

17. Februar 2025
Research-Update

SMC Research

Small and Mid Cap Research



Mehrfacher Gewinner
renommierter
Analyst Awards

The NAGA Group AG

Starke Basis für dynamisches Wachstum
und deutliche Margensteigerung

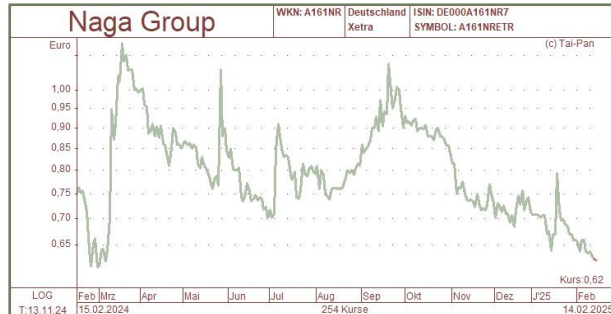
Urteil: Buy (unverändert) | Kurs: 0,622 € | Kursziel: 1,70 € (unverändert)

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:	0,622 Euro
Marktsegment:	Scale
Aktienzahl:	232,8 Mio. Stück
Market Cap:	144,8 Mio. Euro
Enterprise Value:	138,6 Mio. Euro
Free-Float:	9,4 %
Kurs Hoch/Tief (12 M):	1,158 / 0,60 Euro
Ø Umsatz (12 M Xetra):	22,9 Tsd. Euro

Neu aufgestellt

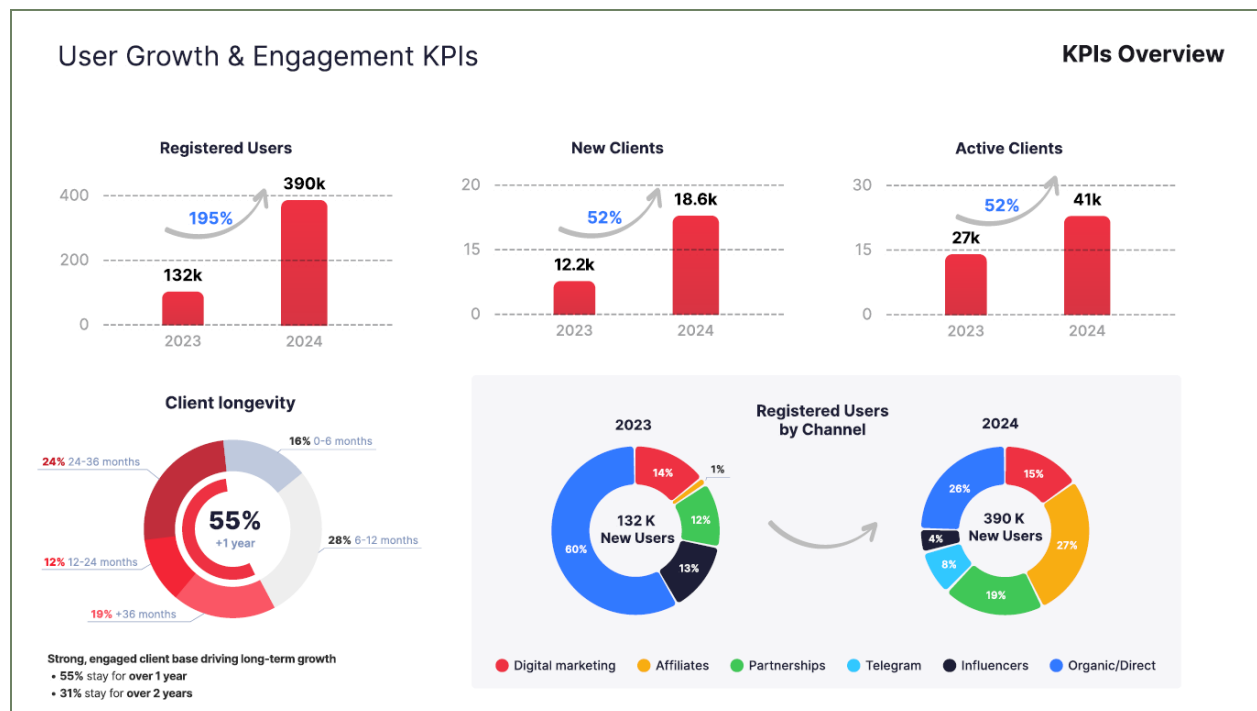
NAGA hat sich im letzten Jahr neu aufgestellt. Im Zentrum stand dabei der Zusammenschluss mit dem Wettbewerber CAPEX.com, der im August 2024 erfolgreich abgeschlossen werden konnte. Der Integrationsprozess hat zu umfangreichen Anpassungen im neu formierten Konzern geführt. Während CAPEX auf die NAGA-Technologie gewechselt ist, was mit erheblichen Kosteneinsparungen verbunden ist, und NAGA nun als einzige Marke fungiert, wurden die beiden Organisationen zusammengeführt und deutlich verschlankt. Im Zuge dessen wurden auch die Prozessabläufe optimiert und das Leistungsangebot geprüft, was zur Einstellung unrentabler Aktivitäten geführt hat.

Fortschritte bei zentralen KPIs

Durch den Zusammenschluss konnten die zentralen KPIs deutlich verbessert werden. Insbesondere haben sich nach vorläufigen Auswertungen im letzten Jahr 390 Tsd. neue Nutzer auf der Plattform registriert, was nahezu eine Verdreifachung gegenüber dem Vorjahr darstellt. Der Erfolg ist auch darauf zurückzuführen, dass NAGA seit dem Zusammenschluss in der

GJ-Ende: 31.12.	2023*	2024e*	2025e*	2026e*	2027e*	2028e*
Umsatz (Mio. Euro)	39,7	62,3	73,9	95,8	121,9	150,5
EBITDA (Mio. Euro)	8,4	8,2	12,0	24,2	34,3	46,3
JÜ (Mio. Euro)	-61,0	-5,6	-1,4	8,9	16,7	25,6
EpS (Euro)	-1,13	-0,02	-0,01	0,04	0,07	0,11
Dividende je Aktie (Euro)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,04
Umsatzwachstum	-31,0%	56,8%	18,7%	29,6%	27,2%	23,5%
Gewinnwachstum	-	-	-	-	87,5%	53,4%
KUV	3,64	2,32	1,96	1,51	1,19	0,96
KGV	-	-	-	16,3	8,7	5,7
KCF	-	114,4	17,9	7,9	6,0	4,1
EV / EBITDA	16,4	16,8	11,5	5,7	4,0	3,0
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	7,1%

*2023 nur NAGA, ab 2024 mit Key Way Group/CAPEX.com



Quelle: Unternehmen

Akquise deutlich breiter aufgestellt ist. Vor allem die Nutzergenerierung über „Affiliates“ (insb. Online-partner) – zuvor eine Stärke von CAPEX – hat erheblich an Bedeutung gewonnen. Ein deutlich positiver Beitrag in Höhe von 8 Prozent aller Registrierungen resultierte zudem aus der erst im Spätsommer gestarteten Telegram-Integration. Der kräftige Anstieg der Plattformnutzer – auf inzwischen mehr als 2,1 Mio. – hat sich auch in der Neukundengewinnung (+52 Prozent auf 18,6 Tsd.) und in der Zahl der aktiven Kunden (+52 Prozent auf 41 Tsd.) im Brokerage-Geschäft positiv niedergeschlagen. Damit hat das Einlagevolumen der Kunden erstmals die Schwelle von 100 Mio. US-Dollar überschritten – ein Meilenstein in der Firmengeschichte –, wobei die Durchschnittseinlage je Neukunde im letzten Jahr knapp 5.000 Euro betragen hat. Verbessert werden konnte zugleich auch der Lifetime-Value je Kunde (CLV), der sich um 11 Prozent auf 3.340 Euro erhöht hat. Hier hat sich die Expansion in den Golfstaaten mit einem überdurchschnittlichen CLV der dortigen Kunden von 5.225 Euro positiv ausgewirkt.

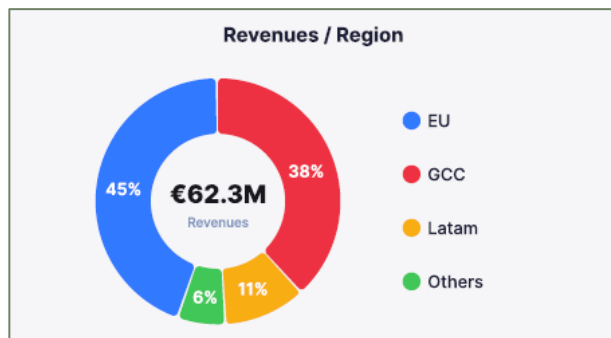


Quelle: Unternehmen

Konsolidierung prägt Erlösentwicklung

Die positive Entwicklung hat sich auch deutlich im abgewickelten Handelsvolumen niedergeschlagen, das um 57 Prozent auf 223 Mrd. Euro zugelegt hat – und das, obwohl die Zahl der „geschlossenen Trades“ zugleich von 9,2 auf 7,6 Mio. zurückgegangen ist. Hier hat sich nach Aussage des Managements auch ausgewirkt, dass die Kunden zum Jahresende mehr offene

Positionen gehalten haben. Die Erlöse haben sich trotzdem parallel zum Handelsvolumen kräftig erhöht, von 39,7 Mio. Euro (NAGA stand alone in 2023) um ebenfalls 57 Prozent auf 62,3 Mio. Euro. Auch hat sich die Einnahmenbasis deutlich diversifiziert: Während NAGA vor der Fusion den Großteil des Umsatzes in Deutschland generiert hatte, entfielen im letzten Jahr bereits fast 40 Prozent auf die Golfstaaten, 11 Prozent auf Lateinamerika und weitere 6 Prozent auf andere Nicht-EU-Länder. Die Erlöse lagen allerdings unter dem Pro-forma-Wert von 77,5 Mio. Euro, der sich aus der Addition des Umsatzes der beiden fusionierten Gesellschaften für das Jahr 2023 ergibt. Das ist vor allem darauf zurückzuführen, dass die Gesellschaft im Rahmen der Integration und Konsolidierung Aktivitäten, die zwar einen Beitrag zum Umsatz, nicht aber zum Ergebnis geleistet haben, eingestellt hat. Außerdem wurde das Marketing erst nach dem Abschluss der Übernahme langsam wieder hochgefahren.



Quelle: Unternehmen

Deutlich positive Ergebniseffekte

Die erzielten Effizienzsteigerungen haben sich nach ebenfalls vorläufigen Berechnungen deutlich positiv in der GuV niedergeschlagen. Da die Handels- und Abwicklungskosten (-45,3 Prozent) im Pro-forma-Vergleich viel stärker gesunken sind als die Bruttoerlöse (-19,7 Prozent), konnte der Rückgang der Nettoerlöse auf -12,9 Prozent (auf 53,4 Mio. Euro) begrenzt werden. Bei den weiteren Kostenpositionen ist im Vergleich dazu nur der Rückgang der Marketingaufwendungen (-10,7 Prozent auf 21 Mio. Euro) unterproportional ausgefallen, die Personalaufwendungen (-21,6 Prozent auf 10,8 Mio. Euro) und die sonstigen operativen Aufwendungen (-13,6 Prozent auf

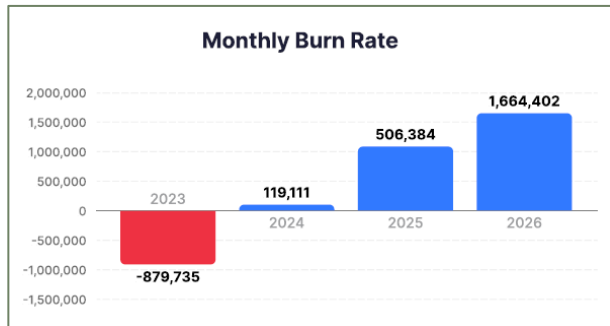
13,4 Mio. Euro) konnten hingegen noch stärker reduziert werden. Dadurch ist das EBITDA nur leicht gesunken, um 3,5 Prozent auf 8,2 Mio. Euro, woraus sich in Relation zu den Bruttoerlösen eine Verbesserung der EBITDA-Marge von 11,0 auf 13,2 Prozent errechnet. Bei Abschreibungen nah am Vorjahresniveau (+1,4 Prozent auf 10,8 Mio. Euro) und einer dank der optimierten Finanzierungsstruktur deutlich geringeren Zins- und Steuerbelastung (von -4,9 auf -2,9 Mio. Euro) konnte der Nettoverlust unter dem Strich von -7,1 auf -5,6 Mio. Euro reduziert werden.

Geschäftszahlen	2023*	2024*	Änderung
Bruttoerlöse (Mio. €)	77,5	62,3	-19,7%
Nettoerlöse (Mio. €)	61,3	53,4	-12,9%
EBITDA (Mio. €)	8,5	8,2	-3,5%
EBITDA-Marge (%)	11,0%	13,2%	+2,2Pp.
Nettoergebnis (Mio. €)	-7,1	-5,6	-
Operativer CF** (Mio. €)	-5,2	5,4	-
Investitions CF** (Mio. €)	-5,3	-4,0	-
FCF** (Mio. €)	-10,6	1,4	-

*2023: Pro-forma NAGA und Key Way/CAPEX.com, 2024: vorläufige konsolidierte Kennzahlen mit rückwirkender Fusion per Anfang Januar; **CF 2024 bereinigt um Zahlungen, die bereits im Vorgriff für 2025 getätigt wurden; Quelle: Unternehmen

Free-Cashflow jetzt positiv

Noch stärker sichtbar sind die bereits erzielten Fortschritte im Cashflow. Nachdem im Vorjahr auf Pro-forma-Basis noch ein negativer operativer Cashflow von -5,2 Mio. Euro angefallen war, wurde jetzt – bereinigt um Zahlungen, die bereits im Vorgriff für 2025 getätigt wurden – ein Überschuss in Höhe von 5,4 Mio. Euro erzielt. In Kombination mit reduzierten Investitionsausgaben (von -5,3 auf -4,0 Mio. Euro) resultiert daraus ein bereinigter positiver Free-Cashflow von 1,4 Mio. Euro, nach einem Defizit von -10,6 Mio. Euro im Vorjahr. NAGA hat damit den Cash-Break-even erreicht – ein Meilenstein in der Firmenhistorie, da der FCF in den vergangenen Jahren immer stark negativ ausgefallen war.



2025 und 2026: Forecast; Quelle: Unternehmen

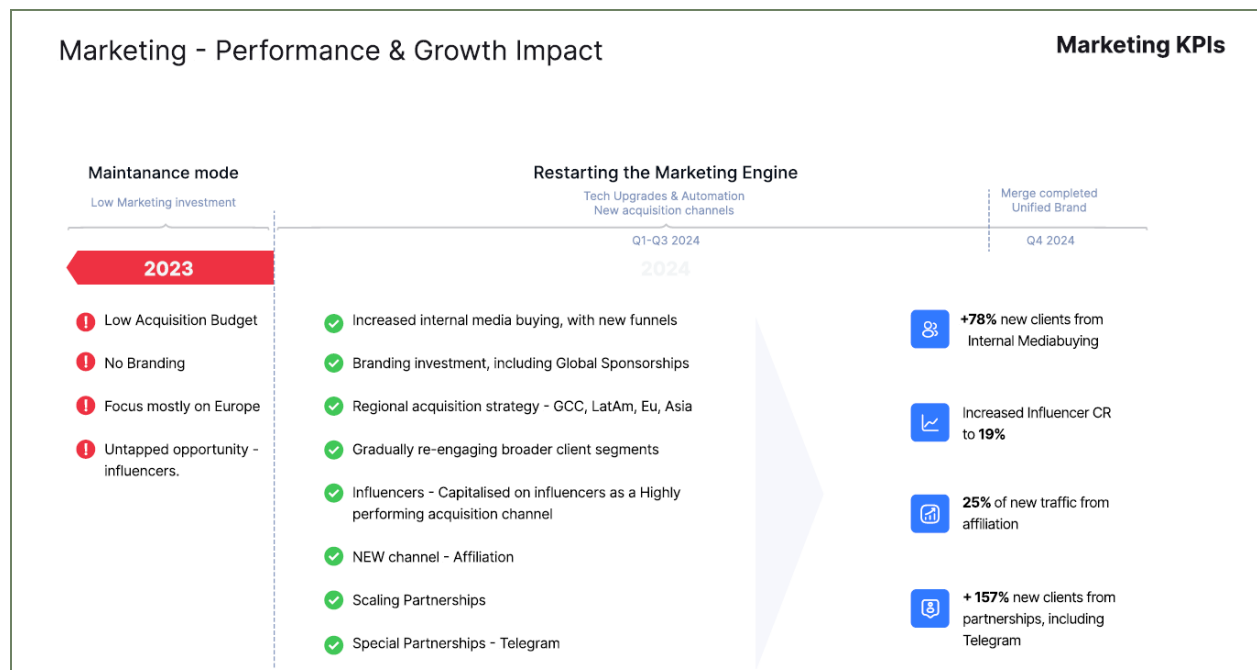
Synergien höher als erwartet

Zusammen mit den vorläufigen Zahlen für 2024 hat die Gesellschaft auch einen detaillierten Ausblick auf die Jahre 2025 und 2026 gegeben. Demzufolge soll sich die positive Entwicklung des Free-Cashflows weiter fortsetzen und in einem durchschnittlichen monatlichen Cash-Überschuss von 0,5 Mio. Euro im laufenden und 1,7 Mio. Euro im kommenden Jahr niederschlagen (siehe Abbildung). Damit wäre die Gesellschaft – abgesehen von Kapitalmaßnahmen für mögliche Übernahmen (wobei dafür eine 10 Mio. US-Dollar Kreditlinie bereitsteht) – unabhängig von externen Finanzierungsquellen. Die Basis für diese Fortschritte wurde mit den deutlichen Effizienzverbesserungen gelegt. Die Kosteneinsparungen durch

realisierte Synergien, die sich bereits 2024 auf 5 Mio. Euro belaufen haben, werden sich in diesem Jahr voraussichtlich auf 11 Mio. Euro summieren und damit das ursprünglich anvisierte Volumen von 10 Mio. US-Dollar noch überschreiten.

Kräftiges Wachstum anvisiert

Neben den Effizienzsteigerungsmaßnahmen soll ein deutlich positiver Cashflow-Effekt aber auch aus der Skalierung der Aktivitäten hervorgehen. Denn das Unternehmen plant für 2025 die Rückkehr auf den Wachstumspfad, mit einer anvisierten Steigerung der Erlöse um 19 Prozent auf 74 Mio. Euro. Dafür werden die Marketingkosten wieder deutlich ausgeweitet, und zwar gemäß Budget um 57 Prozent auf rund 33 Mio. Euro. Das Unternehmen hat dafür seinen Marketingmix einem intensiven Review unterzogen und das Maßnahmenbündel optimiert (siehe Abbildung unten). Für 2026 hat NAGA eine weitere Ausweitung der Marketingausgaben auf 39,1 Mio. Euro vorgesehen, mit der die Erlöse weiter um 32 Prozent auf 97,8 Mio. Euro gesteigert werden sollen.



Quelle: Unternehmen

	2023 Proforma*	2024 Preliminary**	2025 Forecast	2026 Forecast
Net Revenues	77,522,230	62,285,784	74,040,791	97,762,743
LP & Hedging	(12,531,027)	(5,429,237)		
Processing & Settlement Services	(3,643,083)	(3,425,468)	(5,189,250)	(6,749,413)
Net Income	61,348,119	53,431,079	68,851,542	90,968,330
Employees' benefits	(13,801,742)	(10,819,706)	(13,074,187)	(13,698,229)
Marketing costs	(23,502,444)	(20,981,065)	(32,955,210)	(39,065,914)
Operating costs	(15,520,315)	(13,403,466)	(10,343,833)	(10,587,380)
Total Operating Expenses	(52,824,501)	(45,204,238)	(56,373,230)	(63,351,523)
EBITDA	8,523,619	8,226,842	12,478,311	27,616,807
EBITDA Margin	11%	13%	17%	28%
Amortizations & depreciation	(10,696,993)	(10,846,886)	(11,846,886)	(13,083,921)
Financial & Taxes	(4,931,464)	(2,931,356)	(1,443,450)	(2,776,246)
	(15,628,456)	(13,778,242)	(13,290,335)	(15,860,166)
Net Profit	(7,104,838)	(5,551,400)	(812,024)	11,756,641
Profit Margin	-9%	-9%	-1%	12%

*Proforma is the combination of both groups results in 2023 as if they were already merged
 **Preliminary results, as per internal management accounts

Quelle: Unternehmen

Marge soll weiter steigen

Die bereits realisierten Synergien werden sich im laufenden Jahr über volle zwölf Monate auswirken, zudem laufen noch weitere Optimierungsmaßnahmen. Das wird plangemäß trotz wachstumsbedingt wieder höherer Personalkosten (+20,8 Prozent auf 13,1 Mio. Euro) und steigender Marketingausgaben zu einer Reduktion der sonstigen betrieblichen Aufwendungen um 22,8 Prozent auf 10,3 Mio. Euro führen. In Kombination mit dem deutlichen Topline-Wachstum soll das eine Erhöhung des EBITDA um 52 Prozent auf 12,5 Mio. Euro ermöglichen, womit die EBITDA-Marge auf 17 Prozent klettern würde. Das soll sich auch deutlich positiv im Nettoergebnis niederschlagen, dass sich trotz hoher planmäßiger Abschreibungen von 11,8 Mio. Euro (vor allem auf die Technologieinvestitionen) mit -0,8 Mio. Euro dem Break-even nähern soll. Dieser wird gemäß dem Unternehmensausblick 2026 mit einem weiteren Ergebnissprung auf 11,8 Mio. Euro erreicht. Verantwortlich dafür ist maßgeblich die Skalierung des Geschäfts, die sich vor allem darin zeigt, dass das Umsatzwachstum mit einer lediglich geringfügigen Steigerung der Personalkosten (+4,8 Prozent auf 13,7 Mio. Euro) sowie der sonstigen betrieblichen Aufwendungen (+2,4 Prozent auf 10,6 Mio. Euro) erreicht werden kann. Infolgedessen zieht die EBITDA-Marge in der Unternehmenskalkulation

massiv an, auf 28 Prozent, gleichbedeutend mit einer EBITDA-Steigerung um über 120 Prozent auf 27,6 Mio. Euro.

Starker Fokus auf Profitabilität

NAGA hat sich im letzten Jahr voll auf die Umsetzung der Fusion und die schnelle Realisierung von Synergien konzentriert. Das hat sich positiv auf die Profitabilität ausgewirkt: Obwohl die Erlöse 2024 gegenüber dem Pro-forma-Wert aus 2023 um rund 20 Prozent auf 62,3 Mio. Euro zurückgegangen sind, blieb das EBITDA mit 8,2 Mio. Euro nah am Pro-forma-Vorjahresniveau. Hierin zeigen sich deutlich die positiven Effekte der Konsolidierung der Aktivitäten, die zu dem Umsatzrückgang geführt haben. Das Unternehmen hatte eigentlich einen höheren Umsatz anvisiert, nämlich rund 75 Mio. Euro, den Schwerpunkt aber klar auf Effizienz und Rendite gelegt. Das EBITDA-Ziel von 8,7 Mio. Euro wurde daher nur leicht unterschritten. Angesichts der großen Planungsunsicherheit, die mit einer so großen Fusion üblicherweise einhergeht, stufen wir das als ein sehr respektables Ergebnis ein, auch wenn unsere Schätzungen, die weitgehend im Einklang mit dem Unternehmenszielen standen (Umsatz 75,6 Mio. Euro, EBITDA 8,6 Mio. Euro), damit verfehlt wurden.

Umsatzpfad abgesenkt, Marge erhöht

Von der niedrigeren Basis aus will NAGA mit einer kräftigen Ausweitung des Marketingbudgets deutlich wachsen, um 18,9 Prozent in 2025 und 32,0 Prozent in 2026. Trotzdem liegt der Umsatzpfad damit unter unserer bisherigen Schätzung, die wir daher abgesenkt haben. Wir halten die Unternehmensziele zwar für machbar, bleiben mit unserer neuen Taxe im Rahmen einer konservativen Kalkulation aber leicht unter den Zielen des Managements und kalkulieren für das laufende Jahr mit einem Wachstum um 18,7 Prozent und für 2026 mit 29,6 Prozent. Etwas größere Abschlüsse machen wir beim EBITDA, das wir 2025 zunächst bei 12,0 Mio. Euro (Ziel NAGA: 12,5 Mio. Euro) und 2026 bei 24,2 Mio. Euro (Ziel NAGA: 27,6 Mio. Euro) sehen. Damit rechnen wir für 2026 mit einer operativen Marge von 25,2 Prozent (Ziel NAGA: 28,2 Prozent).

Hohes langfristiges Potenzial

Wir sehen dank der starken Basis für eine weitere Internationalisierung mit einem umfangreichen Lizenzportfolio noch ein großes Potenzial für die weitere globale Marktdurchdringung in den nächsten Jahren. Daher unterstellen wir für den Rest des Detailprognosezeitraums eine CAGR_{26/31} von 19 Prozent, wobei wir die Zuwachsraten im Rahmen einer vorsichtigen Vorgehensweise von 27 Prozent im Jahr 2027 auf 12 Prozent zum Ende des Detailprognosezeitraums abschmelzen lassen. Der neue Zielumsatz im Jahr 2031 liegt nun bei 231 Mio. Euro und damit unter dem bisherigen Niveau (288 Mio. Euro). Der Margenpfad ist angesichts der schon für 2026 in Aussicht gestellten starken Profitabilitätsverbesserung indes höher als bislang, die Ziel-EBITDA-Marge beträgt nun 31,2 Prozent (bislang: 23,9 Prozent). Trotz des hohen Skalierungspotenzials der Plattform unterstellen wir damit aber lediglich ein Margenplus von 6 Prozentpunkten gegenüber unserer Annahme für 2026, gegenüber der Managementprognose für 2026 liegt unsere Ziel-EBITDA-Marge sogar nur 3 Prozentpunkte höher. Das erachten wir als ausreichend konservativ. Die Tabelle unten enthält die aus unseren Schätzungen abgeleiteten wichtigsten Cashflow-Kennzahlen bis 2031. Weitere Details bietet der Anhang.

Rahmenparameter aktualisiert

Ebenfalls aktualisiert haben wir den Diskontierungszins (ermittelt nach CAPM). Und zwar haben wir die Marktrisikoprämie auf den aktuellen Durchschnittswert in Deutschland angepasst, womit diese von zuvor 5,8 auf nun 5,6 Prozent gesunken ist (Quelle: Survey – Market Risk Premium and Risk-Free Rate used for 96 countries in 2024). Die übrigen Werte (sicherer Zins 2,5 Prozent, Beta 1,5, FK-Zielanteil 40 Prozent, FK-Zins 6,5 Prozent, Steuersatz 30 Prozent) sind unverändert, woraus ein neuer WACC-Satz von 8,4 Prozent (bisher: 8,5 Prozent) resultiert. Demgegenüber sind die Annahmen für den Terminal Value (Abschlag von 20 Prozent auf die Ziel-EBIT-Marge und ewiges Wachstum von 1 Prozent) unverändert.

Kursziel unverändert 1,70 Euro

Nach der Modellaktualisierung liegt der von uns ermittelte faire Wert nun bei 401,0 Mio. Euro bzw. 1,72 Euro je Aktie. Damit hat er sich geringfügig erhöht, da die Margenanhebung die Umsatzreduktion überkompensiert hat. Wegen der minimalen Änderung belassen wir unser Kursziel unverändert bei 1,70 Euro. Das Prognoserisiko unserer Schätzungen stufen wir auf einer Skala von 1 (niedrig) bis 6 (hoch) wei-

Mio. Euro	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028	12 2029	12 2030	12 2031
Umsatzerlöse	62,3	73,9	95,8	121,9	150,5	179,8	206,1	231,0
Umsatzwachstum		18,7%	29,6%	27,2%	23,5%	19,4%	14,7%	12,1%
EBITDA	8,2	12,0	24,2	34,3	46,3	58,1	67,1	72,1
EBIT	-2,6	0,1	11,1	21,7	33,7	45,3	54,3	61,4
Steuersatz	0,0%	0,0%	10,0%	20,0%	25,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,0	0,0	1,1	4,3	8,4	13,6	16,3	18,4
NOPAT	-2,6	0,1	10,0	17,4	25,3	31,7	38,0	43,0
+ Abschreibungen & Amortisation	10,8	11,9	13,1	12,6	12,6	12,8	12,8	10,7
+ 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	8,2	12,0	23,1	29,9	37,9	44,5	50,8	53,7
- Zunahme Net Working Capital	-4,0	-2,4	-3,7	-5,0	-2,7	-1,3	-1,5	-1,6
- Investitionen AV	-4,0	-4,1	-4,4	-4,8	-5,3	-5,9	-6,8	-7,8
Free Cashflow	0,2	5,4	15,0	20,2	29,9	37,2	42,5	44,3

SMC-Schätzmodell

terhin mit vier Punkten als leicht überdurchschnittlich ein, da die Zahlenhistorie für das neu formierte Unternehmen naturgemäß noch begrenzt ist.

Fazit

NAGA hat sich im letzten Jahr voll auf die Umsetzung des Zusammenschlusses mit CAPEX.com und die Hebung von Synergien konzentriert. Die Konsolidierung der Aktivitäten hat zwar zu einem Umsatzrückgang (gegenüber dem Pro-forma-Wert aus 2023) geführt, aber hinsichtlich der Effizienz konnten große Fortschritte erzielt werden, die die Erwartungen sogar noch übertroffen haben. Nachdem bislang ein positiver Synergie-Effekt von 10 Mio. US-Dollar für 2025 in Aussicht gestellt wurde, dürften es gemäß der aktuellen Kalkulation sogar 11 Mio. Euro werden. Zudem hat das Unternehmen 2024 – bereinigt um Zahlungen, die bereits im Vorgriff für 2025 getätigt wurden – einen positiven Free-Cashflow erzielt, was einen wichtigen Meilenstein darstellt.

Nach der Überprüfung und Optimierung der Marketingmaßnahmen werden diese im laufenden Jahr wieder intensiviert, was zu einem Umsatzwachstum um knapp 20 Prozent auf 74 Mio. Euro führen soll. Die verbesserte Effizienz und Skalierungseffekte sollen dabei für einen überproportionalen EBITDA-Anstieg um 52 Prozent auf 12,5 Mio. Euro sorgen, wodurch die EBITDA-Marge um vier Prozentpunkte auf 17 Prozent steigen soll. Für 2026 ist eine Wachstumsbeschleunigung auf 32 Prozent (auf 97,8 Mio. Euro) ge-

plant, auf deren Basis die Marge weiter auf 28 Prozent und somit sehr kräftig zulegen soll.

Wir stufen die Pläne als erreichbar ein. Das neue Management von NAGA hinterlässt einen sehr guten Eindruck, der Integrationsprozess wurde sehr strukturiert angegangen und hat zügig die erhofften Fortschritte gebracht. Nun ist das Unternehmen gut aufgestellt, um mit einem neuen Marketingmix durchzustarten. Perspektivisch verspricht die Konsolidierung aller Angebote in einer Financial-Super-App für Trading, Investing, Krypto und Payment einen weiteren Schub. Bis Ende des Jahres könnte dieser Prozess abgeschlossen sein und eine deutliche Wachstumsbeschleunigung in 2026 ermöglichen.

In unserem Modell sind wir vorsichtshalber, insbesondere ertragsseitig, etwas unter den Zielen des Unternehmens geblieben. Trotzdem signalisiert die DCF-Bewertung unverändert einen fairen Wert von 1,70 Euro je Aktie, der weit über dem aktuellen Börsenkurs liegt. Vermutlich dauert es noch etwas, bis der Markt die großen Chancen, die sich aus der erfolgreichen Fusion für NAGA ergeben haben, realisiert. Dann erwarten wir aber eine kräftige Trendwende der Aktie und bekräftigen vor diesem Hintergrund unser 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 19 Mio. US-Dollar bereitgestellt und damit sein Vertrauen in eine positive Entwicklung untermauert.

Chancen

- Mit einem neuen Marketingmix und höheren Ausgaben forciert NAGA die internationale Expansion. Das soll in diesem und im nächsten Jahr zu einem Wachstum um 19 bzw. 32 Prozent führen.
- Die wesentlichen Elemente der Technologie sind inzwischen entwickelt, daher sollten die Kosten der Produktentwicklung künftig nur noch unterproportional zulegen.
- Mit dem kräftigen Wachstum winken auch erhebliche Skaleneffekte in den Bereichen Personal und SBA, die EBITDA-Marge soll daher auf 17 Prozent in 2025 und 28 Prozent in 2026 steigen.
- 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 eines deutlich positiven EBITDA war das Nettoergebnis wegen hoher planmäßiger Abschreibungen auf Investitionen im letzten Jahr noch klar 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

- Die Effektivität der Marketingmaßnahmen zur Erreichung der Wachstumsziele muss erst noch unter Beweis gestellt werden.
- Insbesondere das Margenziel für 2026 ist ehrgeizig und könnte 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-Abschreibungen 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	75,0	67,3	58,5	50,8	43,4	36,6	30,7	27,8
1. Immat. VG	51,9	72,2	64,4	55,6	47,6	40,1	33,1	26,9	23,8
2. Sachanlagen	0,5	0,6	0,6	0,7	0,9	1,0	1,2	1,5	1,7
II. UV Summe	8,3	21,7	30,0	50,2	77,2	112,5	144,3	169,9	189,5
PASSIVA									
I. Eigenkapital	49,5	86,8	85,4	94,3	111,0	136,6	158,8	175,2	188,3
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	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3
2. Kurzfristiges FK	7,2	3,7	5,5	7,9	10,4	12,6	15,3	18,4	21,9
BILANZSUMME	60,9	96,7	97,3	108,7	127,9	155,9	180,9	200,6	217,2

GUV-Prognose*

Mio. Euro	2023 Ist	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e
Umsatzerlöse	39,7	62,3	73,9	95,8	121,9	150,5	179,8	206,1	231,0
Gesamtleistung	41,9	62,3	73,9	95,8	121,9	150,5	179,8	206,1	231,0
Rohrertrag	31,9	53,4	68,8	89,1	113,3	140,0	167,2	191,7	214,8
EBITDA	8,4	8,2	12,0	24,2	34,3	46,3	58,1	67,1	72,1
EBIT	-57,6	-2,6	0,1	11,1	21,7	33,7	45,3	54,3	61,4
EBT	-61,0	-5,5	-1,2	9,9	20,8	34,1	46,4	55,9	63,4
JÜ (vor Ant. Dritter)	-61,0	-5,6	-1,4	8,9	16,7	25,6	32,5	39,1	44,4
JÜ	-61,0	-5,6	-1,4	8,9	16,7	25,6	32,5	39,1	44,4
EPS	-1,13	-0,02	-0,01	0,04	0,07	0,11	0,14	0,17	0,19

*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	1,3	8,1	18,3	24,3	35,5	43,9	50,4	53,5
CF aus Investition	-3,4	-4,0	-4,1	-4,4	-4,8	-5,3	-5,9	-6,8	-7,8
CF Finanzierung	5,8	4,7	1,4	1,4	1,4	0,6	-9,7	-22,1	-30,7
Liquidität Jahresanfa.	3,1	4,5	6,5	11,9	27,3	48,2	79,0	107,2	128,7
Liquidität Jahresende	4,5	6,5	11,9	27,3	48,2	79,0	107,2	128,7	143,6

Kennzahlen*

Prozent	2023 Ist	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e
Umsatzwachstum	-31,0%	56,8%	18,7%	29,6%	27,2%	23,5%	19,4%	14,7%	12,1%
EBITDA-Marge	21,3%	13,2%	16,2%	25,2%	28,1%	30,8%	32,3%	32,6%	31,2%
EBIT-Marge	-145,0%	-4,2%	0,1%	11,5%	17,8%	22,4%	25,2%	26,4%	26,6%
EBT-Marge	-153,4%	-8,8%	-1,6%	10,3%	17,1%	22,7%	25,8%	27,1%	27,5%
Netto-Marge	-153,4%	-8,9%	-1,9%	9,3%	13,7%	17,0%	18,1%	19,0%	19,2%

* 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%
7,4%	2,28	2,14	2,02	1,91	1,82
7,9%	2,08	1,96	1,86	1,77	1,70
8,4%	1,90	1,81	1,72	1,65	1,59
8,9%	1,76	1,67	1,60	1,54	1,49
9,4%	1,63	1,56	1,50	1,45	1,40

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 16.02.2025 um 9:55 Uhr fertiggestellt und am 17.02.2025 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
13.11.2024	Buy	1,70 Euro	1), 3)
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)

In den nächsten zwölf Monaten wird die sc-consult GmbH zu dem analysierten Unternehmen voraussichtlich folgende Finanzanalysen erstellen: eine Studie, zwei Updates und zwei 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.