

22. Juli 2024
Research-Update

SMC Research

Small and Mid Cap Research



Mehrfacher Gewinner
renommierter
Analyst Awards

The NAGA Group AG

Fusion als Wegbereiter für hohes Wachstum und steigende Margen

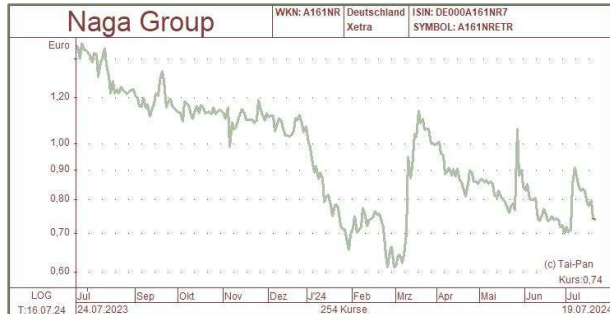
Urteil: Buy (zuvor: Speculative Buy) | Kurs: 0,74 € | Kursziel: 1,60 € (zuvor: 1,40 €)

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

Aktuelle Entwicklung



Stammdaten

Sitz:	Hamburg
Branche:	Fintech
Mitarbeiter:	>250*
Rechnungslegung:	IFRS
Ticker:	N4G:GR
ISIN:	DE000A161NR7
Kurs:	0,74 Euro
Marktsegment:	Scale
Aktienzahl:	ca. 232 Mio. Stück*
Market Cap:	171,7 Mio. Euro
Enterprise Value:	174,2 Mio. Euro
Free-Float:	9,4 %*
Kurs Hoch/Tief (12 M):	2,79 / 0,60 Euro
Ø Umsatz (12 M Xetra):	13,3 Tsd. Euro

Abschluss der Fusion im August

NAGA hat einen virtuellen Kapitalmarkttag veranstaltet, auf dem der im Januar neu berufene CEO Octavian Patrascu die Pläne für das Unternehmen nach dem Zusammenschluss mit CAPEX.com vorgestellt hat. Dieser war am 12. April von der Hauptversammlung mit einer sehr hohen Zustimmungsquote von 99,8 Prozent beschlossen worden. Die Umsetzung der Fusion erfolgt als Sachkapitalerhöhung, in deren Rahmen der CAPEX-Betreiber, die Key Way Group Ltd., gegen Ausgabe von 170,6 Mio. Aktien vollständig in NAGA eingebracht wird. Damit erhöht sich das Grundkapital auf 225,6 Mio. Aktien und die Key-Way-Eigner werden Mehrheitsgesellschafter der neu formierten Gruppe. Inzwischen haben die Regulierungsbehörden alle notwendigen Genehmigungen für die Fusion erteilt, so dass diese bis Ende August abgeschlossen werden soll.

EBITDA stark verbessert

Der kürzlich veröffentlichte Geschäftsbericht steht bereits ganz im Zeichen dieser Fusion, informierte aber auch über die letzten Jahreszahlen von NAGA auf Stand-alone-Basis. In der Finanzperiode 2023 hat

GJ-Ende: 31.12.	2022	2023	2024e*	2025e*	2026e*	2027e*
Umsatz (Mio. Euro)	57,6	39,7	75,6	101,7	128,2	160,2
EBITDA (Mio. Euro)	-13,7	8,4	7,4	14,5	24,0	34,4
JÜ (Mio. Euro)	-44,1	-61,0	-5,3	3,2	13,1	23,1
EpS (Euro)**	-0,62	-1,13	-0,02	0,01	0,06	0,10
Dividende je Aktie (Euro)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Umsatzwachstum	8,9%	-31,0%	90,3%	34,5%	26,1%	25,0%
Gewinnwachstum	-	-	-	-	314,9%	76,6%
KUV**	2,98	4,32	2,27	1,69	1,34	1,07
KGV**	-	-	-	54,5	13,1	7,4
KCF**	-	-	-	23,7	9,1	6,3
EV / EBITDA**	-	20,6	23,5	12,0	7,3	5,1
Dividendenrendite**	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

*nach Fusion (Zahlen für 2024 auf Als-ob-Basis mit Key Way Group); **ab 2024 hypothetisch voll verwässert

die Gesellschaft eine umfangreiche Konsolidierung der Geschäftsaktivitäten umgesetzt, was insbesondere im Rückgang der Marketingaufwendungen von 28,3 auf 4,6 Mio. Euro und der Personalaufwendungen von 10,7 auf 6,5 Mio. Euro zum Ausdruck kommt. Erfreulicherweise konnten bei diversen operativen Kennzahlen trotzdem Zuwächse erzielt werden: So erhöhten sich beispielsweise die Zahl der Trades von 8,6 auf 9,2 Mio. sowie das abgewickelte Handelsvolumen von 137 auf 143 Mrd. Euro und zum Jahresende lag die Zahl der aktiven Nutzer mit 21 Tsd. deutlich über dem Vorjahresniveau (18,7 Tsd.). Trotzdem ist der Umsatz im letzten Geschäftsjahr von 57,6 auf 39,7 Mio. Euro zurückgegangen, da die Gesellschaft das Market Making für den NAGA-Coin, womit im Vorjahr noch Erlöse in Höhe von 6,8 Mio. Euro erzielt worden waren, eingestellt hat. Zudem wurden die eigenen Handelsaktivitäten mit einem stärkeren Fokus auf Profitabilität konsolidiert. Dieser Prozess war sehr erfolgreich, die Kosten sanken deutlich stärker als die Erlöse, so dass sich das EBITDA gegenüber 2022 massiv, von -13,7 auf 8,4 Mio. Euro, verbessert hat.

Operative Kennzahlen	2022	2023	Änderung
Kontoeröffnungen (Tsd.)	243	132	-46%
Zahl aktiver Nutzer (Tsd.)	18,7	21,0	+12%
Trades (Mio.)	8,6	9,2	+7%
Copy Trades (Mio.)	3,5	4,8	+37%
Handelsvolumen (Mrd. €)	137	143	+4%
Geschäftszahlen	2022	2023	Änderung
Umsatz (Mio. €)	57,6	39,7	-31%
EBITDA (Mio. €)	-13,7	8,4	-
EBITDA-Marge (%)	-23,8%	21,3%	+45,1Pp.
EBIT (Mio. €)	-36,9	-57,6	-
Nettoergebnis (Mio. €)	-44,1	-61,0	-

Quelle: Unternehmen

Hohe Abschreibungen

Das EBIT ist dennoch mit -57,6 Mio. Euro (Vorjahr: -36,9 Mio. Euro) stark negativ ausgefallen. Während insbesondere Abschreibungen auf Kryptobestände die Finanzperiode 2022 belastet hatten, ist im letzten Jahr neben den planmäßigen Abschreibungen (9,0 Mio.

Euro) eine Sonderabschreibung auf den bilanzierten Firmenwert in Höhe von 57 Mio. Euro im Zuge des Impairment-Tests angefallen. Diese resultierte aus einer Neubewertung der Pläne und der Diskontierungssätze im Vorfeld der Fusion. In etwa halbiert hat sich zugleich das negative Finanzergebnis (von -7,4 auf -3,4 Mio. Euro) aufgrund geringerer Finanzierungsaufwendungen, so dass, bei einem vernachlässigbaren Steuerergebnis sowie geringfügigen Währungsdifferenzeffekten und Ergebnisanteilen Dritter, unter dem Strich ein Jahresverlust von -60,9 Mio. Euro ausgewiesen wurde, nach -44,1 Mio. Euro im Vorjahr.

Operativer Cashflow erheblich verbessert

Der Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit hat sich dank der positiven operativen Ergebnisentwicklung stark verbessert, blieb mit -0,9 Mio. Euro (Vorjahr: -14,5 Mio. Euro) aber noch knapp negativ. Das war vor allem auf einen deutlichen Abbau von Verbindlichkeiten (CF-Effekt: -11,4 Mio. Euro) zurückzuführen. Auch der Abfluss aus Investitionen hat abgenommen (wenn man den hier erfassten Mittelrückfluss aus Geldmarktfonds ausklammert, der sich im Jahr 2022 auf +27,1 Mio. Euro belaufen hatte) und resultierte vor allem aus aktivierten Entwicklungskosten in Höhe von 2,1 Mio. Euro (Vorjahr: 5,9 Mio. Euro) und aktivierten Kundengewinnungskosten in Höhe von 1,2 Mio. Euro (Vorjahr: 3,4 Mio. Euro). Daraus errechnet sich für 2023 ein Free-Cashflow von -4,3 Mio. Euro (Vorjahr: -5,4 Mio. Euro inkl. Geldmarktfondsrückflüssen). Das wurde aber mit einem positiven Finanzierungs-Cashflow von 5,8 Mio. Euro mehr als kompensiert, so dass sich die Liquidität im Jahresverlauf von 3,1 auf 4,5 Mio. Euro erhöht hat. Die wichtigste Finanzierungsmaßnahme war im letzten Jahr die Ausgabe von Wandelschuldverschreibungen im Volumen von 8,2 Mio. US-Dollar, die zum Ende des Jahres im Rahmen der Fusionsvereinbarung fast komplett von dem Hauptegner der Key Way Group, Netcore Investments Ltd., gezeichnet wurde und damit vollständig platziert werden konnte.

EK-Quote weiter sehr solide

Insgesamt summierte sich die Summe der Verbindlichkeiten und Rückstellungen von NAGA zum Jahresende auf 11,4 Mio. Euro, womit sie gegenüber dem

Vorjahr (14,7 Mio. Euro) deutlich abgenommen hat. Trotz des hohen Periodenverlusts war das Eigenkapital am Stichtag mit 49,5 Mio. Euro (Vorjahr: 110,4 Mio. Euro) weiterhin wesentlich höher als das Fremdkapital, woraus sich eine nach wie vor komfortable EK-Quote von 81,2 Prozent (Vorjahr: 88,3 Prozent) errechnet. Dem stehen allerdings auf der Aktivseite ein immer noch hoher aktivierter Firmenwert in Höhe von 37,9 Mio. Euro aus einer vor einigen Jahren durchgeführten Fusion und weitere immaterielle Vermögensgegenstände (u.a. aktivierte Entwicklungsleistungen und Kundengewinnungskosten) in Höhe von 14,0 Mio. Euro gegenüber.

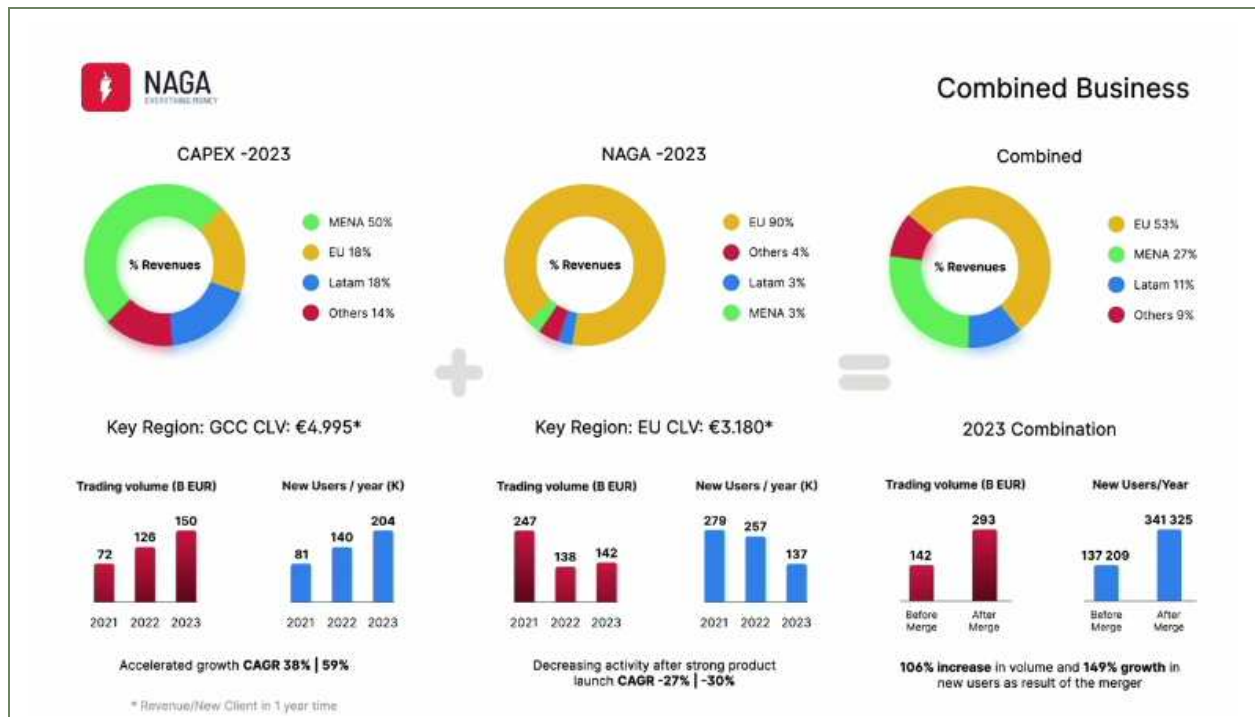
Zusammen stärker

Mit den großen Fortschritten bei der operativen Profitabilität und der durchgeführten Finanzierungsmaßnahme besteht für die neu formierte Gruppe nun eine starke Basis für eine weitere Expansion. CAPEX.com bringt dafür eine große Expertise bezüglich der Markterschließung in Schwellenländern mit ein. Trotz eines volatilen und konkurrenzintensiven Marktumfelds hat das Unternehmen in solchen Ländern in den letzten Jahren kontinuierlich Marktanteile gewonnen und damit im Zeitraum von 2021 bis 2023 die Zahl

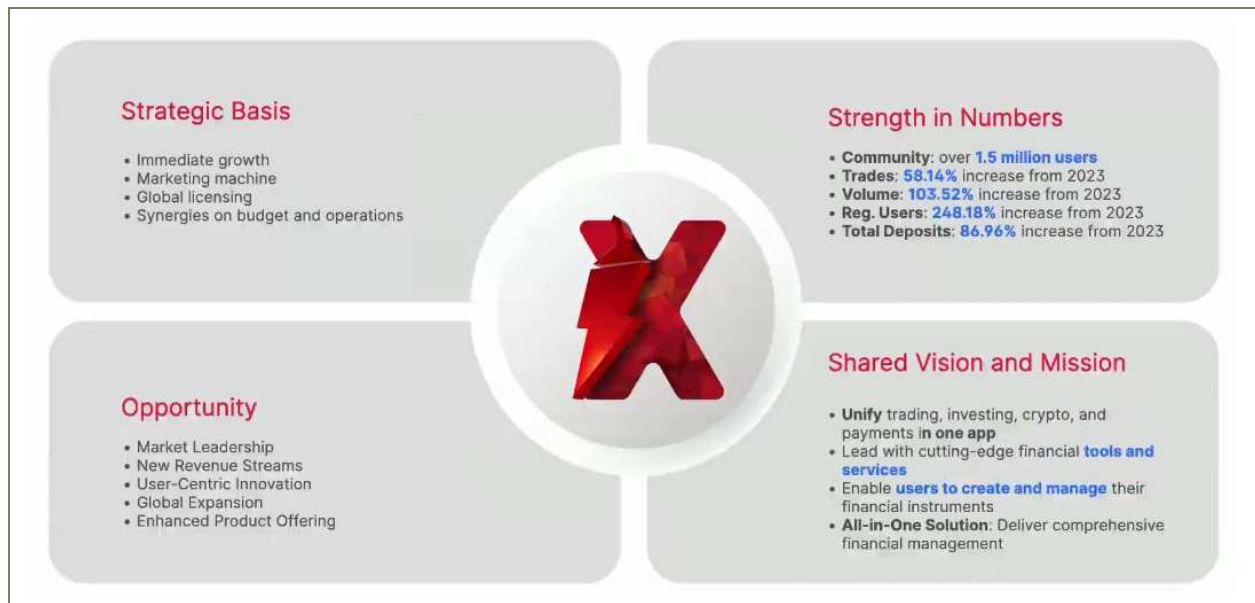
der jährlichen Neukundenregistrierungen von 81 auf 204 Tsd. und das abgewickelte Handelsvolumen von 72 auf 150 Mrd. Euro gesteigert. Etwa die Hälfte der Erlöse erzielt CAPEX.com inzwischen in der MENA-Region und weitere 18 Prozent in Lateinamerika (siehe Abbildung), wohingegen in der EU lediglich 18 Prozent erwirtschaftet werden. Gerade hier hat NAGA aber seine Stärke (mit einem Umsatzanteil von 90 Prozent in 2023), weshalb sich die Marktpositionierung der beiden Gesellschaften ideal ergänzt.

Hohe Synergien

Der Zusammenschluss geht in vielen Bereichen mit unmittelbaren Vorteilen und schnell realisierbaren Synergien einher. Der Fokus von NAGA lag in der Vergangenheit auf der Entwicklung der Technologie für eine umfassende Plattform, die die Bereiche Trading & Investment in Standard-Assetklassen (insb. CFDs, Aktienindizes und Währungen), den Kryptosektor und das Neo-Banking abdeckt und diese Angebote mit einem sozialen Netzwerk verknüpft. CAPEX.com hat hingegen die Technologie bislang von einem externen Anbieter bezogen, was mit hohen Kosten verbunden war. Künftig dient die NAGA-Plattform als eine einheitliche Basis für die neu formierte Gruppe,



Quelle: Unternehmen



Vorteile des Zusammenschlusses; Quelle: Unternehmen

was erhebliche Einsparungen bringen wird. Demgegenüber bringt CAPEX.com ein umfangreiches Know-how hinsichtlich Marketingeffizienz und operativer Exzellenz ein, was nach der Fusion ebenfalls Potenzial für größere Kostenreduktionen bietet. Das Unternehmen beziffert die unmittelbar realisierbaren Synergien auf 10 Mio. Euro. Ein weiterer Vorteil des Zusammenschlusses ist die Ausweitung des Lizenzportfolios, da sich die Lizenzen von NAGA und CAPEX.com sehr gut ergänzen. Die neu formierte Gesellschaft wird über neun Lizenzen in den Bereichen Trading (5), Krypto (2) und Payment (2) verfügen, die sich über vier Kontinente erstrecken und Geschäfte in mehr als 100 Ländern ermöglichen. Bis Ende des Jahres wird das Portfolio noch um zwei weitere Lizenzen erweitert, was eine starke Basis für die anvisierte Expansion vor allem in den Schwellenländern darstellt. Flankiert wird diese durch eine Präsenz vor Ort mit Büros in zwölf Ländern. Eine Stärkung erhält NAGA zudem auf Managementebene, da CAPEX.com in diesem Bereich deutlich breiter aufgestellt war, was jetzt eine weitere Professionalisierung der Strukturen ermöglicht.

Klare strategische Ziele

Das Management hat klare strategische Ziele formuliert, die mit der Fusion erreicht werden sollen. Der unmittelbare Fokus liegt auf der Umsetzung des Zu-

sammenschlusses mit der Realisierung der Synergien, der Anpassung der Strukturen und der Steigerung der Effizienz der Prozesse und des Marketings, auch dank einer weiteren Digitalisierung der Aktivitäten. Auf dieser Basis wird dann der Skalierungsprozess angestoßen, der vor allem mit Marktanteilsgewinnen in den Emerging Markets einhergehen soll, auf denen der Schwerpunkt der Marketingaktivitäten liegen wird.

NAGA Moving Forward: Mid-Term Strategic Objectives			
Merger	Business	Product	Marketing
Digitalisation	Emerging Markets	Social Trading 2.0	Brand Unification
Financial Synergies	Focus on Scaling	NAGA App 2.0	Viral Campaigns
New Organisational Frameworks	Expand AUM and User Base	SuperApp Consolidation	Automation First
Process Optimisation	Strategic Partnership	Crypto Projects	Expand Social Trading
Tech Migration			Increase User Engagement

Quelle: Unternehmen

Produktseitig ist für dieses Jahr die Konsolidierung der Angebote für die Teilbereiche Trading & Invest, Krypto, Neo-Banking und Social Networking in einer Super-App vorgesehen, was den Nutzern die Möglichkeit gibt, die Dienste mit einem Account in einer einheitlichen Plattform zu nutzen. Das Management sieht hier einen wesentlichen Wettbewerbsvorteil von NAGA, da die einzelnen Lösungen schon so konzipiert wurden, dass sie gut integrierbar sind, was einen

erheblichen zeitlichen Vorsprung gegenüber der Konkurrenz schafft.

Ehrgeizige Pläne

Das laufende Jahr wird noch stark von der Umsetzung der Fusion geprägt sein. Das Management rechnet für die neu formierte Gesellschaft mit einem Umsatz von 75 Mio. Euro und einem EBITDA von 8,7 Mio. Euro. Die Realisierung der Synergien soll im zweiten Halbjahr bereits die ersten positiven Effekte zeigen und 2025 dann auf Zwölfmonatsbasis wirksam werden, was in Kombination mit dem angestrebten Erlöswachstum um 37 Prozent auf 103 Mio. Euro eine Verbesserung der EBITDA-Marge von 12 auf 22 Prozent ermöglichen soll. Mit der Fortsetzung des Skalierungsprozesses soll diese 2026 noch mal um 2 Prozentpunkte zulegen, bei einem Umsatz von dann 129 Mio. Euro (siehe Abbildung unten).

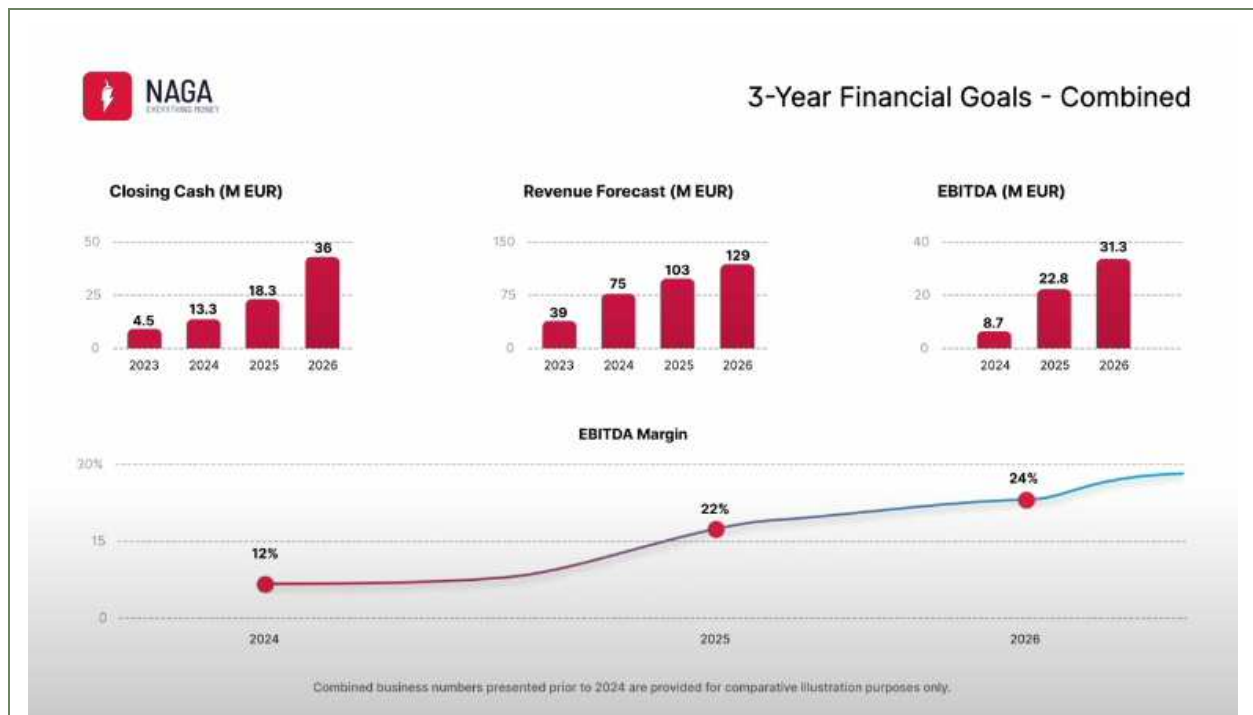
Solides erstes Halbjahr

Auf dem Capital Market Day hat das Unternehmen bereits erste vorläufige Zahlen für das erste Halbjahr veröffentlicht. Auf Als-ob-Basis lagen die zentrale operative KPIs von NAGA in diesem Zeitraum deutlich

über Werten aus 2023. So hat die Zahl der neu registrierten Nutzer um rd. 110 Prozent auf 143,5 Tsd. zugelegt und das abgewickelte Handelsvolumen ist um 80 Prozent auf 124,7 Mrd. Euro gestiegen. Die operativen Fortschritte haben sich positiv in den Erlösen niedergeschlagen, die mit 31,5 Mio. Euro deutlich über dem Niveau des zweiten Halbjahrs 2023 (20,2 Mio. Euro) lagen. Das EBITDA ist im Vergleich dazu zwar von 4,8 auf 2,5 Mio. Euro zurückgegangen, was vor allem auf wieder deutlich intensivere Marketingaktivitäten mit einem Anstieg der Aufwendungen von 2,3 auf 11,0 Mio. Euro zurückzuführen ist, blieb damit aber sehr deutlich im positiven Bereich.

Erhebliches Upside-Potenzial

Mit den Sechsmonatszahlen sehen wir das Unternehmen auf einem guten Weg, die Ziele für das Gesamtjahr zu erreichen, da im zweiten Halbjahr die positiven Effekte des Zusammenschlusses zunehmend stärker zu spüren sein dürften. Wir hatten bislang für das laufende Jahr (auf Als-ob-Basis) mit einem Umsatz von 75,6 Mio. Euro und einem EBITDA von 7,4 Mio. Euro gerechnet und halten weiter daran fast – die Integration der Abschlusszahlen von NAGA war



Quelle: Unternehmen

Mio. Euro	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028	12 2029	12 2030	12 2031
Umsatzerlöse	75,6	101,7	128,2	160,2	198,3	234,9	266,1	287,8
Umsatzwachstum		34,5%	26,1%	25,0%	23,8%	18,5%	13,3%	8,2%
EBITDA	7,4	14,5	24,0	34,4	46,0	55,3	62,4	67,3
EBIT	-4,5	3,5	13,7	25,3	37,0	50,2	57,3	64,3
Steuersatz	0,0%	5,0%	5,0%	10,0%	25,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,0	0,2	0,7	2,5	9,2	15,1	17,2	19,3
NOPAT	-4,5	3,3	13,0	22,8	27,7	35,2	40,1	45,0
+ Abschreibungen & Amortisation	11,9	11,0	10,3	9,1	9,1	5,1	5,1	3,1
+ 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	7,4	14,3	23,3	31,8	36,8	40,3	45,2	48,1
- Zunahme Net Working Capital	-7,4	-6,5	-4,4	-4,7	-2,8	-1,0	-1,2	-1,3
- Investitionen AV	-4,5	-4,7	-4,9	-4,8	-4,6	-4,3	-4,0	-3,7
Free Cashflow	-4,5	3,1	14,1	22,4	29,4	34,9	40,0	43,1

SMC-Schätzmodell, für 2024 Als-ob-Betrachtung inklusive Key Way / Capex

dabei nur mit unwesentlichen Änderungen verbunden. Erlösseitig rechnen wir für die nächsten beiden Jahre dann mit einem Wachstum um 34,5 und 26,1 Prozent bis auf 128,2 Mio. Euro in 2026, was gut mit den Plänen des Managements harmonisiert. Das ist beim EBITDA etwas anders. Hier erwartet die Gesellschaft für 2026 bereits einen Wert von 31,3 Mio. Euro, während wir mit 24,0 Mio. Euro deutlich vorsichtiger sind. Wir trauen es NAGA durchaus zu, unsere Schätzungen zu übertreffen, warten aber zunächst ab, in welchem Ausmaß sich die Synergien tatsächlich realisieren lassen und welche Dynamik der Margentrend annimmt. Sollte das Management seine Ziele erreichen, würde das ein erhebliches Upside-Potenzial zu unserem Bewertungsergebnis bieten. Die Tabelle oben enthält die aus unseren Schätzungen abgeleiteten wichtigsten Cashflow-Kennzahlen bis 2031. Weitere Details bietet der Anhang.

Rahmenparameter unverändert

Anschließend rechnen wir zur Ermittlung des Terminal Value weiterhin mit einem 20-prozentigen Abschlag auf die Zielmarge des Jahres 2031 und mit einem „ewigen“ Cashflow-Wachstum von 1 Prozent p.a. Unverändert geblieben ist auch der Diskontierungszinssatz (WACC) von 8,5 Prozent. Dabei haben

wir Eigenkapitalkosten nach CAPM in Höhe von 11,2 Prozent (mit: sicherem Zins 2,5 Prozent, Marktrisiko prämie 5,8 Prozent und Betafaktor 1,5) sowie eine Zielkapitalstruktur mit 40 Prozent Fremdkapital (die ein hohes Leverage-Potenzial im eingeschwungenen Zustand abbildet), einen FK-Zins von 6,5 Prozent und einen Steuersatz für das Tax-Shield von 30 Prozent unterstellt.

Kursziel: 1,60 Euro

Mit der Modellaktualisierung liegt der von uns ermittelte faire Wert nun bei 367,2 Mio. Euro. Auf voll verwässerter Basis (mit 232 Mio. Aktien nach Fusion und Wandlung der Anleihe) entspricht das 1,58 Euro je Aktie, woraus wir das neue Kursziel von 1,60 Euro ableiten. Die Anhebung gegenüber unserer bisherigen Taxe (1,40 Euro) ist dem starken Roll-over-Effekt aus der Umstellung des Modells auf das neue Basisjahr 2024 zurückzuführen, da den derzeit noch niedrigen freien Cashflows potenziell hohe am Ende des Detailprognosezeitraums gegenüberstehen. Das Prognoserisiko unserer Schätzungen stufen wir auf einer Skala von 1 (niedrig) bis 6 (hoch) jetzt von fünf auf vier Punkte zurück. Zwar liegen naturgemäß noch keine konsolidierten Zahlen für das neu formierte Unternehmen vor, aber das Prognoserisiko hat sich verrin-

gert, da der Abschluss des Fusionsprozesses jetzt nur noch eine technische Aufgabenstellung ist.

Fazit

Unter der Leitung des neuen CEO, Octavian Patrascu, hat NAGA den ersten virtuellen Kapitalmarkttag der neu formierten Gesellschaft abgehalten. Mit dem für August zu erwartenden Abschluss der Fusion mit CAPEX.com hat das Unternehmen die Nutzer- und Erlösbasis sowie das Lizenzportfolio und die internationale Präsenz stark ausgeweitet. Außerdem wurde ein breit aufgestelltes Managementteam und ein umfangreiches Know-how im Marketing, in der Prozessoptimierung und bezüglich der Vertriebsmöglichkeiten in Emerging Markets hinzugewonnen. Der Zusammenschluss bietet damit umfangreiche Synergien, die sich auch unmittelbar in Kosteneinsparungen von 10 Mio. Euro niederschlagen sollen. Diese Summe ist gut abgesichert, da allein der Ersatz der bisherigen Technologiebasis von CAPEX.com, die für eine Zahlung im mittleren einstelligen Millionenbereich von einem externen Anbieter bereitgestellt wurde, durch die NAGA-Lösung eine deutliche Kostenreduktion mit sich bringt.

Mit der neuen Aufstellung will NAGA insbesondere in den Emerging Markets nun stark wachsen. Zugleich soll das operative Ergebnis dank der daraus resultierenden Skaleneffekte, aber auch durch die Nutzung der Synergien und durch weitere Effizienzsteigerungen deutlich überproportional gesteigert werden.

Während das Management für das laufende Jahr einen Umsatz von 75 Mio. Euro und ein EBITDA von 8,7 Mio. Euro in Aussicht stellt, sollen es in zwei Jahren bereits 129 Mio. Euro bzw. 31,3 Mio. Euro sein.

Wir halten die Pläne für machbar und hatten in unserem Modell auch bislang schon eine vergleichbare Umsatzentwicklung unterstellt. Unsere EBITDA-Schätzung liegt mit 7,4 Mio. Euro für 2024 sowie 24,0 Mio. Euro für 2026 hingegen noch deutlich unter der Projektion des Managements. Hier warten wir zunächst ab, in welchem Ausmaß sich die angestrebten Synergien und Effizienzsteigerungen tatsächlich erzielen lassen.

Trotz der vorsichtigeren Schätzung der Ertragsentwicklung signalisiert unser Modell nach dem Roll-over auf das neue Basisjahr 2024 einen fairen Wert von 1,60 Euro je Aktie (bisläng 1,40 Euro), der weit über dem aktuellen Kurs liegt. Damit sehen wir dank der positiven Effekte der Fusion ein erhebliches Aufwärtspotenzial für die Aktie. Angesichts des unmittelbar bevorstehenden Abschlusses der Fusion hat sich unser Prognoserisiko zudem verringert, so dass wir unser Urteil von „Speculative Buy“ auf „Buy“ anheben.

Anhang I: SWOT-Analyse

Stärken

- Versiertes Managementteam mit hoher Kompetenz in den Bereichen FinTech und Brokerage. Durch die Fusion mit der Key Way Group wird das Team weiter gestärkt und die Organisationsstruktur ausgebaut. Unter anderem gewinnt NAGA mit Octavian Patrascu einen CEO mit starkem Track-Record.
- Breit aufgestellte und technologisch ausgereifte Finanzplattform mit hervorragender Skalierbarkeit dank weitreichender Automatisierung.
- 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

- Durch den Zusammenschluss mit der Key Way Group stößt NAGA in eine andere Größendimension vor. Mit der Realisierung der in Aussicht gestellten Synergien in Höhe von 10 Mio. US-Dollar p.a. könnten die Profitabilität und der Cashflow erheblich verbessert werden.
- Die wesentlichen Elemente der Technologie sind inzwischen entwickelt, daher sollten die Kosten der Produktentwicklung künftig nur noch deutlich unterproportional zulegen.
- Die Lösungen für die Bereiche Brokerage, Social Trading, Krypto und Payment werden 2024 zu einer Super-App zusammengeführt, was die weitere Vermarktung stimulieren sollte.
- Der Umsatz soll in den nächsten Jahren dank einem hohen Cross-Selling-Potenzial zwischen den Lösungen von NAGA und Capex und der geplanten Expansion in Schwellenländern stark steigen. Das Erreichen dieser Ziele würde mutmaßlich mit einer kräftigen Gewinnsteigerung einhergehen.

Schwächen

- Trotz einer starken Verbesserung des EBITDA war der Free-Cashflow im Jahr 2023 immer noch deutlich negativ.
- 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 (85 Prozent zum 31.12.23).
- Komplexes Regulierungsumfeld.
- Die öffentlich verfügbare Datenbasis zur Key Way Group ist noch gering. Bis konsolidierte Zahlen des neu formierten Unternehmens vorliegen, wird es noch etwas dauern.

Risiken

- Noch ist die Fusion nicht abgeschlossen, es sind aktuell allerdings keine größeren Hindernisse mehr erkennbar.
- Die Integration von NAGA und der Key Way Group könnte die anvisierten Ziele – insbesondere Synergien in Höhe von 10 Mio. USD p.a. – verfehlen.
- Die Konkurrenzintensität im Brokerage-Markt ist hoch und es ist nicht gesichert, dass dem Unternehmen im Wettbewerb mit zum Teil deutlich größeren Anbietern die anvisierten Marktanteilsgewinne gelingen.
- 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.

Anhang II: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose*

Mio. Euro	2023 Ist	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e
AKTIVA									
I. AV Summe	52,6	205,2	198,9	193,4	189,1	184,6	183,8	182,7	183,3
1. Immat. VG	51,9	204,3	197,9	192,3	187,8	183,1	182,0	180,6	180,9
2. Sachanlagen	0,5	0,6	0,7	0,9	1,0	1,3	1,6	1,9	2,2
II. UV Summe	8,3	26,2	36,6	58,5	89,2	125,2	154,4	175,8	193,1
PASSIVA									
I. Eigenkapital	49,5	222,1	225,3	238,3	261,4	289,8	314,6	330,7	344,1
II. Rückstellungen	0,8	1,0	1,1	1,2	1,3	1,5	1,6	1,7	1,8
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	3,4	1,6	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
2. Kurzfristiges FK	7,2	6,6	7,7	10,9	14,1	17,1	20,6	24,6	29,0
BILANZSUMME	60,9	231,3	235,5	251,9	278,3	309,8	338,3	358,5	376,3

GUV-Prognose*

Mio. Euro	2023 Ist	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e
Umsatzerlöse	39,7	75,6	101,7	128,2	160,2	198,3	234,9	266,1	287,8
Gesamtleistung	41,9	77,6	103,7	130,2	162,2	200,3	236,9	268,1	289,8
Rohrertrag	31,9	58,7	78,2	98,2	122,2	150,7	178,2	201,6	217,9
EBITDA	8,4	7,4	14,5	24,0	34,4	46,0	55,3	62,4	67,3
EBIT	-57,6	-4,5	3,5	13,7	25,3	37,0	50,2	57,3	64,3
EBT	-61,0	-5,3	3,3	13,8	25,7	37,8	51,7	59,2	66,5
JÜ (vor Ant. Dritter)	-61,0	-5,3	3,2	13,1	23,1	28,3	36,2	41,4	46,5
JÜ	-61,0	-5,3	3,2	13,1	23,1	28,3	36,2	41,4	46,5
EPS	-1,13	-0,02	0,01	0,06	0,10	0,12	0,16	0,18	0,20

*bis 2023 NAGA stand-alone, ab 2024 inklusive Key Way / Capex (mit 2024 Als-ob-Schätzung)

Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose*

Mio. Euro	2023 Ist	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e
CF operativ	-0,9	-1,7	7,2	18,9	27,3	34,4	40,0	45,2	48,1
CF aus Investition	-3,4	-4,5	-4,7	-4,9	-4,8	-4,6	-4,3	-4,0	-3,7
CF Finanzierung	5,8	14,5	-1,2	0,2	0,2	0,2	-11,1	-25,1	-33,0
Liquidität Jahresanfa.	3,1	4,5	12,8	14,1	28,3	51,0	81,0	105,6	121,7
Liquidität Jahresende	4,5	12,8	14,1	28,3	51,0	81,0	105,6	121,7	133,1

Kennzahlen*

Prozent	2023 Ist	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e
Umsatzwachstum	-31,0%	90,3%	34,5%	26,1%	25,0%	23,8%	18,5%	13,3%	8,2%
EBITDA-Marge	21,3%	9,8%	14,3%	18,7%	21,4%	23,2%	23,6%	23,5%	23,4%
EBIT-Marge	-145,0%	-6,0%	3,4%	10,7%	15,8%	18,6%	21,4%	21,5%	22,3%
EBT-Marge	-153,4%	-7,1%	3,3%	10,7%	16,0%	19,1%	22,0%	22,2%	23,1%
Netto-Marge	-153,4%	-7,1%	3,1%	10,2%	14,4%	14,3%	15,4%	15,6%	16,2%

* bis 2023 NAGA stand-alone, ab 2024 inklusive Key Way / Capex (mit 2024 Als-ob-Schätzung)

Anhang IV: Sensitivitätsanalyse

WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
7,5%	2,12	1,98	1,87	1,77	1,69
8,0%	1,92	1,81	1,72	1,63	1,56
8,5%	1,75	1,66	1,58	1,51	1,45
9,0%	1,61	1,53	1,47	1,41	1,35
9,5%	1,48	1,42	1,36	1,31	1,27

Impressum & Disclaimer

Impressum

Herausgeber

sc-consult GmbH
Alter Steinweg 46
48143 Münster
Internet: www.sc-consult.com

Telefon: +49 (0) 251-13476-94
Telefax: +49 (0) 251-13476-92
E-Mail: kontakt@sc-consult.com

Verantwortlicher Analyst

Dipl.-Kfm. Holger Steffen

Charts

Die Charts wurden mittels Tai-Pan (www.lp-software.de) erstellt.

Disclaimer

Rechtliche Angaben (§85 WpHG, MAR und Delegierte Verordnung (EU) 2016/958 der Kommission zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 596/2014)

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der Finanzanalyse ist die sc-consult GmbH mit Sitz in Münster, die derzeit von den beiden Geschäftsführern Dr. Adam Jakubowski und Dipl.-Kfm. Holger Steffen vertreten wird. Die sc-consult GmbH untersteht der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgiallee 12, D-60439 Frankfurt und Graurheindorfer Strasse 108, D-53117 Bonn.

1) Interessenkonflikte

Im Rahmen der Erstellung der Finanzanalyse können Interessenkonflikte auftreten, die im Folgenden detailliert aufgeführt sind:

- 1) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag des Unternehmens entgeltlich erstellt
- 2) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag von Dritten entgeltlich erstellt
- 3) Die sc-consult GmbH hat die Studie vor der Veröffentlichung dem Auftraggeber bzw. dem Unternehmen vorgelegt
- 4) Die sc-consult GmbH hat die Studie vor der Veröffentlichung aufgrund einer Anregung des Auftraggebers bzw. des Unternehmens inhaltlich geändert (wobei die sc-consult GmbH zu einer solchen Änderung nur aufgrund sachlich berechtigter Einwände bereit ist, die die Qualität der Studie betreffen)

- 5) Die sc-consult GmbH unterhält mit dem Unternehmen, das Gegenstand der Finanzanalyse ist, über das Research hinausgehende Auftragsbeziehungen (z.B. Investor-Relations-Dienstleistungen)
- 6) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person halten zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung Aktien von dem Unternehmen oder derivative Instrument auf die Aktie
- 7) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person sind zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung im Besitz einer Nettoverkaufsposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet und die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 und den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 918/2012 (6) berechnet wurde.
- 8) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person sind zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung im Besitz einer Nettokaufposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet und die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 und den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 918/2012 (6) berechnet wurde
- 9) Der Emittent hält zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung Anteile von über 5 % an der sc-consult GmbH
- 10) Die sc-consult GmbH hat die Aktie in ein von ihr betreutes Musterdepot aufgenommen

Im Rahmen der Erstellung dieser Finanzanalyse sind folgende Interessenskonflikte aufgetreten: 1), 3), 4)

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

II) Erstellung und Aktualisierung

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

An der Erstellung der vorliegenden Finanzanalyse hat mitgewirkt: -

Die vorliegende Analyse wurde am 20.07.2024 um 9:45 Uhr fertiggestellt und am 22.07.2024 um 8:15 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
29.04.2024	Speculative Buy	1,40 Euro	1), 3)
05.03.2024	Speculative Buy	1,40 Euro	1), 3), 4)
13.11.2023	Hold	2,80 Euro	1), 3)
14.04.2023	Hold	3,60 Euro	1), 3), 4)
14.02.2023	Hold	4,10 Euro	1), 3)
26.01.2023	Hold	3,40 Euro	1), 3)
31.10.2022	Hold	3,40 Euro	1), 3), 4)

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