

1. Juli 2025
Research-Update

SMC Research

Small and Mid Cap Research



Platz 1



Platz 1 & 2

Mehrfacher Gewinner
renommierter
Analyst Awards

The NAGA Group AG

Positive Entwicklung der Q2-KPIs stützt die Prognose

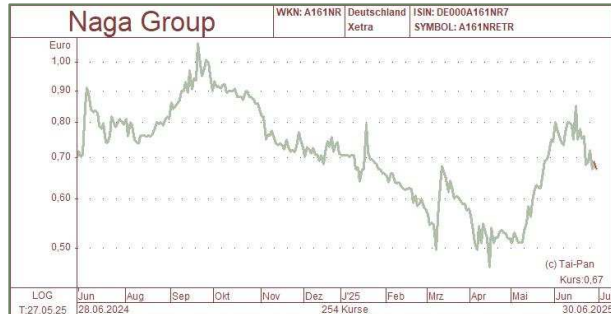
Urteil: Buy (unverändert) | **Kurs:** 0,67 € | **Kursziel:** 1,70 € (zuvor: 1,60 €)

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:	259
Rechnungslegung:	IFRS
Ticker:	N4G:GR
ISIN:	DE000A161NR7
Kurs:	0,67 Euro
Marktsegment:	Open Market
Aktienzahl:	232,8 Mio. Stück
Market Cap:	156,0 Mio. Euro
Enterprise Value:	149,0 Mio. Euro
Free-Float:	9,4 %
Kurs Hoch/Tief (12 M):	1,13 / 0,30 Euro
Ø Umsatz (12 M Xetra):	30,7 Tsd. Euro

Umsatz spiegelt Optimierungsprozess

Gemäß den kürzlich veröffentlichten finalen Zahlen für 2024 hat NAGA im letzten Geschäftsjahr einen Umsatz von 63,2 Mio. Euro erwirtschaftet, der damit leicht über dem vorläufig gemeldeten Wert (62,3 Mio. Euro) lag. Nach dem Zusammenschluss von NAGA und Capex.com lag der Umsatzschwerpunkt mit 45 Prozent zwar immer noch in der EU, weitere 38 Prozent kamen aber bereits aus den GCC-Staaten. Etwa 11 Prozent entfielen auf Lateinamerika und 6 Prozent auf den Rest der Welt. Die Erlöse lagen um 15 Prozent unter dem Proforma-Wert für beide Gesellschaften für das Jahr 2023, was die durchgeführten Optimierungsmaßnahmen widerspiegelt, die mit der Einstellung unrentabler Aktivitäten einhergingen.

Marge verbessert

Der Verzicht auf solche Aktivitäten hat deutlich überproportionale Einsparungen bei wichtigen Kostenpositionen ermöglicht. So reduzierten sich der Ausführungs- und Liquiditätsaufwand (von 8,9 Mio. Euro auf 6,0 Mio. Euro), die Personalaufwendungen (von 13,6 auf 9,3 Mio. Euro) und die sonstigen betrieblichen Aufwendungen (von 8,2 auf 5,5 Mio. Euro) je-

GJ-Ende: 31.12.*	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Umsatz (Mio. Euro)	39,7	63,2	72,1	92,5	116,9	143,8
EBITDA (Mio. Euro)	8,4	9,0	10,6	21,6	30,4	41,0
JÜ (Mio. Euro)	-61,0	-6,6	2,1	12,0	18,4	26,7
EpS (Euro)	-1,13	-0,03	0,01	0,05	0,08	0,11
Dividende je Aktie (Euro)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Umsatzwachstum	-31,0%	59,0%	14,0%	28,4%	26,4%	23,0%
Gewinnwachstum	-	-	-	470,3%	54,0%	44,8%
KUV	3,93	2,47	2,16	1,69	1,33	1,08
KGV	-	-	74,3	13,0	8,5	5,8
KCF	-	59,6	18,4	9,1	7,2	5,1
EV / EBITDA	17,6	17,9	14,1	6,9	4,9	3,6
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

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

weils um etwa ein Drittel gegenüber dem jeweiligen Proforma-Wert. Nur unterproportional gekürzt wurden hingegen die Ausgaben für Technologie und Infrastruktur (-9 Prozent auf 6,1 Mio. Euro) sowie die Marketingaufwendungen, die mit 23,8 Mio. Euro lediglich leicht unter dem Vorjahresniveau lagen und damit weiter die mit Abstand größte Kostenposition darstellten. Trotzdem sind die Kosten insgesamt mit -17 Prozent stärker gesunken als die Erlöse, was einen Anstieg des EBITDA von 8,5 auf 9,0 Mio. Euro ermöglichte. Damit hat sich die EBITDA-Marge im Vergleich zum Proforma-Niveau aus 2023 von 11,5 auf 14,3 Prozent verbessert.

Geschäftszahlen	2023	2024	Änderung
Umsatz	73,9*	63,2	-15%
EBITDA	8,5*	9,0	+6%
EBITDA-Marge	11,5%*	14,3%	+2,8Pp.
EBIT	-57,6**	-3,7	-
Nettoergebnis	-61,0**	-6,6	-

In Mio. Euro bzw. Prozent; *proforma, **NAGA stand alleine vor Fusion; Quelle: Unternehmen

Nettoergebnis negativ

Das EBIT ist mit -3,7 Mio. Euro dennoch negativ ausgefallen, da hohe Abschreibungen (12,1 Mio. Euro), überwiegend auf immaterielle Vermögensgegenstände (insb. Software, Technologie und aktivierte Entwicklungskosten) angefallen sind. Unter Berücksichtigung des negativen Finanzergebnisses in Höhe von -3,1 Mio. Euro, das vor allem von den Finanzierungsaufwendungen geprägt wurde, und weiterer kleiner Posten (u.a. Steuerertrag 0,1 Mio. Euro) ergibt sich ein Konzernjahresfehlbetrag von -6,6 Mio. Euro. Proforma-Werte für das EBIT und das Nettoergebnis des Vorjahres wurden nicht veröffentlicht, aber die Einzelwerte sind verfügbar: So hatte Capex.com 2023 ein EBIT von -1,6 Mio. Euro und ein Jahresergebnis von -3,1 Mio. Euro erzielt, während NAGA aufgrund hoher Sonderabschreibungen auf den bilanzierten Goodwill -57,6 Mio. Euro bzw. -61,0 Mio. Euro ausgewiesen hatte.

Deutliche Fortschritte beim Cashflow

Besonders deutlich zeigen sich die erzielten Fortschritte im Cashflow. Hatte der Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit im Vorjahr noch bei -1,3 Mio. Euro (proforma) gelegen, wurde 2024 ein Überschuss von +5,2 Mio. Euro erwirtschaftet. Nach Abzug der Auszahlungen für Investitionen (-3,2 Mio. Euro, Vorjahr proforma: -5,3 Mio. Euro) resultiert daraus ein Free-Cashflow von 2,0 Mio. Euro. Diese Werte wurden von der Gesellschaft um Zahlungen in Höhe von -1,1 Mio. Euro, die im Vorgriff auf das laufende Geschäftsjahr getätigt wurden, bereinigt. Aber auch unter Berücksichtigung dieser Summe wurde ein positiver FCF erwirtschaftet. Die Gesellschaft hat diese Mittel sowie die Einnahmen aus einer 2024 platzierten Wandelanleihe (die inzwischen vollständig gewandelt wurde) für eine umfangreiche Nettotilgung von Verbindlichkeiten genutzt. Per Saldo lag der Zahlungsmittelbestand zum Jahresende mit 12,0 Mio. Euro damit geringfügig unter dem Proforma-Wert von Ende 2023.

EK-Quote bei 91 Prozent

Durch die Nettotilgung sind vor allem die kurzfristigen Verbindlichkeiten kräftig gesunken, von 14,7 (proforma) auf 7,7 Mio. Euro, doch auch die langfristigen Verbindlichkeiten wurden auf nur noch 0,3 Mio. Euro (2023 proforma: 0,8 Mio. Euro) reduziert. Die Passivseite der Bilanz wird damit vom Eigenkapital dominiert, das sich nun auf 85,1 Mio. Euro beläuft, gleichbedeutend mit einer sehr hohen EK-Quote von 91,4 Prozent. Auf der Aktivseite stehen dem vor allem die immateriellen Vermögensgegenstände in Höhe von 72,3 Mio. Euro gegenüber, die gegenüber dem Proforma-Wert aus dem Vorjahr um 17,5 Mio. Euro gestiegen sind und zu 86 Prozent aus dem Firmenwert bestehen.

Rückkehr auf den Wachstumspfad

Nach der Umsetzung der Effizienzsteigerungs- und Optimierungsmaßnahmen fährt NAGA jetzt das Marketing wieder hoch. Im ersten Quartal 2025 lagen die entsprechenden Ausgaben um 1,6 Mio. Euro über dem Vorjahreswert. Das verspricht vor allem für die Folgequartale positive Impulse, aber auch in den ers-

ten drei Monaten waren bereits erste Effekte zu beobachten. So konnte die Zahl der täglichen Trades pro Nutzer um 10,5 Prozent auf 2,3 gesteigert werden und die Zahl der kopierten Trades hat sogar um 13,4 Prozent auf 945 Tsd. zugenommen. Das war mitentscheidend für das Wachstum der Quartalerlöse um 7 Prozent auf 16,4 Mio. Euro. Das EBITDA hat sich dennoch im Vorjahresvergleich auf 1,0 Mio. Euro halbiert, was auf die zusätzlichen Marketingausgaben und den Ausbau des Managementteams zurückzuführen ist. Infolgedessen ist die EBITDA-Marge binnen Jahresfrist von 13,1 auf 6,1 Prozent zurückgegangen.

Ehrgeizige Ziele bekräftigt

Das soll aber eine Momentaufnahme bleiben, denn für das Gesamtjahr hat das Unternehmen die ehrgeizigen Ziele bekräftigt, die nicht nur ein Umsatzwachstum um 19 Prozent auf 74 Mio. Euro vorsehen, sondern auch eine Verbesserung der EBITDA-Marge von 13 auf 17 Prozent. Ermöglicht werden soll dies durch eine forcierte Expansion in bereits erschlossenen Regionen mit einem hohen Customer Lifetime Value. Zugleich soll die Effizienz nach der im Februar abgeschlossenen Migration der CAPEX-Kunden auf NAGA und der Fokussierung auf nur noch eine Marke (NAGA) weiter zunehmen. Das Management sieht noch erhebliche Optimierungspotenziale und erwartet darüber hinaus aus der Wachstumsbeschleunigung Skaleneffekte bei den Overhead-Kosten. Obwohl zugleich ein Anstieg der Marketingausgaben auf rund 33 Mio. Euro geplant ist, sollen all diese Effekte in Summe die Erreichung der Margenziele ermöglichen.

Anziehende Dynamik in Q2

Die kürzlich veröffentlichten KPIs für April und Mai stützen diese Ziele. Allein in diesen beiden Monaten konnten 96 Tsd. neue registrierte Nutzer gewonnen werden und damit mehr als im gesamten ersten Quartal (73 Tsd.). Ebenfalls deutlich zulegen dürfte in Q2 die Zahl der neuen Konten, auf die bereits Einzahlungen stattgefunden haben (rund 5 Tsd. in April/Mai vs. rund 6 Tsd. in Q1). Zugleich haben die Handelsaktivitäten der Kunden zugenommen. Die tägliche Zahl von Trades je Kunde, die im Durchschnitt des ersten Quartals bei 2,3 gelegen hatte, betrug im April 3,2

und im Mai 2,6. Das hat sich positiv im abgewickelten Handelsvolumen niedergeschlagen, das sich in den ersten beiden Monaten des zweiten Quartals bereits auf 45,3 Mrd. Euro belaufen hat, gegenüber 47,3 Mrd. Euro im gesamten Q1.

Fokus auf Innovation

In den Folgeperioden soll das dynamische Wachstum mit steigenden Margen fortgesetzt werden. Ein wichtiger Pfeiler der Strategie ist Innovation. Insbesondere soll in den nächsten zwölf Monaten die Zusammenführung der Trading- und Payment-Lösung zur Super-App „NAGA One“ abgeschlossen werden. Eine solche einheitliche Lösung für alle zentralen Finanzbereiche – Trading, Investments, Krypto und Zahlungen – sieht das NAGA-Management als großen Wettbewerbsvorteil an und verspricht sich hiervon Rückenwind in der Vermarktung. Weitere Schwerpunkte des Innovationsprozesses sind Automatisierungs- und KI-Tools, mit denen sowohl das Leistungsangebot erweitert als auch die Effizienz der internen Prozesse verbessert werden sollen.

Klare Wachstumsagenda

Neben Optimierungsmaßnahmen und Produktinnovationen liegt der Schwerpunkt derzeit auf der internationalen Expansion. Aktuell konzentriert sich NAGA auf den Ausbau der Position in Regionen, in denen die Gesellschaft bereits gut vertreten ist, also in Europa, der GCC-Region sowie in Lateinamerika. 2026 soll Asien folgen, wofür im laufenden Jahr die notwendigen regulatorischen Vorbereitungen sowie die Anpassung der Produkte an die lokalen Märkte umgesetzt werden. Flankiert werden soll die Expansion auch weiterhin durch Akquisitionen. Mit der Übernahme von Trade Capital UK (TCUK) Ltd. ist – vorbehaltlich einer noch ausstehenden Zustimmung der Regulierungsbehörde – zuletzt der Wiedereinstieg in den britischen Markt vollzogen worden. Das Management stuft vor allem Unternehmen als interessant ein, die eine größere Kundenbasis und/oder ein signifikantes verwaltetes Vermögen mitbringen, da hier mit dem Einsatz der NAGA-Technologie Cross-Selling-Potenziale gehoben werden können. Für Übernahmen hat der Hauptaktionär eine Kreditlinie von 10 Mio. US-Dollar bereitgestellt, außerdem soll für

die Erschließung neuer Märkte ggf. auf externe Finanzierungen zurückgegriffen werden. Das laufende Geschäft soll hingegen nachhaltig Cashflow-positiv sein und die eigene Expansion selbst finanzieren.

Gute Erfolgschancen

Auf Basis der innovativen Plattform, der breiten internationalen Positionierung und der durchdachten Strategie zur Ausnutzung der sich bietenden Marktopportunitäten sehen wir gute Chancen, dass NAGA die Wachstumsagenda erfolgreich umsetzt. Dieses Wachstumsszenario haben wir in unserem Bewertungsmodell abgebildet, wobei wir im Rahmen einer konservativen Vorgehensweise gegenüber den unternehmenseigenen Planzahlen teils deutliche Abschlüsse vorgenommen haben. Aus dem Geschäftsbericht für 2024 und den veröffentlichten KPIs für April und Mai haben sich Änderungen an einigen Positionen in unserem Modell ergeben, die wichtigsten Kennzahlen sind aber unverändert. Wir gehen demzufolge weiterhin davon aus, dass NAGA im laufenden Jahr den Umsatz auf 72,1 Mio. Euro (+14 Prozent) steigert und ein EBITDA von 10,6 Mio. Euro, gleichbedeutend mit einer operativen Marge von 14,7 Prozent, erwirtschaftet.

Beschleunigung ab 2026 wahrscheinlich

Im nächsten Jahr ist eine weitere Beschleunigung der Entwicklung wahrscheinlich, weil mit der dann geplanten Einführung der Super-App der Marktauftritt gestärkt und das Cross-Selling-Potenzial weiter erhöht werden. Wir gehen davon aus, dass NAGA damit weitere substanzielle Marktanteilsgewinne gelingen. Flankiert wird der Prozess durch eine weitere Internationalisierung, insbesondere im asiatischen Raum, die 2025 bereits vorbereitetet wird. Infolgedessen erwarten wir einen Anstieg der Erlöse um 28 Prozent auf 92,5 Mio. Euro und eine Verbesserung der EBITDA-Marge auf 23,3 Prozent. Wie ausgeführt, liegen wir damit unter dem Ausblick, den das Management im Februar kommuniziert hatte und der für 2026 einen Umsatz von 97,8 Mio. Euro und eine EBITDA-Marge von 28 Prozent vorsieht. In unserem Modell wird dieses Erlösniveau erst 2027 überschritten. Bis zum Ende des Detailprognosezeitraums rechnen wir mit einer durchschnittlichen Wachstumsrate von 18 Prozent (CAGR 26/32), woraus sich im Jahr 2032 ein Umsatz von 253 Mio. Euro ergibt. Die EBITDA-Marge taxieren wir dann auf 31,5 Prozent. Die Tabelle unten enthält die aus unseren Schätzungen abgeleiteten wichtigsten Cashflow-Kennzahlen bis 2032. Weitere Details bietet der Anhang.

Mio. Euro	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028	12 2029	12 2030	12 2031	12 2032
Umsatzerlöse	72,1	92,5	116,9	143,8	171,1	195,4	225,1	252,9
Umsatzwachstum		28,4%	26,4%	23,0%	19,0%	14,2%	15,2%	12,4%
EBITDA	10,6	21,6	30,4	41,0	51,2	58,6	67,4	79,8
EBIT	2,6	13,6	23,1	35,0	44,2	50,5	59,3	71,7
Steuersatz	5,0%	10,0%	20,0%	25,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,1	1,4	4,6	8,7	13,3	15,1	17,8	21,5
NOPAT	2,5	12,2	18,5	26,2	30,9	35,3	41,5	50,2
+ Abschreibungen & Amortisation	8,0	8,0	7,3	6,1	7,0	8,1	8,1	8,0
+ 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	10,5	20,2	25,8	32,3	38,0	43,4	49,6	58,3
- Zunahme Net Working Capital	-1,6	-2,9	-4,1	-2,4	-1,1	-1,2	-1,3	-1,5
- Investitionen AV	-4,8	-5,1	-5,5	-6,1	-6,8	-7,8	-9,0	-10,4
Free Cashflow	4,0	12,3	16,2	23,8	30,1	34,4	39,3	46,4

SMC-Schätzmodell

Rahmenparameter aktualisiert

Unverändert geblieben ist der Diskontierungszins, der weiterhin auf Eigenkapitalkosten nach CAPM in Höhe von 10,9 Prozent (mit: sicherer Zins 2,5 Prozent, Beta 1,5, Marktrisiko prämie 5,6 Prozent), einem FK-Zins von 6,5 Prozent, einer Zielkapitalstruktur mit 40 Prozent FK und einem Steuersatz für das Tax-Shield von 30 Prozent basiert. Daraus ergeben sich gewichtete durchschnittliche Kapitalkosten (WACC) in Höhe von 8,4 Prozent. Aktualisiert haben wir hingegen die Parameter zur Ermittlung des Terminal Value. Mit dem Roll-over unseres Modells auf das neue Basisjahr 2025, der Fortschreibung der von uns erwarteten positiven Trends und der Neukalkulation der Abschreibungen hat sich die EBIT-Zielmarge deutlich erhöht, von bisher 25,2 auf 28,4 Prozent. Im Rahmen einer vorsichtigen Vorgehensweise federn wir das im Rahmen der Ermittlung des Terminal Value mit einer Erhöhung des Sicherheitsabschlags von bislang 20 auf 30 Prozent (in Bezug auf die Zielrendite) ab, damit

bleibt die unterstellte Marge hier weitgehend unverändert. Die Rate für das ewige Wachstum setzen wir weiterhin mit 1 Prozent an.

Neues Kursziel: 1,70 Euro

Nach der Modellaktualisierung liegt der von uns ermittelte faire Wert nun bei 394,5 Mio. Euro bzw. 1,69 Euro je Aktie, woraus wir 1,70 Euro als neues Kursziel ableiten. Die leichte Erhöhung gegenüber unserer letzten Taxe (1,60 Euro) resultiert aus dem Roll-over des Modells auf das neue Basisjahr 2025 und hohen FCF-Überschüssen zum Ende des Detailprognosezeitraums, wobei der Effekt durch einen etwas höheren Sicherheitsabschlag im Rahmen der Terminal-Value-Ermittlung gedämpft wurde. Das Prognoserisiko unserer Schätzungen stufen wir auf einer Skala von 1 (niedrig) bis 6 (hoch) aufgrund des Einflusses der volatilen Kapitalmarktentwicklung auf die Geschäftszahlen weiterhin mit vier Punkten als leicht überdurchschnittlich ein.

Fazit

NAGA hat im letzten Jahr eine große Fusion vollzogen. Anschließend wurden die Strukturen optimiert und die Leistungspalette bereinigt, was sich bereits positiv in den Jahreszahlen für 2024 ausgewirkt hat. Obwohl die Erlöse durch die Aufgabe unrentabler Aktivitäten deutlich rückläufig waren, konnte die EBITDA-Marge von 11,5 Prozent (proforma in 2023) auf 14,3 Prozent verbessert werden. Darüber hinaus ist der Free-Cashflow ins Plus gedreht.

Im ersten Quartal dieses Jahres folgte auch umsatzseitig die Rückkehr auf den Wachstumspfad. Zudem signalisieren die ersten KPIs für Q2 eine anziehende Dynamik. Das untermauert die ehrgeizigen Ziele des Managements, das den Umsatz in diesem Jahr um 19 Prozent auf 74 Mio. Euro steigern und die EBITDA-Marge von 13 auf 17 Prozent verbessern will.

Weitere Innovationen – unter anderem die Zusammenführung der beiden wichtigsten Plattformen in einer Super-App sowie KI-gestützter Handel –, eine forcierte internationale Expansion und zusätzliche Optimierungsmaßnahmen sollen 2026 für einen weiteren Schub auf einen Umsatz von 97,8 Mio. Euro und eine EBITDA-Marge von 28 Prozent sorgen.

Wir sehen insgesamt gute Erfolgchancen für NAGA. Obwohl wir im Rahmen einer vorsichtigen Vorgehensweise noch mit zum Teil deutlichen Sicherheitsabschlägen gegenüber den Planzahlen des Managements arbeiten, signalisiert unser Bewertungsmodell einen fairen Wert von 1,70 Euro und damit ein großes Potenzial für die NAGA-Aktie. Auf dieser Grundlage bestätigen 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.
- Eine sehr hohe Eigenkapitalquote von 91 Prozent.
- Der CEO hat NAGA eine Kreditfazilität von 10 Mio. US-Dollar für Akquisitionen bereitgestellt und damit sein starkes Commitment 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 (78 Prozent zum 31.12.24).
- Komplexes Regulierungsumfeld.
- Die Zahlenhistorie der neu formierten Gruppe ist naturgemäß noch sehr begrenzt.
- Eine relativ hohe Churn-Rate im CFD-Geschäft erfordert laufend hohe Marketingausgaben.

Risiken

- Die Effektivität der Marketingmaßnahmen zur Erreichung der Wachstumsziele muss erst noch unter Beweis gestellt werden.
- Die Margenziele für 2025 und 2026 sind ehrgeizig 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-Abschreibungen führen.

Anhang II: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	2024 Ist	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e
AKTIVA									
I. AV Summe	75,9	72,6	69,7	67,9	67,9	67,7	67,5	68,4	70,7
1. Immat. VG	72,3	69,0	65,9	64,0	63,8	63,4	63,0	63,6	65,7
2. Sachanlagen	0,4	0,5	0,6	0,7	0,9	1,1	1,3	1,6	1,9
II. UV Summe	17,3	24,4	41,6	64,2	93,0	127,5	154,6	174,5	193,5
PASSIVA									
I. Eigenkapital	85,1	87,2	99,2	117,6	144,3	176,0	199,9	217,4	234,9
II. Rückstellungen	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
2. Kurzfristiges FK	7,1	8,9	11,2	13,5	15,7	18,3	21,2	24,6	28,4
BILANZSUMME	93,1	97,0	111,3	132,1	160,9	195,2	222,0	242,9	264,2

GUV-Prognose

Mio. Euro	2024 Ist	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e
Umsatzerlöse	63,2	72,1	92,5	116,9	143,8	171,1	195,4	225,1	252,9
Gesamtleistung	64,6	73,9	94,8	119,8	147,4	175,4	200,3	230,7	259,3
Rohertrag	55,1	65,9	84,6	107,0	131,6	156,6	178,8	206,0	231,4
EBITDA	9,0	10,6	21,6	30,4	41,0	51,2	58,6	67,4	79,8
EBIT	-3,7	2,6	13,6	23,1	35,0	44,2	50,5	59,3	71,7
EBT	-6,8	2,2	13,3	23,0	35,6	45,3	52,2	61,5	74,3
JÜ (vor Ant. Dritter)	-6,6	2,1	12,0	18,4	26,7	31,7	36,6	43,1	52,0
JÜ	-6,6	2,1	12,0	18,4	26,7	31,7	36,6	43,1	52,0
EPS	-0,03	0,01	0,05	0,08	0,11	0,14	0,16	0,19	0,22

Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	2024 Ist	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e
CF operativ	2,6	8,5	17,1	21,7	30,4	37,7	43,4	49,8	58,5
CF aus Investition	1,2	-4,8	-5,1	-5,5	-6,1	-6,8	-7,8	-9,0	-10,4
CF Finanzierung	-0,6	0,6	0,6	0,6	0,2	0,2	-12,5	-25,4	-34,2
Liquidität Jahresanfa.	5,9	9,2	13,5	26,1	42,8	67,3	98,4	121,5	137,0
Liquidität Jahresende	9,2	13,5	26,1	42,8	67,3	98,4	121,5	137,0	150,9

Kennzahlen

Prozent	2024 Ist	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e
Umsatzwachstum	59,0%	14,0%	28,4%	26,4%	23,0%	19,0%	14,2%	15,2%	12,4%
EBITDA-Marge	13,2%	14,7%	23,3%	26,0%	28,5%	29,9%	30,0%	30,0%	31,5%
EBIT-Marge	-5,9%	3,6%	14,7%	19,7%	24,3%	25,8%	25,8%	26,4%	28,4%
EBT-Marge	-10,8%	3,1%	14,4%	19,7%	24,7%	26,5%	26,7%	27,3%	29,4%
Netto-Marge	-10,5%	2,9%	12,9%	15,8%	18,6%	18,5%	18,7%	19,1%	20,6%

Anhang IV: Sensitivitätsanalyse

WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
7,4%	2,25	2,11	1,99	1,89	1,80
7,9%	2,04	1,93	1,83	1,75	1,67
8,4%	1,87	1,78	1,69	1,62	1,56
8,9%	1,72	1,64	1,57	1,51	1,46
9,4%	1,59	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), 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 01.07.2025 um 7:00 Uhr fertiggestellt und am 01.07.2025 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
27.05.2025	Buy	1,60 Euro	1), 3), 4)
17.02.2025	Buy	1,70 Euro	1), 3), 4)
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)

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.