. Eine Verwendung dieses Dokuments außerhalb den Grenzen des Urhebergesetzes erfordert grundsätzlich die Zustimmung der GBC bzw. des entsprechenden Unternehmens, sofern es zu einer Übertragung von Nutzungs- und Veröffentlichungsrechten gekommen ist.

GBC AG
Halderstraße 27
D 86150 Augsburg
Tel.: 0821/24 11 33-0
Fax.: 0821/24 11 33-30
Internet: <http://www.gbc-ag.de>

E-Mail: compliance@gbc-ag.de



GBC AG®
- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

GBC AG
Halderstraße 27
86150 Augsburg
Internet: <http://www.gbc-ag.de>
Fax: ++49 (0)821/241133-30
Tel.: ++49 (0)821/241133-0
Email: office@gbc-ag.de