

13. November 2024
Research-Update

SMC Research

Small and Mid Cap Research



Mehrfacher Gewinner
renommierter
Analyst Awards

The NAGA Group AG

Fusion zeigt bereits deutliche positive Effekte

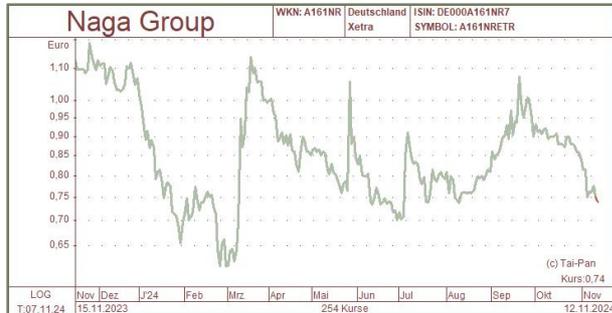
Urteil: Buy (unverändert) | **Kurs:** 0,74 € | **Kursziel:** 1,70 € (zuvor: 1,60 €)

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:	>350
Rechnungslegung:	IFRS
Ticker:	N4G:GR
ISIN:	DE000A161NR7
Kurs:	0,74 Euro
Marktsegment:	Scale
Aktienzahl:	232,8 Mio. Stück
Market Cap:	172,3 Mio. Euro
Enterprise Value:	166,1 Mio. Euro
Free-Float:	9,4 %
Kurs Hoch/Tief (12 M):	1,25 / 0,60 Euro
Ø Umsatz (12 M Xetra):	22,9 Tsd. Euro

Zusammenschluss finalisiert

Im August hat NAGA den Zusammenschluss mit der Key Way Group Ltd. formal abgeschlossen, die zusammen mit ihrem operativen Geschäft (CAPEX.com) via Sachkapitalerhöhung eingebracht wurde. Im Zuge dessen hat das Unternehmen 170,6 Mio. neue Aktien ausgegeben, so dass die Eigner von Key Way die neuen Mehrheitseigentümer von NAGA geworden sind. Nach IFRS wird die Transaktion daher als umgekehrter Unternehmenserwerb eingestuft, bei dem NAGA zwar der rechtliche Erwerber ist, Key Way aber der wirtschaftliche. Der jüngst veröffentlichte Halbjahresbericht zeigt deswegen für 2024 schon die Zahlen des neu formierten Konzerns (auf Basis einer rückwirkenden Fusion per Anfang Januar) und als Vergleichsbasis die Vorjahreszahlen von Key Way (und nicht die von NAGA). Zugleich hat das Unternehmen für zentrale Kennzahlen Pro-forma-Halbjahreszahlen aus 2023 bereitgestellt, die die hypothetischen Resultate zeigen, wenn die Fusion schon im Vorjahr stattgefunden hätte. Wo immer möglich, nutzen wir diese Pro-forma-Zahlen zur Veranschaulichung der Entwicklung und stellen diese den Resultaten für 2024 gegenüber.

GJ-Ende: 31.12.	2023*	2024e*	2025e*	2026e*	2027e*	2028e*
Umsatz (Mio. Euro)	39,7	75,6	101,7	128,2	160,2	198,3
EBITDA (Mio. Euro)	8,4	8,6	15,1	24,9	35,1	46,4
JÜ (Mio. Euro)	-61,0	-4,1	4,1	14,5	24,4	29,1
EpS (Euro)	-1,13	-0,02	0,02	0,06	0,10	0,13
Dividende je Aktie (Euro)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,05
Umsatzwachstum	-31,0%	90,3%	34,5%	26,1%	25,0%	23,8%
Gewinnwachstum	-	-	-	251,3%	67,5%	19,7%
KUV	4,34	2,28	1,69	1,34	1,08	0,87
KGV	-	-	41,6	11,8	7,1	5,9
KCF	-	-	24,4	8,9	6,2	5,0
EV / EBITDA	19,7	19,3	11,0	6,7	4,7	3,6
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	6,8%

*2023 nur NAGA, ab 2024 mit Key Way Group

Vorstoß in neue Dimensionen

Für die operativen Kennzahlen liegen keine Pro-forma-Zahlen aus 2023 vor, da es einen größeren Aufwand verursachen würde, eine Vergleichbarkeit der KPIs von NAGA und CAPEX herzustellen. Daher stehen den gemeldeten Zahlen Stand-alone-Werte aus 2023 (von CAPEX) gegenüber, was vor allem den Schub durch die mit der Fusion erreichte neue Größenordnung veranschaulicht. So hat binnen Jahresfrist die Zahl der Transaktionen um mehr als 240 Prozent auf 7,9 Mio. zugenommen, was mit einer Steigerung des Handelsvolumens um 86 Prozent auf rund 121 Mrd. Euro einherging. Die Zahl der aktiven Kunden lag Mitte des Jahres bei 29,5 Tsd., verglichen mit 12,3 Tsd. zum Jahresende 2023.

Geschäftszahlen*	6M 23	6M 24	Änderung
Umsatz (Mio. €)	36,0	31,7	-11,7%
EBITDA (Mio. €)	1,5	2,8	+85,1%
EBITDA-Marge (%)	4,2%	8,8%	+4,6Pp.
Nettoergebnis (Mio. €)	-2,7	-4,1	-

*2023: Pro-forma (Ausnahme: Nettoergebnis nur Key Way),
 2024: Konsolidierte Kennzahlen mit rückwirkender Fusion
 per Anfang Januar; Quelle: Unternehmen

Umsatz konsolidiert

Während der berichtete Umsatz von 15,8 Mio. Euro (nur Key Way) auf 31,7 Mio. Euro verdoppelt wurde, sind die Erlöse auf Pro-forma-Basis binnen Jahresfrist um 12 Prozent zurückgegangen. Das spiegelt die umgesetzten Konsolidierungsmaßnahmen mit einem Fokus auf Effizienz und Rentabilität wider, die die Basis für eine nachhaltig hohe Profitabilität legen sollen. Das neu formierte Management hat im Zuge dessen margenschwache Aktivitäten eingestellt.

Deutlich positive Ergebniseffekte

Obwohl das erste Halbjahr noch stark von der Umsetzung der Fusion geprägt war, haben sich schon erste positive Effekte des Zusammenschlusses und der durchgeführten Anpassungsmaßnahmen im Ergebnis gezeigt. So konnten die direkten Kosten der erzielten Erlöse um 30 Prozent auf 6,2 Mio. Euro und damit deutlich überproportional zur Umsatzentwicklung

(im Vergleich mit den Pro-forma-Werten) gesenkt werden. Auch die Personalkosten (-18 Prozent auf 5,7 Mio. Euro) und die sonstigen betrieblichen Aufwendungen (-23 Prozent auf 5,8 Mio. Euro) lagen erheblich unter der Pro-forma-Basis aus 2023, so dass – bei stabilen Marketingaufwendungen (+1 Prozent auf 11,1 Mio. Euro) – eine EBITDA-Steigerung um 85 Prozent auf 2,8 Mio. Euro (Pro-forma) erzielt werden konnte. Das berichtete EBITDA wurde währenddessen sogar von -1,6 Mio. Euro (nur Key Way) auf 2,6 Mio. Euro verbessert.

Nettoergebnis noch negativ

Nach Abzug der Abschreibungen in Höhe von 5,5 Mio. Euro, überwiegend auf immaterielle Vermögenswerte (u.a. aktivierte Entwicklungsleistungen und Kundengewinnungskosten), resultiert daraus ein berichtetes EBIT von -2,9 Mio. Euro (Vorjahr nur Key Way: -1,9 Mio. Euro). Nach Abzug des Finanzergebnisses (-1,2 Mio. Euro, vor allem resultierend aus Zinsaufwendungen) und niedriger Steueraufwendungen und unter Berücksichtigung eines geringen Verlustanteils Dritter ergibt sich ein Halbjahresfehlbetrag von -4,1 Mio. Euro (Vorjahr nur Key Way: -2,7 Mio. Euro).

Operativer Cashflow fast ausgeglichen

Da der Fehlbetrag auf nicht-zahlungswirksame Abschreibungen zurückzuführen ist, fällt der Saldo beim operativen Cashflow erheblich besser aus. Dieser war im ersten Halbjahr mit -0,4 Mio. Euro (Vorjahr nur Key Way: -0,5 Mio. Euro) fast ausgeglichen, obwohl der Aufbau von Forderungen und sonstigen Aktiva mit -1,7 Mio. Euro und der Abbau von Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen sowie sonstigen Passiva mit -1,0 Mio. Euro belastet haben. Der ausgewiesene Investitions-Cashflow ist mit 2,9 Mio. Euro sogar deutlich positiv ausgefallen, was bei Auszahlungen für immaterielle Vermögenswerte (insbesondere Technologie-Investitionen) von -1,7 Mio. Euro und für Finanzanlagen von -0,3 Mio. Euro auf den Mittelzufluss aus Akquisitionen von 4,9 Mio. Euro (Übernahme von Barmitteln) zurückzuführen ist. Weil zugleich mit +5,3 Mio. Euro auch ein deutlicher Zahlungsmittelüberschuss aus Finanzierungsaktivitäten erzielt wurde – wobei Tilgungen für Dar-

lehen (-3,2 Mio. Euro) und Leasingverbindlichkeiten (-0,2 Mio. Euro) durch den Mittelzufluss (+8,7 Mio. Euro) insbesondere aus der Platzierung von Wandelanleihen deutlich überkompensiert wurde – hat sich die Konzernliquidität im ersten Halbjahr per Saldo von 4,4 auf 12,3 Mio. Euro erhöht.

Sehr hohe EK-Quote

Auf die Liquidität entfallen damit zum Halbjahresstichtag rund 12 Prozent der Bilanzsumme (101,8 Mio. Euro). Der mit Abstand größte Aktivposten sind aber die immateriellen Vermögensgegenstände (74,6 Mio. Euro oder 73 Prozent aller Assets), die zu einem substantziellen Teil aus dem Geschäfts- und Firmenwert bestehen. Dieser resultiert zum einen aus dem Zusammenschluss, zum anderen aber auch aus der im ersten Halbjahr ebenfalls als Sachkapitalerhöhung durchgeführten Übernahme der Neotrades Capital Ltd., die zur Buchung eines GoF von 17,1 Mio. Euro geführt hat. Auf der Passivseite steht dem vor allem das Eigenkapital in Höhe von 88,3 Mio. Euro gegenüber, woraus sich eine EK-Quote von 86,7 Prozent errechnet. Die Summe der in Anspruch genommenen Darlehen belief sich zum 30. Juni nur noch auf 6,1 Mio. Euro, wobei der Großteil davon, nämlich 5 Mio. US-Dollar, auf einen Kredit von Apeiron Investment Group Ltd. entfiel. Diese Verbindlichkeit hat eine Gesellschaft des CEO, Netcore Investments Ltd., am 27. Juni 2024 übernommen, per Ende September wurde sie vollständig zurückbezahlt. Zugleich hat der CEO NAGA über seine Holdinggesellschaft eine Kreditfazilität in Höhe von 10 Mio. Euro bereitgestellt, die flexibel genutzt werden kann.

Synergien werden gehoben

Damit wurde die Finanzierung der Gesellschaft auf eine sehr solide Basis gestellt. Große Fortschritte gibt es darüber hinaus bezüglich der Hebung der mit dem Zusammenschluss anvisierten Synergien, die auf rund 10 Mio. US-Dollar taxiert worden sind. Bereits im ersten Halbjahr wurden Maßnahmen umgesetzt, deren positiver Effekt sich auf 2 Mio. Euro belaufen hat. Weitere Schritte folgen aktuell, mit einer Gesamtwirkung von 3,4 Mio. Euro für den Zeitraum Juli bis Dezember, so dass in der laufenden Finanzperiode insgesamt Synergien im Umfang von 5,4 Mio. Euro gehoben

werden dürften. Im nächsten Jahr werden die Maßnahmen ihre volle Wirkung auf Zwölfmonatsbasis mit Einsparungen in Höhe von 9,3 Mio. Euro resp. ca. 10 Mio. US-Dollar entfalten.



Quelle: Unternehmen

All-in-One-App ab 2025

Neben der Hebung der Synergien stellt die Zusammenführung der NAGA-Lösungen für die Bereiche Trading, Payment und Krypto in einer All-in-One-Super-App einen zentralen Baustein der Strategie dar. Nach der rechtlichen Finalisierung der Fusion und der Etablierung der Strukturen kann dieses Thema in den nächsten Monaten verstärkt angegangen werden, wobei zugleich auch diverse Wachstumsinitiativen auf den Weg gebracht werden sollen, die im Moment noch Priorität haben. Das Management geht dennoch davon aus, die Transformation der App-Struktur bis zum zweiten oder dritten Quartal 2025 abzuschließen. Die fusionierte Lösung wird Transaktionen in verschiedenen Märkten erleichtern und verspricht damit einen Schub für das Cross-Selling.

Expansion mit Partnern

Die Finalisierung der All-in-One-App verspricht im nächsten Jahr einen weiteren Schub für die internationale Vermarktung. Um diese zu flankieren, wird aktuell bereits das Lizenzportfolio ausgeweitet: Nachdem zuletzt zwei neue Genehmigungen in Abu Dhabi erlangt wurden, sind zwei weitere für wichtige Absatz-

regionen schon beantragt. Die Lizenzen bieten das Rückgrat für einen schrittweisen Ausbau der Marktposition, der idealerweise zusammen mit Partnern umgesetzt wird. Eine Blaupause dafür stellt die Kooperation mit dem Messenger Telegram dar. Als erste Trading-App wurde das Angebot von NAGA im September bei Telegram vollständig integriert – mit einer beeindruckenden Resonanz: bis Ende Oktober konnten bereits mehr als 160 Tsd. neue Registrierungen erzielt werden, und das ohne Marketingkampagne. Aktuell wertet NAGA das Feedback der Telegram-Nutzer auf die extra für den Messengerdienst entwickelte Mini-Version der Finanzplattform aus und optimiert das Angebot. Spätestens im nächsten Jahr werden dann Werbemaßnahmen gestartet mit dem Ziel, die Zahl der Registrierungen über Telegram auf 1 Mio. auszubauen.

Planzahlen bestätigt

Das laufende Geschäftsjahr von NAGA steht damit ganz im Zeichen der Umsetzung der Fusion und der Vorbereitung der internationalen Expansion. Als finanzielle Ziele für dieses Transformationsjahr wurden auf dem virtuellen Kapitalmarkttag im Juli ein Umsatz von 75 Mio. Euro und ein EBITDA von 8,7 Mio. Euro kommuniziert, was mit dem Halbjahresbericht

erneut bekräftigt wurde. Auf Basis der Entwicklung im zweiten Halbjahr wird der Ausblick im Laufe dieses Monats noch einmal aktualisiert und als konkrete Guidance veröffentlicht werden.

EBITDA-Prognose angehoben

Wir stufen die aktuelle Entwicklung als sehr positiv ein. Die Fokussierung auf Profitabilität und die Hebung der Synergien hat bereits deutliche Fortschritte gebracht, ablesbar u.a. an erheblichen Kosteneinsparungen im ersten Halbjahr. Zugleich hat das Unternehmen zu Beginn des zweiten Halbjahres die Rückkehr auf einen dynamischen Wachstumspfad geschafft – Quartalszahlen liegen zwar noch nicht vor, aber im Rahmen einer Präsentation im September hatte das Management darauf hingewiesen, dass die Erlöse der ersten beiden Monate von Q3 um 42 Prozent über den Resultaten der ersten beiden Monate von Q2 lagen. Angesichts der stark reduzierten Kosten verspricht das eine deutlich steigende Marge im zweiten Halbjahr. Wir haben in Reaktion auf den Halbjahresbericht in unserem Modell sowohl die direkten Kosten der Umsatzerzielung als auch die Personalkosten spürbar abgesenkt, womit eine Erhöhung der Marketingkosten überkompensiert wurde. Per Saldo erwarten wir für 2024 nun ein EBITDA von 8,6 Mio.

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	8,6	15,1	24,9	35,1	46,4	56,1	63,6	68,8
EBIT	-2,5	4,9	15,4	26,8	38,1	51,0	58,5	65,7
Steuersatz	-2,0%	5,0%	5,0%	10,0%	25,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,0	0,2	0,8	2,7	9,5	15,3	17,5	19,7
NOPAT	-2,5	4,7	14,6	24,1	28,6	35,7	40,9	46,0
+ Abschreibungen & Amortisation	11,1	10,2	9,5	8,3	8,3	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	8,6	14,9	24,1	32,4	36,9	40,8	46,1	49,1
- Zunahme Net Working Capital	-5,7	-6,5	-4,4	-4,7	-2,8	-1,0	-1,2	-1,3
- Investitionen AV	0,4	-4,7	-4,9	-4,8	-4,6	-4,3	-4,0	-3,7
Free Cashflow	3,3	3,7	14,9	23,0	29,5	35,5	40,9	44,1

SMC-Schätzmodell

Euro (bislang: 7,4 Mio. Euro), den Umsatz taxieren wir hingegen weiterhin auf 75,6 Mio. Euro. Damit haben wir uns den Planzahlen des Unternehmens ertragsseitig angenähert. Auch in den Jahren danach haben die Anpassungen der Kostenpositionen eine Anhebung der EBITDA-Schätzung zur Folge, die für 2025 nun bei 15,1 Mio. Euro (bislang: 14,5 Mio. Euro) und für 2026 bei 24,9 Mio. Euro (bislang: 24,0 Mio. Euro) liegt – bei unveränderten Umsatzschätzungen. Damit liegen wir aber weiterhin unter den von der Gesellschaft im Juli vorgestellten EBITDA-Zielwerten, die sich auf 22,8 Mio. Euro für das nächste Jahr und 31,3 Mio. Euro für 2026 belaufen. Sollte die Gesellschaft diese Werte erreichen, was angesichts der bislang positiven Entwicklung der Fusion denkbar ist, würde das gegenüber unserem Modellergebnis ein erhebliches Upside-Potenzial bieten. Die Tabelle unten auf der vorherigen Seite 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 Ab-

schlag 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: 1,70 Euro

Nach der Modellaktualisierung liegt der von uns ermittelte faire Wert nun bei 395,2 Mio. Euro bzw. 1,70 Euro je Aktie, was wir als neues Kursziel setzen. Die Anhebung gegenüber unserer bisherigen Taxe (1,60 Euro) ist der erhöhten EBITDA-Schätzung geschuldet. Das Prognoserisiko unserer Schätzungen stufen wir auf einer Skala von 1 (niedrig) bis 6 (hoch) weiterhin mit vier Punkten als leicht überdurchschnittlich ein, da die Zahlenhistorie für das neu formierte Unternehmen naturgemäß noch begrenzt ist.

Fazit

Im August wurde der Zusammenschluss von NAGA mit der Key Way Group/CAPEX.com finalisiert, jetzt hat das Unternehmen die ersten konsolidierten Halbjahreszahlen vorgelegt. Da NAGA im Verlauf des letzten Jahres einen Konsolidierungsprozess durchlaufen hat und nach der Fusion zusätzlich margenschwache Aktivitäten eingestellt wurden, ist der Umsatz in den ersten sechs Monaten auf vergleichbarer Basis (Vorjahreszahlen Pro-forma) um 12 Prozent auf 31,7 Mio. Euro zurückgegangen. Der Fokus auf Profitabilität hat sich allerdings positiv im EBITDA niedergeschlagen, das um 85 Prozent auf 2,8 Mio. Euro verbessert wurde.

Das zweite Halbjahr wird plangemäß noch ertragsstärker ausfallen, was auch auf die Realisierung von Synergien zurückzuführen ist, die im laufenden Jahr bereits einen Beitrag von 5,4 Mio. Euro zum Ergebnis leisten dürften. Außerdem hat zu Beginn des dritten Quartals die Erlösdynamik deutlich angezogen. Auf dieser Basis hat das Unternehmen im Halbjahresbericht die Planungen für 2024 bekräftigt, die einen Umsatz von 75 Mio. Euro und ein EBITDA von 8,7 Mio. Euro vorsehen.

Ab 2025 sind auch auf Jahresbasis starke Zuwächse geplant und die Umsetzung der dafür nötigen Maß-

nahmen ist bereits angelaufen. Eine zentrale Rolle spielt die weitere internationale Expansion, die NAGA zusammen mit Partnern verfolgt. Ein gutes Beispiel für eine höchst potenzialträchtige Kooperation ist die Zusammenarbeit mit dem Messenger-Dienst Telegram, bei dem NAGA als erste Trading-App voll integriert wurde. In den ersten Wochen nach dem Start konnten – ohne Marketing – bereits mehr als 160 Tsd. Registrierungen erzielt werden. Vom Beginn der Werbemaßnahmen, die spätestens 2025 anlaufen werden, erwartet das Management eine weitere Beschleunigung, so dass insgesamt über diesen Kanal mindestens 1 Mio. registrierte Nutzer erreicht werden sollen. Angesichts einer monatlich aktiven Telegram-Nutzerbasis von fast 1 Mrd. erscheint diese Zielvorgabe absolut nicht zu ambitioniert.

Das veranschaulicht eindrucksvoll, welche Wachstumspotenziale die Vermarktung der NAGA-Plattform noch bietet. Wir trauen dem Unternehmen daher ein starkes Wachstum von Umsatz und Erträgen zu, das sich in einem leicht erhöhten Kursziel von 1,70 Euro widerspiegelt. Angesichts eines damit einhergehenden sehr hohen Kurspotenzials sowie einer aussichtsreichen Expansionsstrategie bekräftigen wir das Votum „Buy“.

Anhang I: SWOT-Analyse

Stärken

- Versiertes Managementteam mit hoher Kompetenz in den Bereichen FinTech und Brokerage. Durch die Fusion mit der Key Way Group ist das Team weiter gestärkt und die Organisationsstruktur ausgebaut worden. Unter anderem hat NAGA mit Octavian Patrascu einen CEO mit starkem Track-Record hinzugewonnen.
- Breit aufgestellte und technologisch ausgereifte Finanzplattform mit hervorragender Skalierbarkeit dank weitreichender Automatisierung.
- Mit seinen Lösungen ist das Unternehmen in drei sehr großen Märkten – Trading, Payment und Krypto – gut positioniert.
- Der CEO hat NAGA im Rahmen der Fusion 18 Mio. Euro bereitgestellt und damit sein Vertrauen in eine positive Entwicklung untermauert.

Chancen

- Allein schon die fortgesetzte Hebung der Synergien, die auf 10 Mio. US-Dollar taxiert wurden, verspricht für das zweite Halbjahr und 2025 eine deutliche Ergebnisverbesserung.
- Die Erlösdynamik hat zuletzt spürbar angezogen. Aussichtsreiche Wachstumsinitiativen, zu denen u.a. die potenzialträchtige Integration bei Telegram zählt, sorgen für weitere starke Impulse.
- 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 aktuell zu einer Super-App zusammengeführt, was die weitere Vermarktung stimulieren sollte.
- Insbesondere in den Schwellenmärkten bietet sich noch ein attraktives Expansionspotenzial.

Schwächen

- Trotz einer starken Verbesserung des EBITDA war der operative Cashflow im ersten Halbjahr noch leicht 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 (73 Prozent zum 30.06.24).
- Komplexes Regulierungsumfeld.
- Die Zahlenhistorie der neu formierten Gruppe ist naturgemäß noch sehr begrenzt.

Risiken

- Zur Erreichung der Planwerte für 2024 müssen Umsatz und EBITDA im zweiten Halbjahr deutlich über dem Wert der ersten sechs Monate liegen.
- Die kommunizierten Wachstums- und Margenziele für die nächsten Jahre sehen insbesondere eine sehr starke EBITDA-Steigerung vor und könnten verfehlt werden.
- 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-Ab-schreibungen 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	75,3	69,8	65,2	61,6	57,9	57,1	56,0	56,6
1. Immat. VG	51,9	72,4	66,8	62,0	58,3	54,4	53,3	51,9	52,2
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	22,8	33,4	56,0	87,2	123,1	152,6	174,4	192,0
PASSIVA									
I. Eigenkapital	49,5	88,3	92,4	107,0	131,3	160,5	185,5	202,0	215,7
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	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
2. Kurzfristiges FK	7,2	8,8	9,8	13,0	16,2	19,1	22,7	26,7	31,0
BILANZSUMME	60,9	98,1	103,3	121,1	148,8	181,1	209,7	230,4	248,6

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	75,6	101,7	128,2	160,2	198,3	234,9	266,1	287,8
Rohrertrag	31,9	60,5	81,3	102,6	128,2	158,6	187,9	212,9	230,2
EBITDA	8,4	8,6	15,1	24,9	35,1	46,4	56,1	63,6	68,8
EBIT	-57,6	-2,5	4,9	15,4	26,8	38,1	51,0	58,5	65,7
EBT	-61,0	-4,0	4,4	15,3	27,1	38,9	52,4	60,3	67,9
JÜ (vor Ant. Dritter)	-61,0	-4,1	4,1	14,5	24,4	29,1	36,7	42,2	47,5
JÜ	-61,0	-4,1	4,1	14,5	24,4	29,1	36,7	42,2	47,5
EPS	-1,13	-0,02	0,02	0,06	0,10	0,13	0,16	0,18	0,20

*bis 2023 NAGA stand-alone, ab 2024 mit Key Way Group

Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose*

Mio. Euro	2023 Ist	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e
CF operativ	-0,9	-0,2	7,1	19,4	27,7	34,3	40,4	45,8	49,0
CF aus Investition	-3,4	0,4	-4,7	-4,9	-4,8	-4,6	-4,3	-4,0	-3,7
CF Finanzierung	5,8	7,0	-0,8	0,3	0,3	0,3	-11,4	-25,4	-33,5
Liquidität Jahresanfa.	3,1	4,5	11,7	13,2	28,0	51,2	81,2	106,0	122,5
Liquidität Jahresende	4,5	11,7	13,2	28,0	51,2	81,2	106,0	122,5	134,3

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%	11,4%	14,9%	19,4%	21,9%	23,4%	23,9%	23,9%	23,9%
EBIT-Marge	-145,0%	-3,3%	4,9%	12,0%	16,7%	19,2%	21,7%	22,0%	22,8%
EBT-Marge	-153,4%	-5,3%	4,3%	11,9%	16,9%	19,6%	22,3%	22,7%	23,6%
Netto-Marge	-153,4%	-5,4%	4,1%	11,3%	15,2%	14,7%	15,6%	15,9%	16,5%

* bis 2023 NAGA stand-alone, ab 2024 mit Key Way Group

Anhang IV: Sensitivitätsanalyse

WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
7,5%	2,25	2,11	1,99	1,89	1,80
8,0%	2,05	1,93	1,84	1,75	1,67
8,5%	1,88	1,78	1,70	1,63	1,56
9,0%	1,73	1,65	1,58	1,52	1,46
9,5%	1,60	1,53	1,47	1,42	1,37

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)

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 13.11.2024 um 6:55 Uhr fertiggestellt und am 13.11.2024 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
30.09.2024	Buy	1,60 Euro	1), 3), 4)
22.07.2024	Buy	1,60 Euro	1), 3), 4)
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)

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 vorstehenden Regelungen für Sie bindend sind.

Copyright

Das Urheberrecht für alle Beiträge und Statistiken liegt bei der sc-consult GmbH, Münster. Alle Rechte vorbehalten. Nachdruck, Aufnahme in Online-Dienste, Internet und Vervielfältigungen auf Datenträgern nur mit vorheriger schriftlicher Genehmigung.