



10. März 2025

# Aus zwei mach drei

NAGA avisiert nach transformativem Merger profitablen Wachstumskurs

## Kontaktdaten

**Christoph Hoffmann – Analyst**  
+49 40 41111 3785  
c.hoffmann@montega.de

**Kai Kindermann – Analyst**  
+49 40 41111 3781  
k.kindermann@montega.de

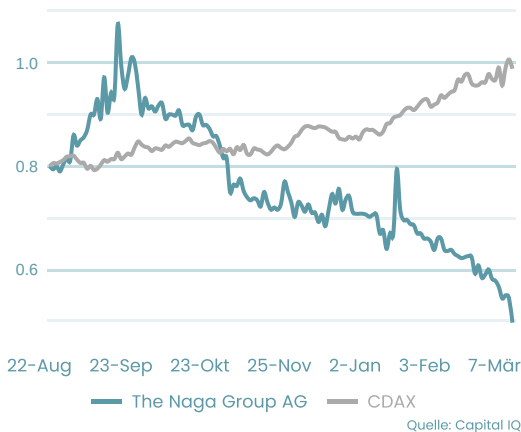
**Summary**

- Global tätiges Fintech mit Fokus auf CFD-Brokerage, inkl. Social-Trading, Kryptohandel und Paymentdienstleistungen
- Transformativer Merger mit Key Way Group soll Grundlage für starkes Wachstum und Margenexpansion schaffen
- CEO der Key Way Group ist CEO und größter Aktionär des fusionierten Unternehmens
- Strukturell wachsender globaler Markt eröffnet NAGA organische Wachstumschancen
- Hohe Wettbewerbsintensität bei Vielzahl von Anbietern. Public Peers bestehen seit Jahrzehnten und arbeiten hochprofitabel
- Hohe Kostensynergien sowie komplementäre geografische Aufstellung erwartet

**Aktiennotizen**

Kurs (Schlusskurs Vortag)	0,50
Aktienzahl (in Mio.)	232,8
Marketkap. (in Mio. EUR)	115,7
Handelsvolumen (Ø 3 Monate; in Tsd.)	68,1
Enterprise Value (in Mio. EUR)	109,5
Ticker	XTRA:N4G

**Aktienkurs (EUR)**



**Aktionärsstruktur**

Streubesitz	45,8%
NAGA Management	41,6%
Fosun Fintech Holdings	7,9%
Apeiron Investments	4,8%
-	

**Termine**

GB 2024	Juni 2025
HV	August 2025
HI Bericht	Oktober 2025

**Analyst**

Christoph Hoffmann	Kai Kindermann
+49 40 41111 3785	+49 40 41111 3781
c.hoffmann@montega.de	k.kindermann@montega.de

**Publikation**

Investment Note	10. März 2025
-----------------	---------------

**Investment Note: Aus zwei mach drei – NAGA avisiert nach transformativem Merger profitablen Wachstumskurs**

Die NAGA Group AG hat als international tätiges FinTech-Unternehmen mit Sitz in Hamburg im Bereich Online-Brokerage und Neo-Banking Kunden in über 180 Ländern. Einen zentralen Bestandteil des Geschäftsmodells stellt die proprietäre Social-Trading-Plattform für den CFD-Handel dar. Aktien- und ETF-Handel, Kryptowährungen und Bezahlungsfunktionen vervollständigen das Angebot. NAGA richtet sich insbesondere an Vieltrader, die mehrere hundert Transaktionen pro Jahr tätigen. Ziel des Unternehmens ist im laufenden Jahr die Weiterentwicklung von NAGA Pay zu einer "Super-App", die als ganzheitliches Finanz-Ökosystem die Bereiche Trading, Investieren, Kryptowährungen und Neo-Banking umfassen soll. Nach der transformativen Fusion mit dem CFD-Broker CAPEX.com (Key Way Group) besitzt die Gruppe neun Lizenzen auf vier Kontinenten und Niederlassungen in 12 Ländern.

**Umfangreiches Produktportfolio mit Fokus auf CFDs**

Die NAGA Group AG bietet eine vielseitige Plattform für Brokerage- und Banking-Services an, die sowohl per Webbrowser als auch über die beiden Apps NAGA Trader und NAGA Pay zugänglich ist. Darüber hinaus können Kunden über Drittanwendungen wie MetaTrader oder den Telegram-Messenger handeln.

Im Bereich Trading ermöglicht NAGA seinen Kunden den Handel mit über 4.000 Finanzinstrumenten wie CFDs auf Devisen, Kryptowährungen, Indizes, Aktien, Rohstoffe, Futures und ETFs sowie mit "echten" Aktien und Kryptowährungen an mehr als zehn Börsen. Bei den meisten CFDs fallen nur indirekte Gebühren durch Spreads an. Ausnahmen sind CFDs auf Aktien mit einer Gebühr von 2,50 EUR/Trade und CFDs auf ETFs mit einer Gebühr von 0,1% des Transaktionsvolumens. Für den Handel mit Aktien werden drei Einheiten der jeweiligen Landeswährung des Underlyings berechnet.

Produkt	Anzahl Instrumente	Gebühren
CFDs auf Devisen	49	Nur indirekt (Spread)
CFDs auf Krypto	75	Nur indirekt (Spread)
CFDs auf Indizes	14	Nur indirekt (Spread)
CFDs auf Aktien	2.179	2,50 EUR
CFDs auf Rohstoffe	7	Nur indirekt (Spread)
CFDs auf Futures	32	Nur indirekt (Spread)
CFDs auf ETFs	72	0,1% des Transaktionsvolumens
Aktien	2.588	3 Einheiten der Landeswährung
Kryptowährungen	47	Abhängig von Währung und Zahlungsmethode

Quelle: Unternehmen, Montega

Die klassischen Handelsfunktionen werden durch Social-Trading-Aspekte wie das automatische Kopieren anderer Trader (Copy-Trading) und den Austausch mit anderen Nutzern durch das integrierte soziale Netzwerk mit News-Feed ergänzt. Um die erfolgreichsten Trader zu finden, gibt es eine Vielzahl von Ranglisten, mit denen profitable Nutzer identifiziert werden können, die in einem bestimmten Zeitraum oder einem bestimmten Asset die höchsten Gewinne erzielt haben. Zusätzlich bestehen Bestenlisten für Trader, die ihren Kopierern den höchsten Gewinn verschafft oder die meisten "Follower" haben. Zu jedem Trader wird zusätzlich eine "Erfolgsrate", also der Anteil der Trades, die mit Gewinn geschlossen wurden, angezeigt. Auch eine aktuelle Übersicht der offenen Trades, die nicht in die Trefferquote einfließen, ist einsehbar. Weiterhin können Kopierer eigene Stop-Loss- oder Take-Profit-Orders hinzufügen und die Strategie des Kopierten modifizieren. Die Gebühr für kopierte Trades, die teilweise der kopierte Trader erhält, setzt sich aus einem Festbetrag von 0,99 EUR sowie einem variablen Anteil von 0-15% des Gewinns zusammen.

Mit NAGA Pay werden traditionelle Bankdienstleistungen mit Kryptowährungen und Trading verbunden. Kunden können zwischen drei Abonnement-Stufen wählen, die u.a. die Höhe des Cashbacks und die Gebühren für den Krypto-Handel bestimmen. Davon unabhängig beinhaltet das Angebot neben einem kostenlosen IBAN-Konto und physischer/virtueller Visa-Debitkarte auch ein Krypto-Wallet und ermöglicht Zahlungen per Fiat- und Kryptowährungen. Zusätzlich können Nutzer auf ein Aktiendepot mit Copy-Trading-Funktionalität zugreifen.

Im Folgenden sind die drei verfügbaren Abonnement-Stufen inklusive ihrer Benefits dargestellt.

NAGA Pay Abonnements	Basic	Premium	Elite
Kosten pro Monat (monatliche Zahlung)	kostenlos	5,99 EUR	14,99 EUR
Kosten pro Monat (jährliche Zahlung)	kostenlos	5,00 EUR	12,50 EUR
Bitcoin-Cashback	0,5% (für Ausgaben bis zu 200 EUR/Monat)	1,5% (für Ausgaben bis zu 1.000 EUR/Monat)	3,0% (für Ausgaben bis zu 2.000 EUR/Monat)
Kostenlose Abhebungen pro Monat	1	3	5
Krypto-Trading-Gebühr	3,49% (min. 0,99 EUR)	2,99% (min. 0,49 EUR)	2,49% (ohne Mindestgebühr)
Kosten für die Kartenlieferung	9,99 EUR	kostenlos	kostenlos

Quelle: Unternehmen, Montega

2017 erfolgte zwei Jahre nach der Gründung sowohl der Börsengang als auch die Emission des NAGA Coin (NGC), der als Zahlungsmittel im NAGA-Ökosystem dienen sollte. Das Unternehmen bestand ursprünglich aus den drei folgenden Bereichen:

- **Handelsplattform für CFDs, Forex, ETFs und Aktienindizes:** Hanseatic Brokerhouse Global Markets Ltd. (später: Naga Markets)
- **Soziales Netzwerk mit integrierter Handelsplattform:** SwipeStox GmbH (später: NAGA TRADER); Swipy Technology GmbH
- **Marktplatz für In-Game-Items:** Switex GmbH (später: NAGA VIRTUAL)

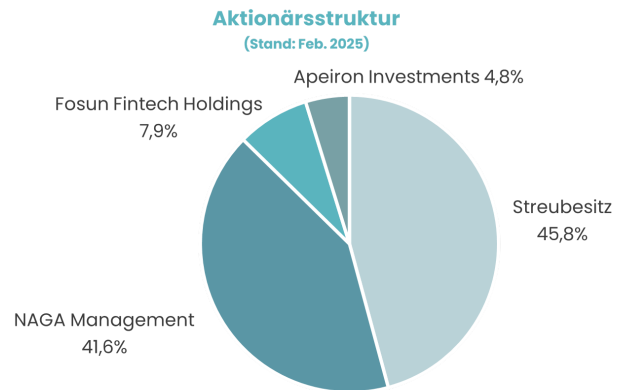
Um die Profitabilität der Gruppe zu erhöhen, wurde 2019 ein Restrukturierungsprogramm aufgelegt und die Einstellung des In-Game-Marktplatzes NAGA VIRTUAL beschlossen, um sich stärker auf das Kerngeschäft zu fokussieren. Gleichzeitig wurde die Bündelung aller Funktionen und Plattformen initiiert, die zum Launch von NAGA.com führten.

Nach dem Restrukturierungsjahr 2019 lag der Fokus in den Folgejahren wieder auf Wachstum. Dementsprechend stiegen die Marketing- und Werbeausgaben ausgehend von 2,5 Mio. EUR in 2019 auf über 8,7 Mio. EUR in 2020 und anschließend auf 31,0 Mio. EUR in 2021 bzw. 28,3 Mio. EUR in 2022. Zwar konnte die Anzahl der aktiven Nutzer deutlich gesteigert werden (Ende 2022 18,7 Tsd. ggü. 5,1 Tsd. in 2019), der Neukundengewinn erfolgte jedoch zu immer höheren Akquisitionskosten pro Nutzer, die in der Spitze bei 1.678 EUR pro Kunde lagen (Ø 2022: 1.510 EUR). Zusätzlich stellte NAGA aufgrund des Einbruchs am Krypto-Markt und dem Russland-Ukraine-Krieg ein gesunkenes Kundeninteresse fest, das sich unter anderem in einem deutlich niedrigeren Handelsvolumen widerspiegelte, was den wichtigsten Faktor für die Top Line darstellt (-45,2% von 250 Mrd. EUR in 2021 auf 137 Mrd. EUR in 2022). NAGA reagierte darauf in 2023 mit einem Kostensenkungsprogramm sowie der über 80%-igen Reduktion des Marketingbudgets. In der Folge wurde die Mitarbeiterzahl von 173 auf 100 gesenkt. Gleichzeitig stieg die Anzahl der aktiven Nutzer in 2023 von 18,7 auf über 21,0 Tsd. an, während die Akquisitionskosten bei deutlich geringeren 380 EUR pro Kunde lagen.

Parallel wurde die Funktionalität der Plattform stetig ausgebaut. So wurde 2020 erstmals die NAGA Pay-App gelauncht, bevor sie ein Jahr später mit einer VISA-Debitkarte und erweiterter Funktionalität durch die Partnerschaft mit Contis neu veröffentlicht wurde. Mit dem Relaunch wurde zudem die Grundlage für das später eingeführte "Bezahlen mit Krypto"-Feature geschaffen. Die damit zusammenhängenden Transaktionen werden von NAGAX durchgeführt, einer 2022 gestarteten Plattform für Kryptowährungen und NFTs inklusive Börse und Wallet.

## Transformativer Merger von NAGA und Key Way Group abgeschlossen

In 2024 fusionierte NAGA mit der deutlich höher bewerteten Key Way Group, die unter dem Namen CAPEX.com ebenfalls als CFD-Broker tätig ist. Die neue Gruppe firmiert weiterhin unter der NAGA-Marke und wird seitdem von Key Way-Gründer und CEO Constantin-Octavian Patrascu geleitet, der zuvor bereits maßgeblich am Aufbau zweier CFD-Broker beteiligt war. Dabei war er zunächst bei markets.com als Head of Business Development tätig, das vier Jahre nach seinem Einstieg für über 500 Millionen USD verkauft wurde. Anschließend wechselte er als Managing Director in leitender Funktion zu TRADE.com, das er nach drei Jahren verließ, um mit der Key Way Group sein eigenes Unternehmen zu gründen. Seit dem Merger ist Patrascu größter Aktionär der NAGA Group und hat Anfang 2024 zusätzliche 8,1 Mio. EUR durch die Zeichnung einer Wandelanleihe in das Unternehmen investiert. Diese wurde bereits vollständig zu einem Preis von 1,00 EUR je Aktie gewandelt.



Quelle: Unternehmen

**Durch die Fusion entsteht ein weltweit tätiger Broker mit höherer geografischer Diversifikation, effektiverem Marketing, breiterem Produktportfolio und notwendiger kritischer Größe.** Anfänglich avisierte das Management **erhebliche Kostensynergien** i.H.v. 9,0 Mio. EUR pro Jahr, was knapp 20% der operativen Aufwendungen entspricht. Zuletzt wurde die Erwartung an die realisierbaren Kostensynergien sogar auf 11 Mio. EUR pro Jahr erhöht. Dabei liegt das Unternehmen mit erzielten Kosteneinsparungen von 5 Mio. EUR in 2024 auf Höhe der initialen Planung. Neben der Realisierung von Kostensynergien waren ebenso Umsatzynergien durch den Roll-out der jeweils nicht verfügbaren Funktionen und Produkte auf die jeweils andere Kundenbasis ausschlaggebend für den Merger. So haben beispielsweise die Kunden der Key Way Group nun ebenfalls Zugang zur Social-Trading-Funktion, was die Handelsaktivität und damit den Umsatz der Gruppe erhöhen sollte. Darüber hinaus verfolgt das neue Management weiterhin das Ziel, die gesamten Funktionalitäten des NAGA-Ökosystems in einer Super-App "NAGA One" zu vereinen. Dazu will das Management die IT-Ressourcen der beiden Unternehmen bündeln und durch die Abschaltung der Key-Way-Group-Plattform auf die Entwicklung bzw. Fertigstellung der Super-App NAGA One fokussieren.

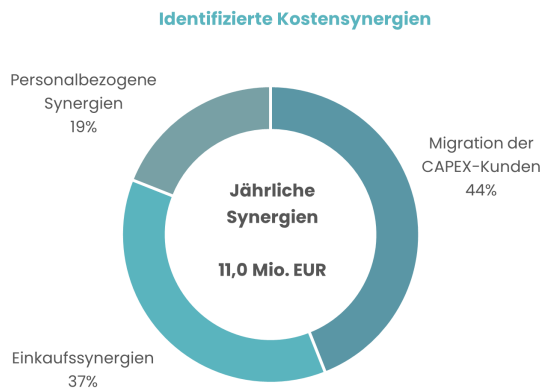
### Hebung von signifikanten Kostensynergien schreitet voran

Beim Online-Brokerage handelt es sich um ein hochskalierbares Geschäftsmodell mit Rohmargen von über 80% sowie einem signifikanten Anteil von Fixkosten. Im Zuge der Fusion können zahlreiche Doppelfunktionen abgebaut werden und Verträge mit Partnern aufgrund der verdoppelten Unternehmensgröße neu verhandelt werden.

Das Management hat die identifizierten Synergiepotenziale insgesamt in drei Teile zerlegt. Dabei sollen über 40% der Einsparungen bzw. rd. 4 Mio. EUR p.a. durch die Migration aller CAPEX-Kunden auf die NAGA-Technologie und die anschließende Abschaltung der CAPEX-Plattform erzielt werden.

Durch die Fusion der beiden CFD-Broker können auf Personalebene ebenfalls Doppelfunktionen (darunter u.E. in den Bereichen HR, Compliance, sonstige Verwaltungsfunktionen, Marketing etc.) abgebaut werden, was knapp 20% des Synergiepotenzials darstellt und zu jährlichen Einsparungen von über 2 Mio. EUR führen sollte. Im Rahmen der Veröffentlichung der vorläufigen Zahlen 2024 gab das Management bekannt, die Mitarbeiterzahl bereits um 24% gesenkt zu haben, wodurch sich zukünftig annualisierte Einsparungen i.H.v. 3,2 Mio. EUR ergeben.

Die verbleibenden knapp 40% der Kostensynergien sollen angesichts der verdoppelten Unternehmensgröße durch Optimierung bzw. Vereinheitlichung im Einkauf gehoben werden. Hier wurden bereits erfolgreich Neuverhandlungen mit Cloud-, IT- und Liquiditätsanbietern vorgenommen, die laut NAGA zu Einsparungen von 5,2 Mio. EUR pro Jahr führen.

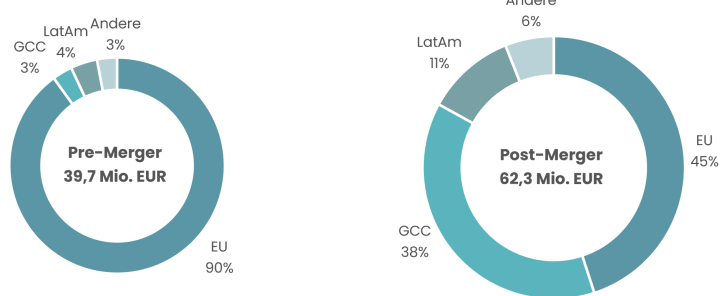


Quelle: Unternehmen, Montega

**Komplementäre Geschäftsregionen schaffen globale Präsenz**

Ein weiterer Vorteil der Fusion besteht in der komplementären regionalen Aufstellung der beiden CFD-Broker. Während die "alte" NAGA überwiegend in der Europäischen Union aktiv ist (Umsatzanteil 90%), verfügt die Key Way Group ebenso über eine starke Präsenz im Nahen Osten und Nordafrika (50% der Umsätze) sowie in Lateinamerika und der EU (jeweils 18% der Umsätze). Dabei profitiert NAGA sowohl von den **ergänzenden Lizenzen** (u.a. Abu Dhabi, Mauritius, Südafrika) und der **bestehenden Infrastruktur** als auch vom gesammelten **lokalen Know-how**. Zu letzterem zählen wir u.a. Daten und Erfahrungen zum Erfolg einzelner Produkte, dem Verhalten von Kunden oder dem Erfolg von lokal zugeschnittenen Werbemaßnahmen. Da sich die bedienten Märkte in allen oben genannten Punkten sowie den regulatorischen Rahmenbedingungen teils stark unterscheiden, werten wir die komplementäre Expertise der Teams als weiteren zentralen Vorteil der Fusion.

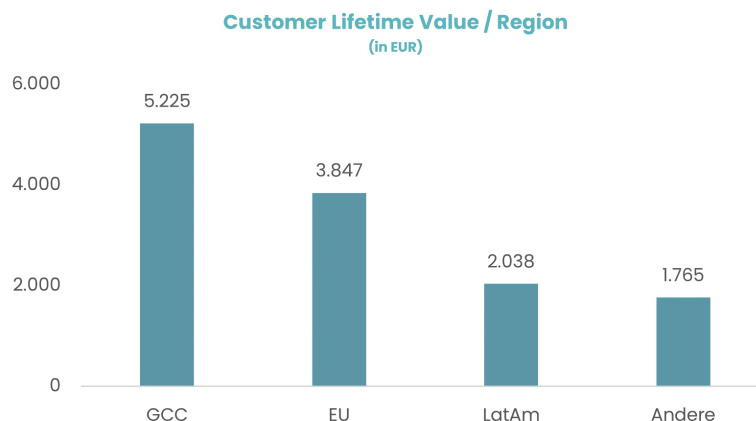
**Regionale Umsatzverteilung Pre-/Post-Merger**  
(2023/2024)



Quelle: Unternehmen

Die neu entstandene Gruppe ist dadurch bereits deutlich diversifizierter und zeichnet sich durch die zwei Kern-Regionen EU und GCC (Golf-Kooperationsstaaten bzw. Middle East) aus. Zukünftig soll das Geschäft vor allem in Lateinamerika auf einen Umsatzanteil von ca. 20% ausgebaut werden, um das Unternehmen noch resilienter aufzustellen.

Die EU ist aufgrund des vorhandenen Wohlstands der Bevölkerung ein grundsätzlich attraktiver Markt. Die Handelsaktivität wird jedoch durch vorhandene Regulatorik und eine relativ geringe gesellschaftliche Risikobereitschaft gehemmt, sodass NAGA bei nicht-EU-Kunden ein dreimal so hohes Handelsvolumen beobachten konnte. Bei den Golf-Kooperationsstaaten trifft die höhere Handelsaktivität auf ein hohes pro-Kopf-BIP, wodurch sich hier der höchste Kundenwert (Umsatz pro Neukunde im ersten Jahr) ergibt. Die Unterschiede der Regionen, gemessen am Customer Lifetime Value, haben wir nachstehend dargestellt



Quelle: Unternehmen

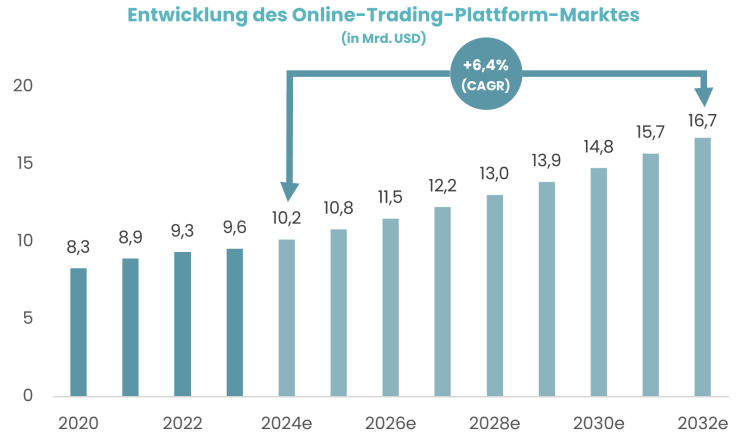
Historisch hat sich die Key Way Group auf die profitabelsten Nutzer fokussiert und war dafür auch bereit, höhere Akquisitionskosten zu bezahlen, während NAGA auf eine breitere Nutzerbasis zu niedrigeren Kosten abgezielt hat. In 2024 wurde das CAPEX-Marketing aufgrund der Einstellung der Marke zurückgefahren und dafür das in 2023 stark reduzierte Marketing von NAGA neu aufgenommen, wozu insbesondere die Einführung der Marke in Regionen mit hohem CLV wie bspw. den Golfstaaten zählte.

#### Zusammenführung der Funktionen und Plattformen avisiert

Im Rahmen des Mergers entschied das Management, die NAGA-Marke und die Technologieplattform von NAGA weiterzuverwenden und die CAPEX-Kunden auf diese zu migrieren. Durch die Migration der CAPEX.com-Kunden können diese erstmals auf NAGAs umfassenderen Funktionsumfang im Bereich Online-Brokerage, Neo-Banking und Kryptowährungen zugreifen. Dabei dürfte insbesondere der Roll-out der Social-Trading-Funktion auf die CAPEX-Kunden zu Umsatzsynergien führen. So konnte bei der Pre-merger NAGA beobachtet werden, dass Social-Trading-Nutzer (58% der Kunden) ein 24% höheres Handelsvolumen aufweisen. Gleichzeitig brachte die Key Way Group neben Kunden, Lizenzen und lokalem Know-how weitere Elemente wie u.a. ein besseres Onboarding- sowie Monitoring-Tool für die effizientere Steuerung des Marketings ein.

Fortsetzung des strukturellen Wachstums im Online Brokerage erwartet

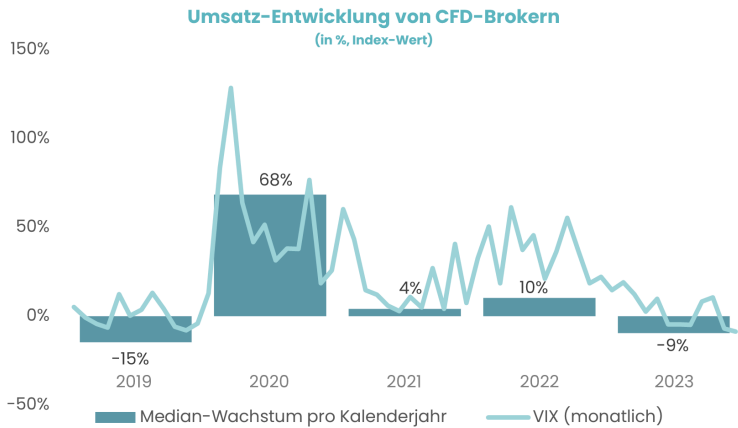
Die NAGA Group AG ist als Anbieter von Trading-Services per Web und App auf dem globalen Markt für Online-Trading-Plattformen aktiv.



Quelle: Fortune Business Insights, Allied Market Research, Montega

Für die Branche konnte ein stetiges Wachstum beobachtet werden. Erhöhte Handelsvolumen während der Corona-Pandemie sorgten für stärkere Zuwächse, wobei die Wachstumsraten anschließend auf 4,7% in 2022 und 2,5% in 2023 abflachten. Laut dem Marktforschungsinstitut Fortune Business Insights sollte 2024 eine erneute Beschleunigung des Wachstums mit einer Steigerung von 6,3% yoy vorliegen. Das Marktforschungsinstitut prognostiziert ein mittelfristiges Wachstum von durchschnittlich 6,4% pro Jahr bis in das Jahr 2032.

Für NAGA stellt das CFD-Brokerage für Retailkunden das Kerngeschäft dar. Dieser Teilmarkt unterliegt höheren Schwankungen als die gesamte Branche, da einerseits die Handelsaktivität institutioneller Investoren konstanter sein dürfte und andererseits das Interesse von Privatanlegern an Derivaten weniger stabil sein sollte als der klassische und vergleichsweise langfristig orientierte Aktien- oder Anleihenhandel. In der nachfolgenden Abbildung haben wir die Entwicklung des Volatilitätsindex VIX sowie die Wachstumsdynamik der fünf börsennotierten Brokerage-Unternehmen IG Group, CMC Markets, Plus500, XTB und Swissquote dargestellt.



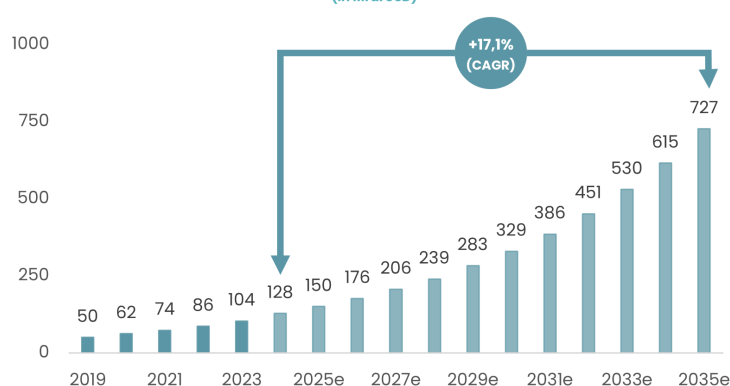
Quelle: Unternehmen, Capital IQ, Montega

So sind bei den CFD-Brokern auch branchenweite Umsatzrückgänge beobachtbar. Dabei ist ein Zusammenhang zwischen der operativen Entwicklung und der Volatilität an den Finanzmärkten erkennbar. Grundsätzlich steigt die Handelsaktivität bei steigender Volatilität.

Aus der Volatilität der Finanzmärkte ergeben sich Marktphasen mit unterschiedlicher Nachfrage. In volatilere Zeiten mit stärkerer Nachfrage zeigen sich eine größere Anzahl potentieller Neukunden, steigende Transaktionen pro Kunde sowie höhere Handelsvolumina. In diesen Phasen dürften CFD-Broker durch Performance-Marketing auch im großen Stil Neukunden zu attraktiven Konditionen gewinnen. Die Unternehmen selbst haben dabei nur geringen Einfluss auf die übergeordnete Marktentwicklung und müssen auf die Zyklen mit einer Anpassung der Marketingstrategie bzw. der Marketingbudgets sowie u.U. auch der gesamten Kostenstruktur reagieren. Wie wir im Wettbewerbsteil noch genauer ausführen werden, ist grundsätzlich anzumerken, dass es sich beim globalen Online-Trading-Plattform-Markt um einen polypolistischen Markt handelt, der u.E. keine "the-winner-takes-it-all"-Charakteristik aufweist. Vielmehr demonstrieren die Zahlen großer Konkurrenten, dass der Markt trotz hoher Wettbewerbsintensität auch langfristig hohe Gewinnmargen und Kapitalrenditen zulässt.

Mit dem Neobanking-Angebot über NAGA Pay adressiert das Unternehmen zusätzlich den deutlich größeren Digital-Payment-Markt. Dieser zeichnet sich sowohl durch ein hohes historisches Wachstum aus (CAGR 2019-2023: 20,0%), das sich gemäß Marktanalysen auch mittel- und langfristig mit zweistelligen Zuwächsen pro Jahr fortsetzen soll.

**Entwicklung des Digital-Payment-Marktes**  
(in Mrd. USD)



Quelle: Roots Analysis, Montega

Auch wenn der hohe Bedarf an Zahlungsdienstleistungen vermutlich bereits durch zahlreiche große Player und reine Zahlungsanbieter gedeckt ist, dürften die Bezahlfunktionen relevant für den Großteil der potentiellen Brokerage-Kunden sein und könnten NAGA dadurch Vorteile bei der Kundenakquise und -bindung verschaffen.

Für die zukünftige Entwicklung der für NAGA relevanten Märkte sehen wir insbesondere folgende Wachstumsfaktoren als entscheidend an:

- **Steigender Wohlstand (v.a. in Schwellenländern)** führt sowohl zu einem höheren Trading-Budget pro Kunde als auch zu neuen potentiellen Kunden, die erstmals über notwendiges, überschüssiges Kapital verfügen.
- **Entwicklung von Neobrokern und -banken** schafft Zugang zu Finanzmärkten, senkt Kosten und vereinfacht Depot-Eröffnung und -Führung per Smartphone.
- **Vermögenstransfer zu jüngeren Generationen** führt zu deutlichem Vermögenswachstum innerhalb NAGAs Zielgruppe. Selbstentscheidende Privatanleger sind tendenziell jüngeren Alters - der Großteil dürfte unter 45 Jahren sein. Diese Gruppe profitiert besonders von dem anstehenden Vermögenstransfer, bei dem global bis 2030 voraussichtlich 18 Bio. USD vererbt werden sollen.
- **Bessere Verfügbarkeit von Daten und Analysen** hat sich als wesentlicher Wachstumstreiber des Retail-Handels erwiesen.
- **Wachsende Akzeptanz und Beliebtheit von Kryptowährungen** steigert Anwendungen als handelbares Finanzinstrument und als Zahlungsmittel.

Durch die Entwicklung einer All-in-One Super-App verknüpft NAGA die Bereiche Brokerage und Payment und kann entsprechend vom Wachstum beider Märkte profitieren. Diese Verbindung vereinfacht Kunden u.E. das Management ihrer Finanzen und ermöglicht es bspw. Finanzinstrumente aus Depots oder Krypto-Wallets direkt zum Bezahlen zu nutzen. Der Kern des Produktangebots dürfte u.E. allerdings weiterhin das CFD-Brokerage bleiben. Vom strukturellen Trend zum passiven Investieren, der sich bei klassischen Aktien-Brokern bemerkbar macht, ist NAGA u.E. nicht signifikant negativ betroffen. Vielmehr bedient NAGA Anleger, die eine deutlich höhere Renditeanforderung besitzen und daher nicht oder nur ergänzend auf passive Produkte wie ETFs setzen.



## Hohe globale Wettbewerbsintensität unter etablierten und aufstrebenden Brokern

NAGA konkurriert als global tätiger Online Broker mit einer Vielzahl von lokalen und internationalen Anbietern, die ein ähnliches Produktspektrum sowie eine vergleichbare Preisgestaltung aufweisen. Dabei lässt sich das Wettbewerbsumfeld insgesamt in zwei Gruppen gliedern:

1. **Trading-orientierte** Online Broker mit Fokus auf CFDs und andere Derivate
2. **Investitions-orientierte** Online Broker mit Fokus auf klassischen Aktien-, ETF- und Anleihehandel

NAGA ist u.E. klar der ersten Gruppe zuzuordnen, wenngleich das Unternehmen auch für langfristig orientierte Buy-and-Hold-Kunden oder ETF-Sparer die passenden Produkte bereithält. Dieser hybride Ansatz, als CFD-Broker ebenso in den verwandten Investing-Bereich vorzustoßen, lässt sich ebenfalls bei vielen anderen Wettbewerbern (z.B. eToro) beobachten. Insgesamt dominiert sowohl bei NAGA als auch bei den von uns analysierten Wettbewerbern auch nach mehreren Jahren das CFD-Brokerage.

In der folgenden Abbildung haben wir die von uns ermittelten unterschiedlichen Charakteristika der beiden Wettbewerbsgruppen gegenübergestellt.

KPI	Investing-orientiert	Trading-orientiert
<b>Trades pro Kunde und Jahr</b>	<50 Transaktionen	>100 Transaktionen
<b>Umsatz pro Kunde und Jahr</b>	<300 EUR p.a.	>300 EUR p.a.
<b>Kundengewinnungskosten pro Kunde</b>	<150 EUR	>150 EUR
<b>Churn-Rate</b>	<3% p.a.	>50% p.a.
<b>Durchschnittliche Depotgröße</b>	>10 TEUR	<10 TEUR

Quelle: Montega

Dabei sind die Kunden der trading-orientierten Broker deutlich aktiver und generieren i.d.R. einen jährlichen Umsatz im mittleren dreistelligen Eurobereich. Dadurch ist die Payback-Period der Kundengewinnungskosten insgesamt erheblich kürzer, was jedoch gleichzeitig essentiell ist, da die Churn-Rates um ein Vielfaches höher liegen als bei "klassischen" Online Brokern. Die erzielbaren Margen und die Kostenstruktur der beiden Gruppen ist jedoch u.E. insgesamt vergleichbar. Die sehr hohen Rohertragsmargen von >80% verleihen dem Geschäftsmodell eine hohe Skalierbarkeit. Auch die Personalkosten weisen eine Skalierung auf, da der Großteil der Belegschaft in der Regel SG&A-Aufgaben wie Controlling, Regulatorik & Compliance oder Marketing bzw. IT-Entwicklungstätigkeiten übernimmt, die nicht proportional mit dem Umsatz wachsen. Dementsprechend weisen viele Unternehmen der Branche bereits seit Jahren hervorragende Margen auf und arbeiten hochprofitabel.

In der nachfolgenden Tabelle haben wir die wichtigsten börsennotierten Wettbewerber von NAGA dargestellt und ebenfalls in die oben genannten Gruppen unterteilt. Zu den engsten trading-orientierten Wettbewerbern zählt die in UK ansässige und global etablierte IG Group, die bezogen auf die Marktkapitalisierung der größte Wettbewerber ist. Darüber hinaus sind auch die Broker XTB, Plus500 sowie die CMC Markets börsennotiert. Der israelische Broker eToro, der sich in den letzten Jahren zu einem der Platzhirsche entwickelt hat, strebt nach mehreren Finanzierungsrunden ein IPO in 2025 an, wobei die Bewertung bei etwa 5 Mrd. USD liegen soll.

KPI	Fokus	Unternehmenssitz	Anzahl Kunden	Fokusregionen	Market Cap (Mio. EUR)	Umsatz letztes FY (Mio. EUR)	EBITDA-Marge FY 2023
<b>CMC Markets</b>	Trading	UK	210k	Global	875	345	28%
<b>IG Group</b>	Trading	UK	180k	Global	4.400	1165	47%
<b>Plus500</b>	Trading	Israel	210k	Global	2.500	665	47%
<b>XTB</b>	Trading	Polen	475k	Global	2.000	350	57%
<b>eToro</b>	Trading	Israel	3.2m	Global	-	ca. 600	>16%
<b>Robinhood</b>	Trading	USA	24.8m	USA	40.000	1724	-23%
<b>flatexDegiro</b>	Investing	Deutschland	3.1m	Western EU	1.750	380	36%
<b>Interactive Brokers</b>	Investing	USA	3.1m	Global	20.000	3070	71% EBT
<b>Directa.SIM</b>	Investing	Italien	105k	Italien	75	34	40% EBT
<b>Smartbroker</b>	Investing	Deutschland	180k	Deutschland	160	49	3%
<b>Bourse Direct</b>	Investing	Frankreich	330k	Frankreich	250	66	37% EBT
<b>Swissquote</b>	Trading/Investing	Schweiz	610k	Schweiz, Western EU	5.800	568	48% EBT

Quelle: Montega, CIQ

Nachfolgend haben wir eine kurze Übersicht inklusive einiger zentraler Charakteristika zu den vier wichtigsten Peers verfasst.

**XTB** ist einer der größten CFD- und Forex-Broker Europas und in über einem Dutzend Ländern mit eigenen Niederlassungen vertreten. Das Unternehmen mit Hauptsitz in Warschau wurde bereits 2002 gegründet und erzielte zuletzt knapp zwei Drittel seiner Umsätze in Zentral- bzw. Osteuropa. Den zweitwichtigsten Absatzmarkt stellt Westeuropa dar. Die Regionen Lateinamerika sowie Middle East bedient XTB zwar auch, wobei diese mit 7% bzw. 9% vom Umsatz eine untergeordnete Rolle einnehmen. Neben CFD- und Forex-Brokerage bietet das Unternehmen auch Services für institutionelle Kunden (~5% vom Umsatz) an. In den letzten Jahren wurde das Produktspektrum stark ausgebaut und umfasst Neuerungen wie den kostenlosen Handel mit klassischen Aktien und ETP (<1% vom Umsatz) oder den Handel von Fractional Shares. Darüber hinaus wurde eine Social Trading-Funktion sowie die Implementierung von digitalen Wallets inklusive Karten angekündigt.

**Plus500** wurde 2008 in Israel gegründet und zählt zu den international führenden Online CFD-Brokern. Dabei verfügt das Unternehmen über 13 verschiedene Lizenzen (u.a. UK, Zypern, Australien, USA, UAE, Japan) und ist in über 60 Ländern aktiv. Regional stellen die EU-Nationen mit 43% des Umsatzes den wichtigsten Markt dar. In UK bzw. Australien werden 9% bzw. 6% der Erlöse erzielt, während auf die restlichen Märkte 42% entfallen, sodass sich insgesamt eine starke geographische Diversifikation ergibt. Profitabilitätsseitig ist Plus500 gemessen an der EBITDA-Marge der profitabelste der vier engeren Peers und hat in den letzten sechs Jahren bei insgesamt konstanten Umsätzen eine durchschnittliche EBITDA-Marge von 56% erzielt. Hierbei dürfte Plus500 auch von der u.E. überdurchschnittlich treuen Kundenbasis profitieren (dementsprechend weniger Marketing für gleichen Umsatz nötig), da das Unternehmen in 2022, 2023 sowie in H1/24 je 87% bzw. 88% der Umsätze mit Kunden erzielt, die bereits über ein Jahr aktiv sind. Über eine mit NAGA vergleichbare Social Trading-Funktion bzw. Payment-Lösung verfügt Plus500 derzeit nicht.

**IG Group** ist nach eigenen Angaben der umsatzseitig größte CFD Broker der Welt und wurde bereits 1974 gegründet. Der Fokus der Gruppe liegt auf dem Handel von OTC-Derivaten wie CFDs, der zuletzt ca. 80% der Umsätze ausmachte. Etwa 15-17% der Erlöse entfallen auf den Handel von börsennotierten Derivaten, während das Geschäft mit dem Handel von Aktien und sonstigen "klassischen" Finanzinstrumenten weniger als 5% beisteuert. Der geographische Fokus des Unternehmens liegt auf dem Heimatmarkt UK und Irland (~30% der Umsätze) sowie dem Nahen Osten/APAC, die ebenfalls knapp 30% des Konzernumsatzes beisteuern.

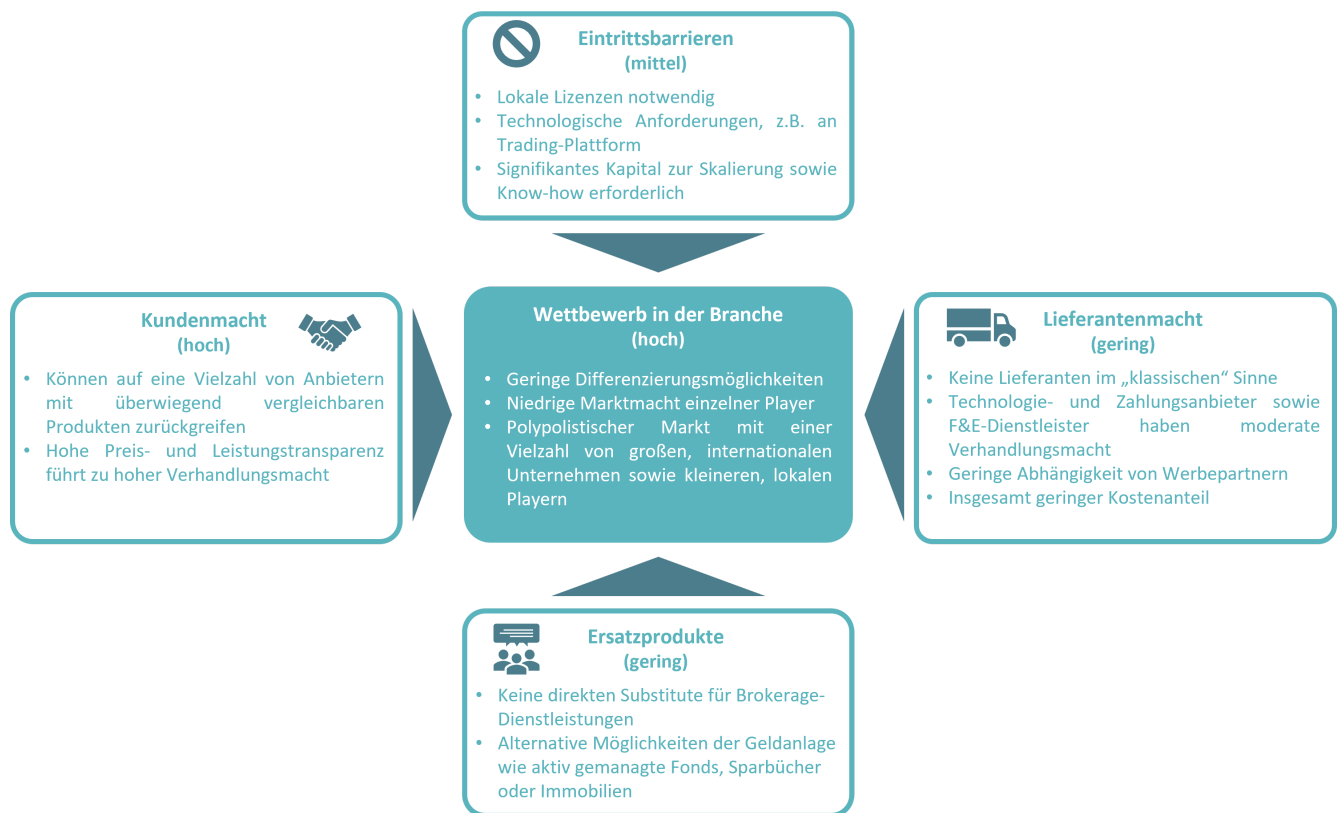
**CMC Markets** ist ein in UK ansässiger und weltweit tätiger CFD-Broker mit über 200.000 Kunden. Das Unternehmen ist bereits seit über 35 Jahren am Markt. Analog zum Wettbewerb erzielt auch CMC den Großteil seiner Umsätze im Trading-Bereich (FY2024: 88%), während der traditionelle Handel mit Aktien und Anleihen zuletzt für nur 12% der Erlöse stand. Obwohl das Unternehmen die Produktpalette in den letzten Jahren deutlich ausbaute und beispielsweise um Kryptowährungen erweiterte, verfügt CMC derzeit nicht über eine Social-Trading-Funktion. Auf Margenebene bewegte sich das Unternehmen unterhalb der Niveaus der drei oben genannten Wettbewerber und erzielte in 2023 eine EBITDA-Marge von 28%.

In der Systematik der Porters-5-Forces-Analyse stufen wir die Wettbewerbsposition der NAGA Group insgesamt als solide ein. Gegenüber Lieferanten wie Liquiditätsanbietern konnte das Unternehmen nach dem Merger aufgrund der doppelten Größe bereits Konditionen erfolgreich neu verhandeln.

Innerhalb der Branche konkurriert NAGA mit mehreren großen Anbietern, die ebenfalls über moderne Handelsplattformen und ein breites Angebot handelbarer Instrumente verfügen. Dabei wird die Branche jedoch nicht von einem großen Player dominiert, stattdessen handelt es sich um einen polypolistischen Markt, auf dem eine Vielzahl von Unternehmen hohe Gewinnmargen erzielen.

Auch wenn Produktinnovationen aufgrund der jeweils vorhandenen Entwicklungskapazitäten relativ zeitnah nachgeahmt werden können, kann sich NAGA durch die Social-Trading-Funktionalität und die bereits weit fortgeschrittene Entwicklung der Super-App (NAGA Pay beinhaltet bereits ein Aktiendepot) ein Stück weit abheben. Im Bereich Social Trading könnten sich auch Netzwerkeffekte bilden. Mit dem Fokus auf die Nutzung per App positioniert sich das Unternehmen bei jungen und zukünftigen Generationen, für die "Mobile First" selbstverständlich geworden ist.

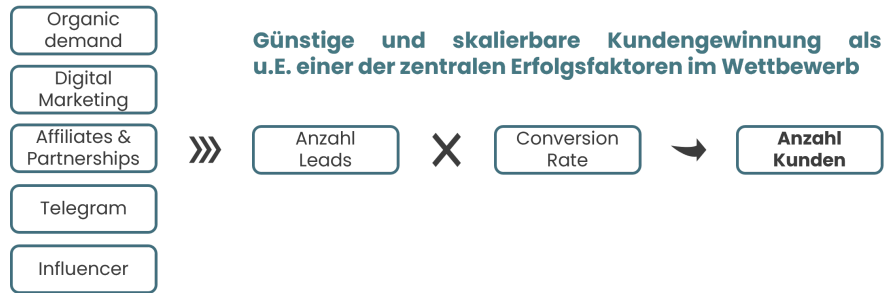
## Wettbewerbsposition von The NAGA Group AG



Historisch starkes Wachstum soll durch Merger befeuert werden

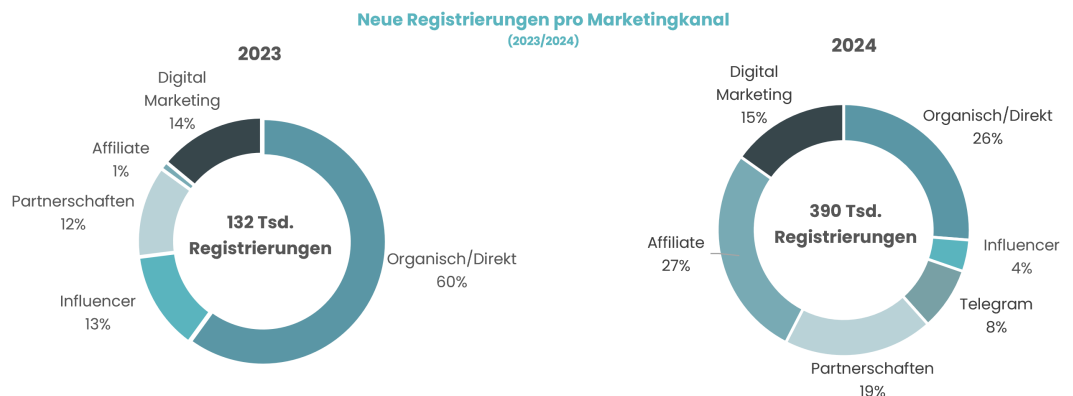
Die aktuelle NAGA Group AG besteht aus der "alten" NAGA vor der Fusion sowie der Key Way Group, die im Rahmen des Mergers Teil der Gruppe wurde. Während NAGA aus rechtlicher Sicht die übernehmende Gesellschaft ist, gilt die beim Merger deutlich höher bewertete Key Way Group bilanzierungstechnisch als Erwerber, weshalb die ab 2024 veröffentlichten historischen Bilanzpositionen denen der Key Way Group entsprechen. Im Folgenden haben wir die historischen Financials beider Unternehmen dargestellt. Anfang Februar 2025 hat die "neue" NAGA bereits erste vorläufige Zahlen für 2024 präsentiert. Für die zuvor nicht börsennotierte Key Way Group stehen dabei im Wesentlichen nur die Zahlen von 2020 bis 2022 zur Verfügung, die insbesondere aus einem PwC-Bewertungsgutachten stammen, das im Rahmen des Mergers veröffentlicht wurde.

Grundsätzlich wird NAGAs Top Line maßgeblich durch das Handelsvolumen bestimmt, da NAGA u.E. primär an den Spreads im CFD-Handel verdient. Dementsprechend sind neben dem durchschnittlichen Handelsvolumen auch die Anzahl der Transaktionen von hoher Bedeutung, die wiederum von der Handelsfrequenz sowie der Zahl der betreuten Kunden abhängt. Dabei erfolgt die Kundengewinnung bei CFD-Brokern oftmals über ein mehrstufiges Modell. Zunächst wird möglichst zielgruppengenaues Performance-Marketing geschaltet, das durch gezielte Brand-Marketingmaßnahmen wie Sponsorings flankiert wird. Interessierte Kunden registrieren sich daraufhin oftmals in einem ersten Schritt für ein kostenloses Demokonto und testen die Plattform. Abschließend entscheidet sich ein Teil dieser Demokontenutzer dazu, mit Echtgeld zu handeln. Die Neukunden gewinnt NAGA über ein halbes Dutzend verschiedene Kanäle, wobei sich die Bedeutung dergleichen im Zuge des Mergers spürbar änderte.



Quelle: Unternehmen, Montega

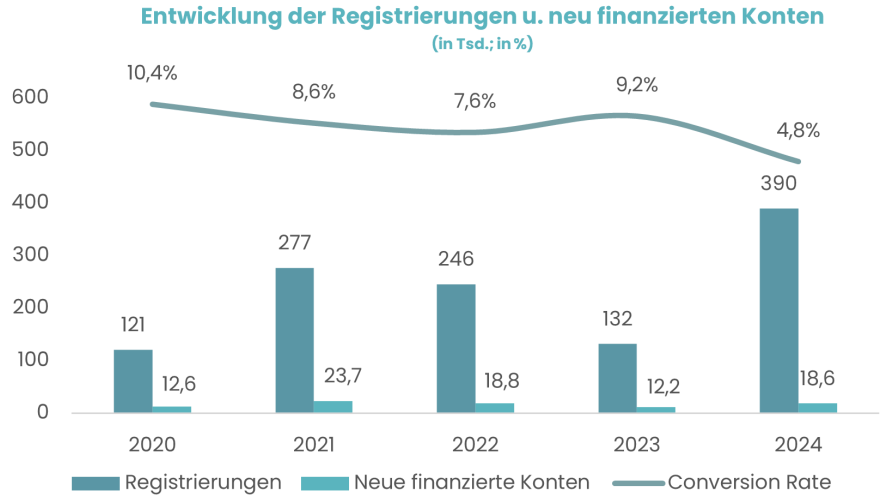
Während im Jahr vor dem Merger auch aufgrund des reduzierten Marketingbudgets das Gros der Kunden auf organischem Wege gewonnen wurde (Word of Mouth, Markenbekanntheit, Internetrecherche etc.), kamen je weitere 12-14% durch digitales Marketing, Partner oder Influencer zu NAGA. Davon ausgehend konnte die Neukundenzahl in 2024 nahezu verdreifacht werden, was u.E. die Skalierbarkeit der Kanäle unterstreicht.



Quelle: Unternehmen, Montega

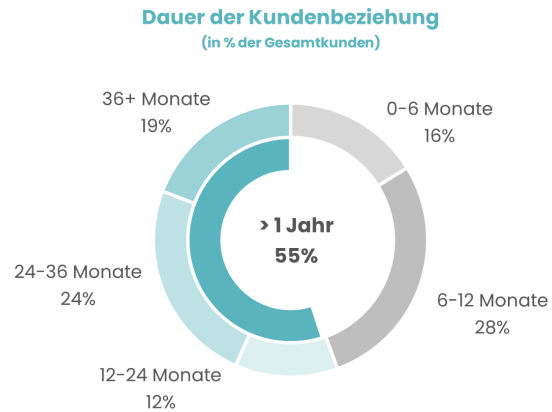
Die größten Veränderungen ergaben sich durch den Launch der Telegram-„Tradingfunktion“ und die deutliche Ausweitung des Affiliate-Marketings von 1% auf 27%. Erfreulich entwickelte sich trotz des relativ gesunkenen Anteils auch die Zahl der organisch gewonnen Kunden (101 Tsd. ggü. 79 Tsd. im Vorjahr), für deren Gewinnung keine direkten Kosten anfallen. Insgesamt gefällt uns die diversifizierte Struktur der Marketingkanäle der Gruppe sowie die Strategie, primär auf performance-orientierte bzw. erfolgsbasierte Konzepte zu setzen. Die ergänzenden Kampagnen zur Steigerung der Bekanntheit des vergleichsweise jungen Brokers mit Mike Tyson und Borussia Dortmund dürften auch angesichts der Qualität der gewählten Partner positive Effekte haben.

In der Vergangenheit konnte NAGA knapp 10% der registrierten Nutzer als zahlende Kunden gewinnen. In der nachfolgenden Abbildung ist sowohl die Entwicklung dieser Conversion Rate als auch die Entwicklung der absoluten Zahl der Registrierungen und neu finanzierten Echtgeld-Konten dargestellt. Im Zuge des Mergers konnte die Zahl der Neukunden 2024 bei einer niedrigeren Conversion Rate in einem u.E. mittelmäßigen Marktumfeld wieder deutlich gesteigert werden. Die Wiederaufnahme des 2023 deutlich zurückgefahrenen Marketings soll die NAGA-Brand weiter etablieren und zukünftig wieder zu höheren Conversion Rates führen.



Quelle: Unternehmen, Montega

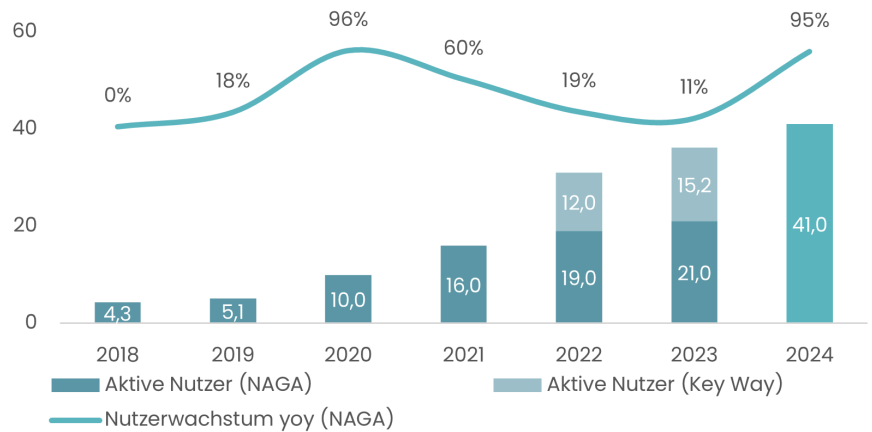
Neben der effizienten Kundengewinnung stellt insbesondere die Kunden-Retention einen wesentlicher Faktor dar, da sich der Wert der Kunden mit zunehmender Dauer der Aktivität deutlich erhöht. Im Gegensatz zu traditionellen Brokern, die eine Churn-Rate von nur 2-5% p.a. aufweisen, verlieren CFD-Broker üblicherweise einen großen Teil der Neukunden innerhalb des ersten bzw. zweiten Jahres nach der Anmeldung. Gleichzeitig liegt die Payback-Period jedoch nur bei wenigen Monaten, sodass CFD-Broker trotz vergleichsweise hohen Churn-Rates mittlere zweistellige EBITDA-Margen erzielen können. Bei NAGA sind 55% der Kunden seit mindestens einem Jahr, 43% über zwei Jahre und 19% bereits seit über drei Jahren aktiv.



Quelle: Unternehmen

Um die Churn-Rate zu senken priorisiert NAGA die kontinuierliche Weiterentwicklung der Plattform mit einer zeitgemäßen und ansprechenden Benutzeroberfläche. Durch den weiteren Ausbau des Social-Tradings sollen die Kunden länger an das Unternehmen gebunden werden und können zum Beispiel in schwierigen Phasen von der Community unterstützt werden. Durch das breite Produktportfolio können auch temporär nicht aktiv tradende Nutzer weiterhin die Payment-Funktionen nutzen, Kryptowährungen halten oder langfristig orientierte Investitionen in Aktien oder ETFs tätigen.

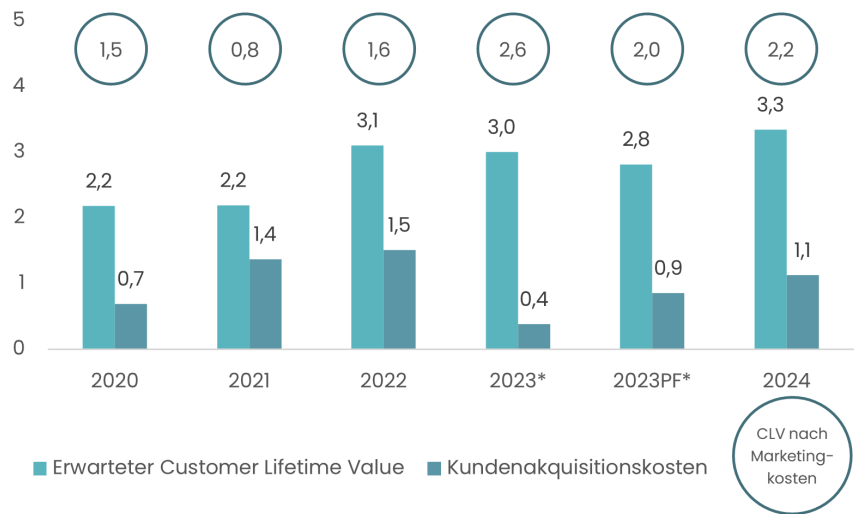
**Entwicklung der aktiven Nutzer**  
(in Tsd.; in%)



Quelle: Unternehmen, Montega

In den letzten Jahren konnte NAGA die Anzahl der aktiven Nutzer kontinuierlich steigern und damit die Churn-Rate überkompensieren. So stieg die Anzahl der aktiven Nutzer bei jeweils ca. 20 Tsd. Neukunden in 2021 und 2022 um 6 bzw. 3 Tsd. an. Im letzten Jahr erhöhte sich die Nutzerzahl infolge des Mergers nochmals deutlich, wobei der Effekt zusätzlich durch eine Neudefinition beeinflusst wurde, nach der aktive Nutzer in den letzten 12 Monaten gehandelt haben (vorher: letzte 6 Monate). Nach dieser Definition hätte die NAGA 2023 bereits 27 Tsd. aktive Nutzer verzeichnet.

**Entwicklung d. erwarteten CLVs und Kundenakquisitionskosten**  
(in Tsd. EUR)



Quelle: Unternehmen | \* tatsächliche Werte der NAGA von 2023 und Pro-forma konsolidiert

Der Wert pro Kunde wird von NAGA mit dem erwarteten Umsatz innerhalb der ersten 12 Monate angesetzt, was u.E. auch den Großteil der Umsätze aus den geworbenen Neukunden widerspiegeln dürfte.

Aufgrund des kurzen Sales-Cycles und der überwiegenden Realisierung des Neukundenumsatzes innerhalb weniger Monate kann die Top Line-Entwicklung eines CFD-Brokers mit außergewöhnlich geringer zeitlicher Verzögerung über die Höhe der Marketingausgaben beeinflusst werden. Die Effizienz der Kundenakquise spiegelt sich u.E. im Customer Lifetime Value nach Abzug der angefallenen Marketingkosten wider. So kann es profitabel sein, für Kunden in attraktiven Regionen wie dem Nahen Osten höhere Marketingausgaben/Kunde zu tätigen. In den drei Jahren 2020 bis 2022 fiel der CLV nach Marketingkosten mit 800 bis 1.600 EUR pro Kunde vergleichsweise niedrig aus, ehe die Effizienz der Marketingmaßnahmen bzw. die Qualität der Kunden in 2023 und 2024 deutlich zunahm und ein Deckungsbeitrag von über 2000 EUR/Kunde erreicht werden konnte.

Abgesehen von der Anzahl der aktiven Kunden wird die Umsatzentwicklung von NAGA durch drei weitere zentrale Treiber bestimmt. Dazu zählen die Anzahl der Transaktionen pro Kunde sowie das durchschnittliche Handelsvolumen pro Trade, da NAGA eine prozentuale "Gebühr" des Handelsvolumens vereinnahmt (Spread). Die Höhe dieses Spreads stellt den dritten entscheidenden Einflussfaktor der Top Line dar.

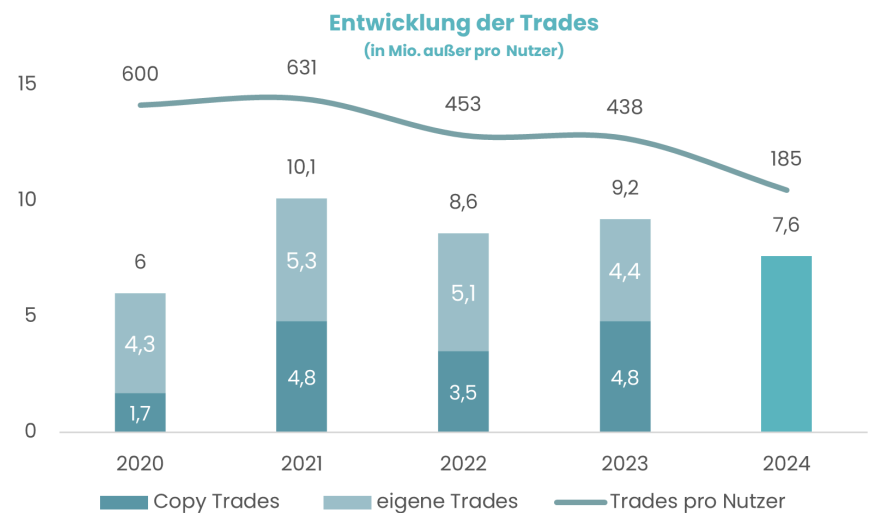


**Treiber/Einflussfaktoren**

- Höhe Marketingbudget
- Volatilität, Marktlage- und stimmung
- Kontogröße der Kunden
- Preispositionierung
- Effektivität des Marketings
- Produktpalette (z.B. Social Trading)
- Verfügbarer Leverage der CFDs
- Produktmix
- Stärke/Bekanntheit der Marke
- Churn-Rate
- Qualität der Kunden
- Region
- Weitere Umsatzquellen:
  - Neobanking
  - Transaktionsunabhängige Erlöse (fixe Fees)
  - Zinserträge

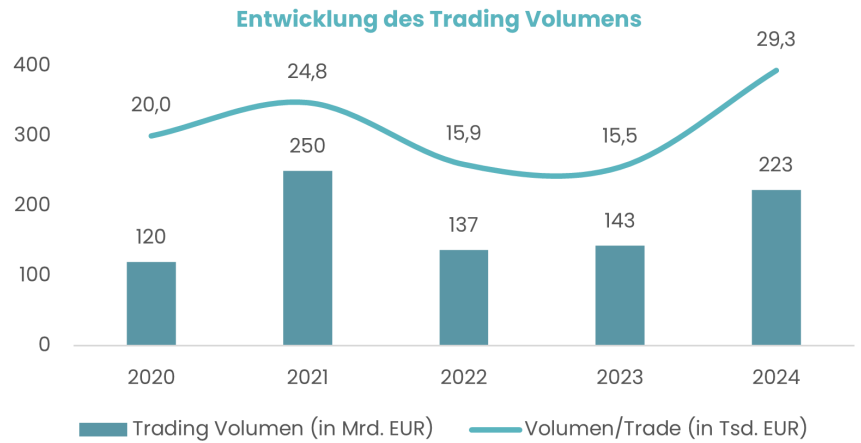
Quelle: Montega

Bei der Entwicklung der Trades ist das Unternehmen einerseits abhängig von externen Faktoren wie der allgemeinen Marktstimmung, die u.a. von der Volatilität der Finanzmärkte abhängig ist. Andererseits profitiert NAGA von den Social-Trading-Funktionen und der breiten Auswahl von handelbaren Instrumenten, die zu einer steigenden Tradingfrequenz führen dürfte. Auch die grundsätzliche Qualität der geworbenen Kunden ist von zentraler Bedeutung für die Handelsaktivität.



Quelle: Unternehmen, Montega

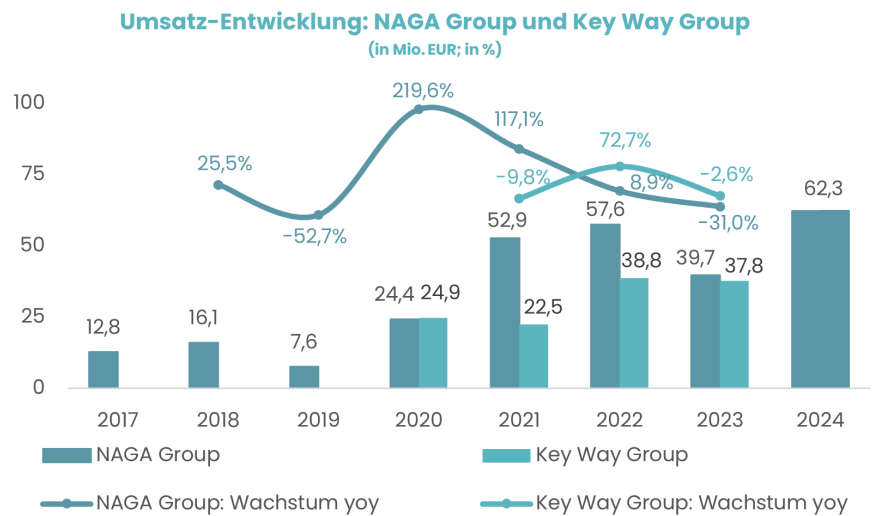
Auf der obenstehenden Grafik ist die hohe Bedeutung der Copy-Trades erkennbar, die 2023 mehr als die Hälfte aller Trades ausmachten. Neben der Copy-Trading-Funktion besteht Social-Trading auch aus einem Feed, der den Austausch von Mitgliedern ermöglicht und die Aktivität weiter steigern kann. Trotzdem gingen die durchschnittlichen Trades pro Nutzer im Zeitverlauf zurück, was auf die Erweiterung des Dienstleistungsangebots um Payment und den klassischen ETF- und Aktienhandel zurückzuführen sein könnte. Dadurch wurde NAGA einer breiteren Kundenbasis zugänglich und richtete sich nicht mehr ausschließlich an CFD-Vieltrader. 2024 wirkte sich die teilweise Einstellung der Marketingaktivitäten von NAGA auf die Handelsaktivität aus. Weiterhin wurden die Trades pro Nutzer durch die Einbringung der ehemaligen CAPEX-Kunden beeinflusst, die im Vergleich zu den NAGA-Nutzern seltener, aber dafür in höheren Volumina handeln. Da das Unternehmen die geschlossenen Trades als KPI nutzt, kann die Anzahl grundsätzlich auch durch die Konfidenz der Nutzer in ihre Positionen und die entsprechende Haltedauer beeinflusst werden.



Quelle: Unternehmen, Montega

Im Gegensatz zu der relativ konstanten Anzahl der Trades, schwankt das Handelsvolumen und damit auch die durchschnittliche Trade-Größe deutlich stärker. Als wesentliche Einflussfaktoren für das Volumen pro Trade sehen wir die durchschnittliche Kontogröße der Kunden sowie die verfügbaren Hebel. So lagen die Einzahlungen pro Neukunde in 2024 im Durchschnitt bei ca. 5.000 EUR, während das Kundenvermögen auch merger-bedingt um 65% yoy anstieg und die Marke von 100 Mio. EUR überschritt. Die handelbaren Hebel hängen von der jeweiligen regionalen Regulatorik ab. Durch die neuen CAPEX-Kunden in Regionen außerhalb der EU mit geringeren regulatorischen Hürden stieg das Volumen pro Trade in 2024 deutlich.

Ausgehend vom Handelsvolumen ergibt sich der transaktionsbasierte Umsatz durch die Höhe des auf das Gesamthandelsvolumen erhobenen Spreads. In der Vergangenheit lag dieser u.E. übergeordnet konstant bei etwa 25BP. Dabei dürften sich produktseitige sowie regionale Unterschiede ergeben.



Quelle: Unternehmen

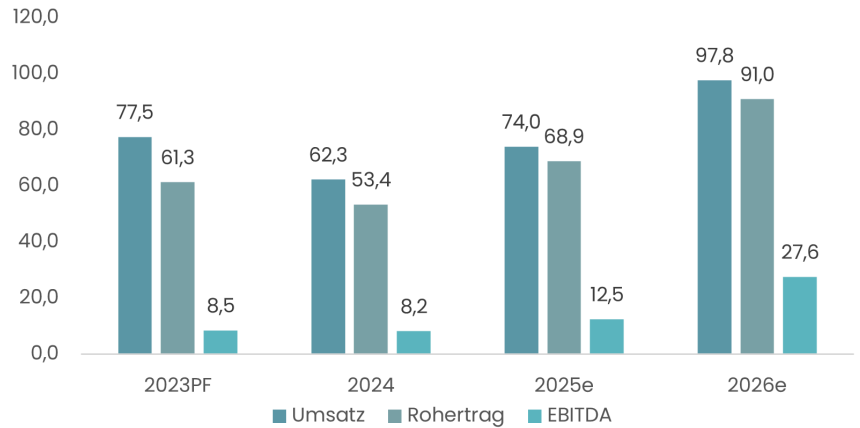
Wie in den Jahren 2019 und 2023 zu erkennen ist, ergaben sich in der Vergangenheit auch deutliche Umsatzrückgänge, die mit einer Reduzierung des Marketings und/oder marktbedingten Rückgängen einhergehen. Hervorzuheben ist hier, dass sich in den beiden betreffenden Jahren auch bei anderen CFD-Brokern Rückgänge ergaben. Insgesamt konnten die Erlöse der "alten" NAGA seit dem Börsengang in 2017 jedoch deutlich gesteigert werden und haben sich zwischen 2017 und 2023 mehr als verdreifacht (+209% von 12,8 Mio. EUR in 2017 auf 39,7 Mio. EUR in 2023). Die Umsätze entfallen nahezu gänzlich auf das Brokerage-Geschäft, da dem zweiten Segment (Neo-Banking) in 2023 lediglich 0,1 Mio. EUR zuzuschreiben waren. Im Segment Neo-Banking sind u.a. Erlöse aus NAGA-Pay-Abonnements, Geldabhebungs- und Kartengebühren sowie anderen zahlungsverkehrsnahen Gebühren enthalten.

Analog zur "alten" NAGA zeigt auch die Key Way Group eine hohe Wachstumsdynamik. Nachdem in 2021 ein Umsatzrückgang von 10% zu Buche stand, legten die Erlöse in 2022 um 73% zu. Im Geschäftsjahr 2023 lag der Umsatz beider Unternehmen mit rd. 40 Mio. EUR auf nahezu gleichem Niveau.



Für die nächsten Jahre sieht die aktuelle Mittelfrist-Guidance des Unternehmens eine Fortsetzung des Wachstumspfad mit zweistelligen Zuwächsen pro Jahr bei gleichzeitiger Profitabilitätssteigerung vor. Das Wachstum soll dabei vor allem durch effiziente und lokal zugeschnittene Marketingmaßnahmen erfolgen.

**Umsatz- & Ergebnisentwicklung und -Guidance**  
(in Mio. EUR)

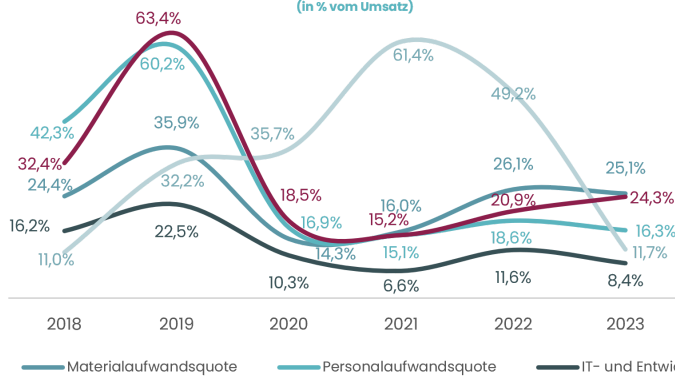


Quelle: Unternehmen

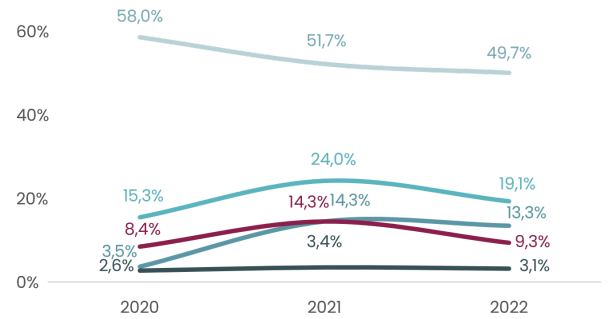
**Deutliche Profitabilitätssteigerung durch Skalierung und Realisierung von Kostensynergien avisiert**

Die Kostenstruktur von NAGA weist lediglich geringe variable Materialkosten und dadurch hohe Bruttomargen auf. In Abhängigkeit der Wachstumsambitionen stellen Marketingkosten die höchste Kostenposition dar. Daneben ist das Geschäft von CFD-Brokern vor allem durch hohe Personalaufwendungen geprägt.

**Kosten-Entwicklung der NAGA Group**  
(in % vom Umsatz)



**Kosten-Entwicklung der Key Way Group**  
(in % vom Umsatz)



Quelle: Unternehmen, Montega

**Materialkosten:** Hierzu zählen vor allem Kosten für die Ausführung und Absicherung von Transaktionen, Aufwendungen im Zusammenhang mit Handelsplattformen sowie für das Liquiditätsmanagement. Die Materialaufwandsquote von NAGA lag in 2023 bei 25,1% und damit leicht über dem Durchschnitt der Jahre 2018–2023 i.H.v. 23,6%. Darüber hinaus fallen Technologiekosten sowie Zahlungsabwicklungsgebühren an.

Durch die Verdopplung des Umsatzes im Zuge des Mergers strebt das Management die Neuverhandlung von Verträgen mit wesentlichen Partnern an. Durch das höhere Volumen könnte NAGA bessere Konditionen erhalten, wobei das Einsparpotenzial angesichts der vergleichsweise geringen Materialkosten von insgesamt ca. 10 bis 12 Mio. EUR begrenzt ist.

**Personalkosten:** Die Entwicklung der Personalkosten spiegelt das starke Wachstum der Gesellschaft sowie die schnelle Reaktion des Managements auf sich verändernde Marktgegebenheiten wider. So konnte der absolute Personalaufwand von 2018 bis 2020 trotz starkem Umsatzwachstum von 6,8 Mio. EUR auf 4,1 Mio. EUR gesenkt werden, wodurch die Personalaufwandsquote auf 16,9% sank. Im Zuge des weiteren Wachstums wurde die Belegschaft anschließend erneut ausgebaut, sodass sich die Personalkosten in 2021 auf 8,0 Mio. EUR verdoppelten und in 2022 auf 10,7 Mio. EUR stiegen. Aufgrund des starken Umsatzwachstums blieb die Aufwandsquote übergeordnet stabil bei ca. 17%. In 2023 reagierte das Management auf das gedämpfte Marktumfeld mit dem Abbau von Mitarbeitern (173 auf 100), wodurch der Personalaufwand auf 6,5 Mio. EUR sank.

Durch die im Jahr 2024 abgeschlossene Fusion erwartete NAGA erhebliche Synergien auf der Ebene der Personalkosten aufgrund vorhandener Doppelstrukturen in mehreren Bereichen. Obwohl bereits erhebliche Effizienzen durch die Reduzierung der kombinierten Belegschaft um 24% gehoben wurden, hat sich die Mitarbeiterzahl im Vergleich zur "alten" NAGA beinahe vervierfacht. Besonders betroffen war das Personal, das für die Kundenbetreuung verantwortlich ist (+128 Mitarbeiter) sowie die Bereiche Verwaltung (+66 Mitarbeiter) und Marketing/Training (+58 Mitarbeiter). Die Verteilung der Mitarbeiter vor und nach der Fusion stellte sich wie folgt dar:

**Verteilung der Mitarbeiter der NAGA**  
(2023/2024)

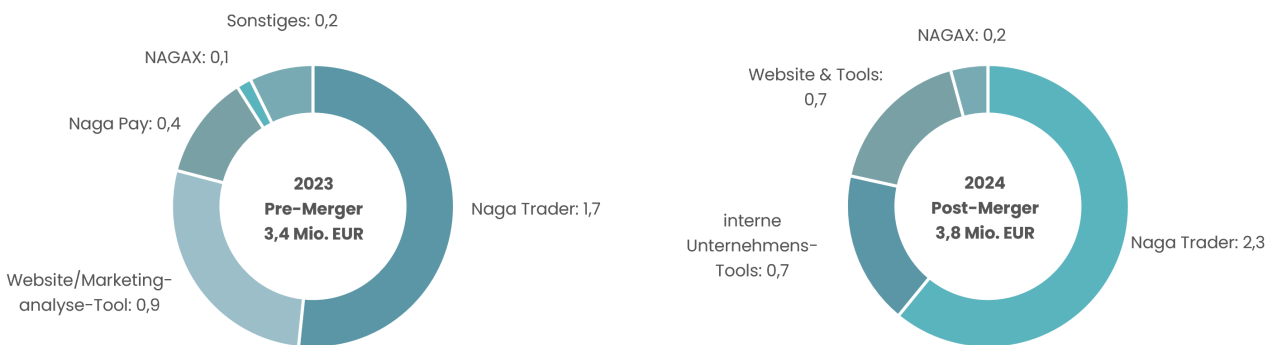


Quelle: Unternehmen, Montega

Im Vergleich zu anderen börsennotierten Online Brokern mit Fokus auf CFDs weist NAGA seit Jahren bereits eine unterdurchschnittliche Personalaufwandsquote auf, die durch den drastischen Anstieg der Mitarbeiter nur leicht beeinflusst wurde (2024: 17,4% ggü. 16,3% in 2023). Konkret lag die Aufwandsquote der Wettbewerber CMC Markets, IG Group, Plus500 und XTB in den Jahren 2018 bis 2023 bei durchschnittlich 21% des Umsatzes, wobei Plus500 mit aktuell 13% die schlankeste Struktur aufweist.

**Forschungs- und Entwicklungskosten:** In den letzten Jahren hat NAGA rd. 10% seiner Umsätze in die Weiterentwicklung der Plattform investiert. Dabei gliedert das Unternehmen seine F&E-Kosten auch nach Anwendung auf. Nachdem in 2022 eine Rekordsumme von 6,7 Mio. EUR investiert wurde, um u.a. die im gleichen Jahr gelaunchte Krypto-Plattform NAGAX zu entwickeln, sanken die F&E-Kosten in 2023 wieder auf das Durchschnittsniveau der Jahre 2018-2023 i.H.v. 3,4 Mio. EUR. Trotz des deutlichen Anstiegs der Unternehmensgröße durch die Fusion stiegen die F&E-Kosten nur moderat auf 3,8 Mio. EUR. Der Fokus lag dabei weiterhin auf der Weiterentwicklung von Naga Trader, dem wichtigsten Modul des Unternehmens.

**Entwicklungsaufwand der NAGA**  
(in Mio. EUR)



Quelle: Unternehmen, Montega

Bei der Key Way Group sind in den IT-Aufwendungen die Kosten für IT-Dienstleister sowie Aufwendungen für Technologie und Lizenzgebühren enthalten. Die Aufwandsquote lag im betrachteten Zeitraum von 2020 bis 2022 bei durchschnittlich 3,1%.

Zukünftig sollten die F&E-Teams der beiden fusionierten Unternehmen weiter an der Entwicklung der NAGA-Technologie-Plattform sowie der internen Tools, die von der Key Way Group eingebracht wurden, arbeiten. Die höheren kombinierten Kapazitäten sollten entweder Kostensynergien ermöglichen oder zu einer signifikanten Erhöhung der Entwicklungsgeschwindigkeit und des Umfangs führen.

**Marketingkosten:** Marketingausgaben zur Kundengewinnung stellen einen zentralen Bestandteil des Geschäftsmodells und einen dominierenden Kostenfaktor in der GuV dar. Der Fokus von NAGA liegt hierbei auf klassischem Online-basierten Performance-Marketing sowie ausgewählten Kooperationen. Zu Letzteren zählt beispielsweise das Sponsoring des Fußballclubs Borussia Dortmund. Aufgrund der vergleichsweise hohen Churn-Rate von u.E. über 50% in Verbindung mit der geringen Payback-Periode von weniger als einem Jahr kann die kurzfristige Top Line-Entwicklung über die Höhe der Marketingausgaben gesteuert werden.

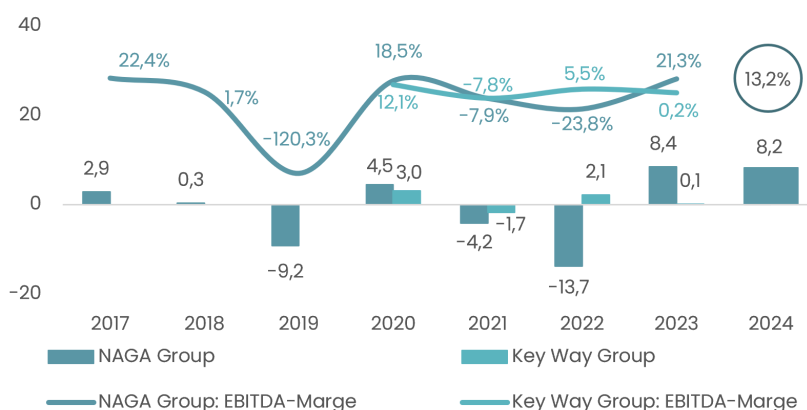
Bei der NAGA Group stellten die Ausgaben für Marketing und Werbung von 2020 bis 2022 den größten Aufwandsposten dar und gingen mit steigenden Akquisitionskosten pro Kunde einher, bevor sie in 2023 in einem schwierigeren Marktumfeld auf 4,6 Mio. EUR reduziert wurden (VJ: 28,3 Mio. EUR; -83,6% yoy), um den Fokus von aggressivem Wachstum auf Profitabilität zu lenken.

Bei Key Way stellten die Marketingaufwendungen stets den größten Kostenfaktor dar. In 2022 stieg der Aufwand zwar absolut um 65,8% von 11,6 Mio. EUR auf 19,3 Mio. EUR, im Verhältnis zum Umsatz sanken die Marketingausgaben aufgrund des noch höheren Umsatzwachstums von 72,7% jedoch von 51,7% in 2021 auf 49,7% in 2022 und damit auf ein ähnliches Level wie bei NAGA in 2022 (49,2%).

**Sonstige betriebliche Aufwendungen:** Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen stellen bei der NAGA eine wesentliche Kostenposition dar. Die sbA-Quote stieg zuletzt 2023 infolge des Umsatzrückgangs trotz eines Rückgangs der absoluten Aufwendungen auf 24,3% (+3,4PP) an. Die wichtigsten Posten stellen Rechts- und Beratungskosten (20,5% der sbA in 2023), Aufwendungen für Lizenzen und Konzessionen (14,1%), Webservices (13,6%) und Fremdleistungen (10,7%) dar. Die sbA-Quote fiel bei der Key Way Group stets niedriger aus als bei NAGA und betrug in 2022 9,3%. Mehrere Aufwendungen dürften hier bei beiden Unternehmen anfallen, sodass sich Synergien ergeben können. Beispielsweise kann der Lizenzaufwand optimiert werden, da jeweils nur eine Lizenz pro Region benötigt wird. Weitere Einsparpotenziale könnte es u.a. bei Beratungs- und Buchhaltungskosten geben. Zusätzlich kann ggf. im Zuge der Senkung der Mitarbeiteranzahl der damit zusammenhängende Aufwand für Büromieten und -ausstattung reduziert werden.

## EBITDA-Entwicklung: NAGA Group und Key Way Group

(in Mio. EUR; in % vom Umsatz)



Quelle: Unternehmen, Montega

Die EBITDA-Entwicklung zeichnete sich sowohl bei der NAGA als auch bei der Key Way Group durch eine hohe Volatilität aus. In 2023 machte sich der neue Fokus auf Profitabilität bezahlt, sodass durch signifikante Einsparungen bei allen Kostenpositionen trotz des Umsatzrückgangs ein Bestwert mit einem EBITDA i.H.v. 8,4 Mio. EUR erzielt wurde. Das fusionierte Unternehmen erwirtschaftete 2024 ein EBITDA von 8,2 Mio. EUR bei einer EBITDA-Marge von 13,2% (Pro-forma EBITDA-Marge 2023: 11,0%). Dabei sind mit dem Geschäftsmodell langfristig u.E. auch deutlich höhere Margen erzielbar. Wettbewerber wie CMC Markets, IG Group, Plus500 und XTB erwirtschafteten im Durchschnitt EBITDA-Margen von 45%. Auch in abkühlenden Marktphasen im CFD-Bereich wie in 2019 und 2023 konnte das Margenniveau gehalten werden. NAGA avisiert in den nächsten beiden Jahren eine deutlich steigende EBITDA-Marge von zunächst 17% in 2025 und 28% in 2026. Diese soll sowohl durch Skaleneffekte, effizientes Marketing als auch durch Kostensynergien erreicht werden.

## NAGA avisiert deutlich steigendes Netto-Ergebnis

Unterhalb des EBITDA fallen neben moderaten Abschreibungen, nur geringe Zinsaufwendungen und Steuern an. Abschreibungen fallen geschäftsmodellbedingt nur in geringem Maße auf Sachanlagen wie Betriebs- und Geschäftsausstattung an, sodass sich die gesamten Abschreibungen primär auf immaterielle Vermögenswerte beziehen. So entfielen in den Jahren 2021 bis 2023 ca. 95% der Abschreibungen auf die Bereiche Kundenstämme (2,0 - 3,3 Mio. Abschreibungen p.a.), aktivierte Eigenleistungen (1,6 - 4,0 Mio. EUR p.a.) sowie Software und Technologie (1,3 - 1,4 Mio. EUR p.a.). Darüber hinaus fielen in 2022 und 2023 einmalige Wertminderungen an. Diese bezogen sich in 2022 auf als Finanzinvestition gehaltene digitale NAGA-Coins (Bilanzwert: 15,3 Mio. EUR), die gänzlich abgeschrieben wurden. In 2023 wurden Geschäfts- oder Firmenwerte um 57,0 Mio. EUR wertbereinigt, die im Zusammenhang mit der Übernahme des Online-Brokers Hanseatic Brokerhouse Securities AG im Jahr 2018 standen. Ursächlich für die Wertminderung war u.a. die deutliche Erhöhung des Diskontierungsfaktors von 7,46% auf 12,55% sowie die nicht spezifizierte Anpassung von weiteren Bewertungsfaktoren wie der Anzahl aktiver Nutzer, den durchschnittlichen Einlagen und den Kundenakquisitionskosten.

Auf Ebene des Finanzergebnisses hat NAGA in 2024 sämtliche ausstehenden Finanzverbindlichkeiten getilgt, sodass zukünftig ein etwa neutrales Finanzergebnis anfallen sollte. Da das Unternehmen bereits in 2024 einen leicht positiven Free Cashflow generiert hat und in 2025 zusätzlich von höheren Kostensynergien profitiert, sollte die weitere Finanzierung des Wachstums u.E. ohne die Aufnahme externer Mittel erfolgen. Neue zinstragende Verbindlichkeiten in signifikanter Höhe dürfte NAGA u.E. dementsprechend nur im Zusammenhang mit weiteren Übernahmen aufnehmen.

Steuerlich wurde in dem PwC-Bewertungsgutachten für die damals separaten Unternehmen ein jeweiliger Steuersatz von 17,2% für die NAGA Group bzw. i.H.v. 12,7% für die Key Way Group ermittelt, der sich aus den jeweiligen Ländern der Tochtergesellschaften ergibt. Zukünftig könnte dementsprechend ein vergleichsweise niedriger Steuersatz von ca. 15% realistisch sein.

Der Netto-Gewinn soll im Zeitraum 2024-2026 von -5,5 auf 11,7 Mio. EUR steigen. Die hohe Differenz zum EBITDA ist vor allem auf nicht-cashwirksame Abschreibungen und Wertminderungen i.H.v. 10,8 Mio. EUR in 2024, die in 2025 bzw. 2026 auf 11,8 bzw. 13,1 Mio. EUR steigen sollen, zurückzuführen. Der Anstieg dürfte u.a. mit den steigenden Marketingausgaben zusammenhängen, die aktiviert werden, wenn sie unmittelbar einem Neukunden zuzuordnen sind und anschließend über drei Jahre planmäßig abgeschrieben werden. Das Steuer- und Finanzergebnis minderte den Jahresüberschuss 2024 um 2,9 Mio. EUR, für 2025 bzw. 2026 wird ein negativer Beitrag von 1,4 Mio. EUR bzw. 2,8 Mio. EUR avisiert.

### Net-Cash-Position und hohe immaterielle Vermögensgegenstände dominieren Konzernbilanz

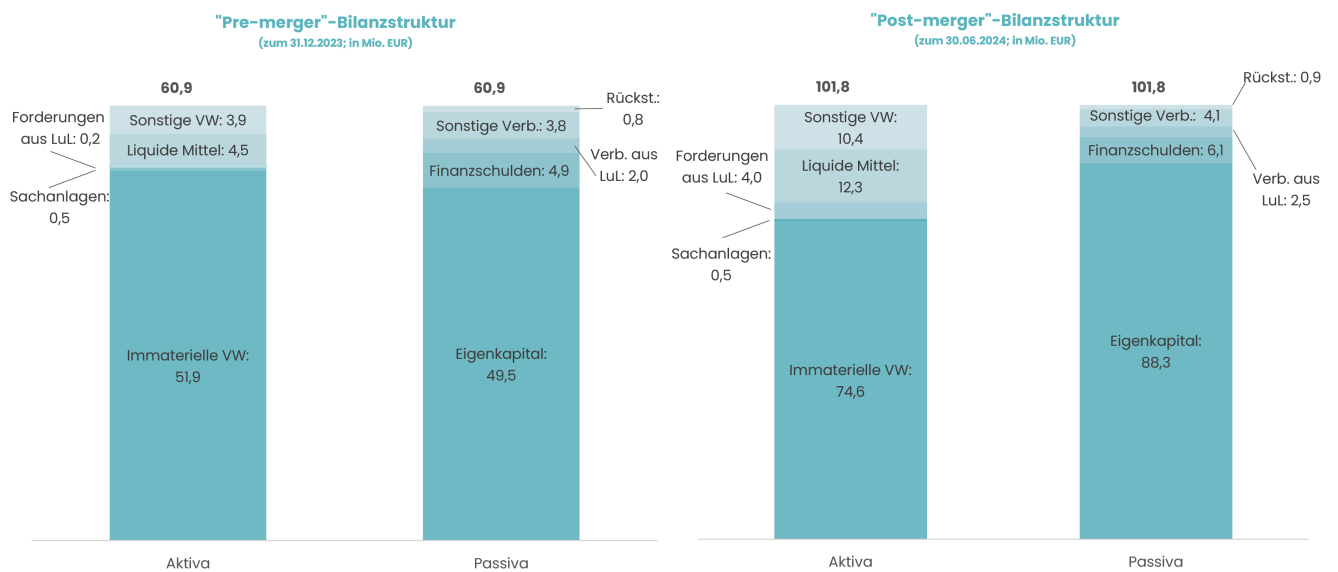
Die Bilanzstruktur der NAGA Group spiegelt sowohl vor als auch nach dem Merger das nicht kapitalintensive Geschäftsmodell des Unternehmens wider. Dadurch ist die Aktivseite insbesondere von den hohen immateriellen Vermögenswerten (74,6 Mio. EUR Post-Merger; 73,2%) geprägt. Diese bestanden vor dem Zusammenschluss bei der "alten" NAGA vor allem aus Geschäfts- oder Firmenwerten i.H.v. 37,9 Mio. EUR (73,0% der immateriellen Vermögenswerte zum 31.12.2023), aktivierten Eigenleistungen (5,9 Mio. EUR; 11,4%), Software/Technologie (3,9 Mio. EUR; 7,6%) und aktivierten Kundenstäm- men (3,4 Mio. EUR; 6,6%).

Im Zuge des Mergers wurde die "alte" NAGA Group mit einem angesetzten Wert von 55,7 Mio. EUR eingebracht, wodurch sich unter Berücksichtigung des Eigenkapitals (31.12.2023: 49,5 Mio. EUR) ein zusätzlicher Geschäfts- oder Firmenwert von 6,3 Mio. EUR ergab. Die Key Way Group selbst verfügte 2023 nur über geringe immaterielle Vermögenswerte i.H.v. 2,9 Mio. EUR, die sich in H1/2024 infolge des Zukaufs von Neotrades um einen Geschäfts- oder Firmenwert von 17,1 Mio. EUR erhöhten. Die Bilanz der "neuen" NAGA Group dürfte demnach auf der Aktivseite zu ca. 60% aus Geschäfts- oder Firmenwerten bestehen.

Neben der Gruppe der immateriellen Vermögenswerte bilden liquide Mittel i.H.v. 12,3 Mio. EUR (12,1% der Bilanzsumme) den zweitgrößten Posten, gefolgt von sonstigen kurzfristigen Aktiva und Forderungen ggü. verbundenen Unternehmen (5,7 Mio. EUR; 5,5%) sowie den Forderungen aus Lieferungen und Leistungen (4,0 Mio. EUR, 3,9%). Darüber hinaus bestehen keine weiteren signifikanten Aktiva, da NAGA über keine wesentlichen Sachanlagen (0,5 Mio. EUR) bzw. Leasing-Nutzungsrechte (0,9 Mio. EUR) verfügt und nur geringe Finanzanlagen i.H.v. 0,5 Mio. EUR bilanziert.

Die Passivseite der Konzernbilanz ist insbesondere vom hohen Eigenkapitalanteil i.H.v. 86,7% geprägt. Zu berücksichtigen ist, dass dem Eigenkapital, wie eingangs erwähnt, primär Geschäfts- oder Firmenwerten entgegenstehen, die bereits im letzten Jahr deutlich um 57,0 Mio. EUR im Wert gemindert wurden.

Die zum Stichtag vorhandenen Finanzschulden bestanden zum Großteil aus einem Darlehen von Aktionär Apeiron i.H.v. 5,0 Mio. EUR, das im September 2024 an die Holding-Gesellschaft von CEO Octavian Patrascu abgetreten und mittlerweile zurückgezahlt wurde. Die zu Beginn der Investment Note erwähnte Wandelanleihe, die der Vorstandsvorsitzende zeichnete, wird aufgrund der im Juni 2024 bereits teilweise erfolgten Umwandlung bzw. der bestehenden Verpflichtung im Eigenkapital bilanziert. Mittlerweile wurde die Anleihe vollständig gewandelt. Darüber hinaus stellt Herr Patrascu eine Kreditfazilität von bis zu 10,0 Mio. USD zur Verfügung. Mit 2,5 Mio. EUR bzw. 2,4% der Bilanzsumme stellen die Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen sowie die Leasingverbindlichkeiten (0,9 Mio. EUR, 0,9%) vergleichsweise niedrigere Posten dar. Darüber hinaus bestehen sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten (3,1 Mio. EUR; 3,1%) sowie geringfügige Steuerrückstellungen (0,1 Mio. EUR) und sonstige Rückstellungen (0,7 Mio. EUR).

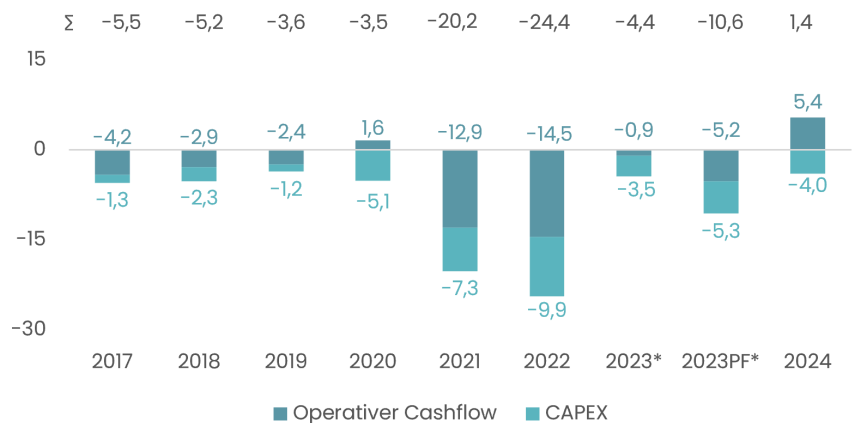


Quelle: Unternehmen, Montega

## Deutlich verbesserte Cashflow-Generierung beobachtbar

Auf Ebene des Cashflows wies NAGA in den letzten Jahren u.a. aufgrund der kontinuierlichen Reinvestition und negativen Working Capital-Bewegungen im Zuge der Wachstumsstrategie überwiegend einen negativen operativen Cashflow aus. Dabei bewegte sich der CAPEX-Bedarf aufgrund des nicht kapitalintensiven und investitionsarmen Geschäftsmodells i.d.R. zwischen 1,0 und 5,0 Mio. EUR pro Jahr. Konkret entfällt dieser nahezu gänzlich auf aktivierte Eigenleistungen und aktivierte Kundengewinnungskosten. Nach dem Merger konnte NAGA in 2024 einen deutlich positiven operativen Cashflow berichten. Diese Entwicklung haben wir nachstehend abgebildet und den Cashflow in 2023 sowohl auf Pro-forma-Ebene sowie für die Pre-merger NAGA angegeben. Dadurch ist ersichtlich, dass die Key Way Group, zu der nur wenige Finanzdaten aus dem Geschäftsjahr 2023 bekannt sind, einen leicht negativen Cashflow erzielt hat.

**Cashflow-Entwicklung der NAGA**  
(in Mio. EUR)



Quelle: Unternehmen, Montega | \* tatsächliche Werte der NAGA von 2023 und Pro-forma konsolidiert

Für 2025 und 2026 plant das Management nicht nur auf Ergebnis- sondern ebenso auf Cashflow-Ebene eine deutliche Verbesserung. Diese dürfte auch durch den nur unterproportional steigenden CAPEX-Bedarf befeuert werden. So sieht die aktuelle Mittelfrist-Guidance einen signifikant steigenden Free Cashflow auf 6,1 Mio. EUR in 2025 bzw. 20,0 Mio. EUR in 2026 vor.

## Fazit

Die NAGA Group ist strategisch gut positioniert, um vom globalen Wachstum der CFD-Brokerage-, Krypto- und Payment-Märkte zu profitieren. Nach einer turbulenten Vergangenheit fusionierte NAGA 2024 erfolgreich mit der Key Way Group. Im Anschluss an den transformativen Merger hat NAGA bereits einen großen Teil der identifizierten Kostensynergien realisiert, die ursprünglichen Erwartungen an zusätzliches Einsparungspotenzial weiter erhöht und signifikante Fortschritte in Bezug auf Profitabilität und Cashflow erzielt. Die Fusion hat nicht nur die Marktreichweite und das Lizenzportfolio von NAGA erweitert, sondern auch den Zugang zu proprietären Marketing-Tools der Key Way Group ermöglicht, die die Effizienz und Skalierung von Werbemaßnahmen vorantreiben.

Mit der Entwicklung der All-in-One-Super-App, die in diesem Jahr fertiggestellt werden soll, dürfte NAGA seinen Wettbewerbsvorteil durch die Social-Trading-Funktionen weiter ausbauen. Mit der fortschreitenden Integration der Key Way Group markiert 2025 ein entscheidendes Jahr für die Beschleunigung der Marketinginitiativen und der angestrebten Margenexpansion. Die von NAGA avisierten nachhaltigen EBITDA-Margen im mittleren zweistelligen Bereich werden bereits von Wettbewerber wie der IG Group und XTB erzielt, was das hohe Margenpotenzial des Geschäftsmodells unterstreicht.

## Peergroup-Analyse

Im Bereich Online-Brokerage sind, wie eingangs dargestellt, mehrere Unternehmen börsennotiert, die u.E. eine gute Vergleichbarkeit zum Geschäftsmodell der NAGA Group bieten. Wir haben dabei sowohl trading- als auch investitionsorientierte Broker in die Peergroup-Analyse einbezogen. Die Zukunftserwartungen entsprechen dem jeweiligen aktuellen Analystenkonsensus.

## Peergroup The NAGA Group AG

Unternehmen	Kurs (LW)	MK / Umsatz				Umsatzwachstum yoy			
		2024	2025e	2026e	2027e	2024	2025e	2026e	2027e
CMC Markets Plc	2,18	1,8	1,8	1,8	1,7	15,4%	2,0%	0,9%	4,8%
IG Group Holdings plc	9,37	3,9	3,2	3,0	2,9	-10,3%	21,8%	4,9%	4,5%
XTB S.A.	64,98	4,1	3,8	3,5	3,5	18,0%	8,4%	8,0%	0,5%
Robinhood Markets, Inc.	44,42	13,3	10,6	9,7	8,3	58,2%	26,1%	9,2%	16,3%
Swissquote Group Holding Ltd	377,00	8,7	8,4	7,7	6,8	21,1%	3,3%	9,9%	12,7%
flatexDEGIRO AG	19,88	4,5	4,4	4,0	3,6	22,9%	1,9%	8,6%	12,5%
Interactive Brokers Group, Inc.	192,17	4,0	3,8	3,6	3,3	20,4%	5,0%	6,7%	9,2%
Directa Sim S.p.A.	4,19	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Smartbroker Holding AG	10,30	3,3	3,1	2,7	2,3	11,8%	6,3%	17,2%	17,1%
Bourse Direct SA	4,58	3,1	3,1	3,1	n.a.	11,5%	1,2%	-2,7%	n.a.
<b>Median</b>		<b>4,0</b>	<b>3,8</b>	<b>3,5</b>	<b>3,4</b>	<b>18,0%</b>	<b>5,0%</b>	<b>8,0%</b>	<b>10,9%</b>
<b>The NAGA Group AG (Konsensus)</b>	<b>0,50</b>	<b>1,9</b>	<b>1,6</b>	<b>1,2</b>	<b>0,9</b>	<b>56,8%</b>	<b>18,1%</b>	<b>25,8%</b>	<b>31,6%</b>
Potenzial/Differenz		114%	139%	179%	254%	38,9 PP	13,1 PP	17,8 PP	20,8 PP
<b>Fairer Wert je Aktie</b>		<b>1,07</b>	<b>1,19</b>	<b>1,39</b>	<b>1,76</b>				

Unternehmen	MK (Mio. LW)	MK/EBT				EBT-Marge			
		2024	2025e	2026e	2027e	2024	2025e	2026e	2027e
CMC Markets Plc	606	8,3	5,6	5,7	5,2	22,1%	32,0%	31,2%	32,5%
IG Group Holdings plc	3.290	7,1	6,0	5,8	5,6	55,2%	53,2%	52,9%	52,3%
XTB S.A.	7.640	31,3	36,4	39,6	52,3	13,0%	10,3%	8,8%	6,6%
Robinhood Markets, Inc.	39.332	40,0	25,8	24,1	17,8	33,3%	40,9%	40,1%	46,8%
Swissquote Group Holding Ltd	5.601	15,6	14,3	13,1	12,1	55,7%	58,8%	58,3%	56,3%
flatexDEGIRO AG	2.147	13,1	12,2	10,2	8,3	34,0%	35,9%	39,7%	43,1%
Interactive Brokers Group, Inc.	20.933	6,1	5,5	5,5	6,1	65,0%	69,4%	64,4%	53,3%
Directa Sim S.p.A.	79	5,1	5,0	4,8	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Smartbroker Holding AG	173	neg.	neg.	neg.	n.a.	-2,9%	-12,9%	-3,7%	n.a.
Bourse Direct SA	236	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
<b>Median</b>		<b>10,7</b>	<b>9,1</b>	<b>8,0</b>	<b>8,3</b>	<b>33,7%</b>	<b>38,4%</b>	<b>39,9%</b>	<b>46,8%</b>
<b>The NAGA Group AG (Konsensus)</b>	<b>115,7</b>	<b>neg.</b>	<b>82,6</b>	<b>12,8</b>	<b>6,1</b>	<b>-5,0%</b>	<b>1,9%</b>	<b>9,8%</b>	<b>15,5%</b>
Potenzial/Differenz		n.m.	-89%	-37%	36%	-38,7 PP	-36,5 PP	-30,1 PP	-31,3 PP
<b>Fairer Wert je Aktie</b>		<b>n.m.</b>	<b>0,05</b>	<b>0,31</b>	<b>0,67</b>				

Unternehmen	MK (Mio. LW)	KGV				Free Cashflow-Yield			
		2024	2025e	2026e	2027e	2024	2025e	2026e	2027e
CMC Markets Plc	606	13,0	9,2	9,6	9,0	12,0%	11,3%	9,8%	10,1%
IG Group Holdings plc	3.290	10,4	9,0	8,5	8,0	11,5%	12,6%	12,0%	12,4%
XTB S.A.	7.640	n.a.	10,7	11,6	15,5	n.a.	7,8%	6,7%	4,6%
Robinhood Markets, Inc.	39.332	28,5	31,0	29,5	24,3	n.a.	3,8%	4,0%	4,2%
Swissquote Group Holding Ltd	5.601	19,3	18,2	16,4	15,1	5,5%	5,7%	5,6%	5,4%
flatexDEGIRO AG	2.147	20,3	17,1	14,9	11,7	5,5%	5,8%	6,8%	8,6%
Interactive Brokers Group, Inc.	20.933	27,3	25,8	24,4	24,0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Directa Sim S.p.A.	79	7,5	7,4	7,1	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Smartbroker Holding AG	173	neg.	neg.	neg.	n.a.	2,0%	-0,6%	1,2%	1,4%
Bourse Direct SA	236	12,1	12,1	12,2	n.a.	7,5%	8,3%	8,2%	n.a.
<b>Median</b>		<b>16,2</b>	<b>12,1</b>	<b>12,2</b>	<b>15,1</b>	<b>6,5%</b>	<b>6,8%</b>	<b>6,8%</b>	<b>5,4%</b>
<b>The NAGA Group AG (Konsensus)</b>	<b>115,7</b>	<b>neg.</b>	<b>neg.</b>	<b>14,2</b>	<b>7,1</b>	<b>-3,5%</b>	<b>1,4%</b>	<b>8,9%</b>	<b>17,5%</b>
Potenzial/Differenz		n.m.	n.m.	-14%	113%	-284%	389%	-24%	-69%
<b>Fairer Wert je Aktie</b>		<b>n.m.</b>	<b>n.m.</b>	<b>0,46</b>	<b>1,06</b>				

Quelle: Capital IQ

Aktuell notiert NAGA zum 1,6-fachen erwarteten Umsatz 2025, während die Peergroup mehr als doppelt so hoch bewertet ist. Dabei wird für NAGA ein zweistelliges Umsatzwachstum prognostiziert, sodass der Umsatz-Multiple in 2027 auf 0,9 sinkt. Der deutliche Abschlag zur Peergroup ist u.E. auf das deutlich geringere Margenniveau zurückzuführen. Ergebnisseitig ist die aktuelle Transformation der NAGA sichtbar, die bereits ein positives EBITDA erwirtschaftet, aber nach Abschreibungen nicht profitabel ist. Im Gegensatz dazu erwirtschaftet die Peergroup im Median EBT-Margen von 30-40%. Für den Vorsteuergewinn der NAGA wird von den Analysten ab 2025 ein erstmals leicht positiver Wert i.H.v. 1,4 Mio. EUR erwartet. Die zugehörigen Multiples sind u.E. wenig aussagekräftig. Ein im Vergleich zu den Peers geringeres EBT-Multiple ergibt sich aufgrund des hohen Gewinnwachstum erst bezogen auf die 2027er Prognosen. Dabei liegt der Margenkonsens auch in 2027 noch deutlich unter dem Niveau der Peergroup (NAGA: 15,5% EBT-Marge ggü. 46,8% für die Peers).

## SWOT

Die The NAGA Group AG zeichnet sich durch ihr breites FinTech-Angebot und die Super-App-Strategie aus. Herausforderungen ergeben sich dabei vor allem aus dem starken Wettbewerb und der hohen Kundenfluktuation.

### Stärken

- **Breites Leistungsspektrum:** NAGA umfasst eine Social-Trading-Plattform für verschiedene Instrumente mit Social-Media-Feed und Copy-Trading, eine Kryptobörse und Bezahloptionen per Fiat- und Kryptowährungen.
- **Super-App-Funktionalität:** Die NAGA Pay-App vereint bereits Zahlungslösungen mit einem Aktiendepot und Copy-Trading. Das gesamte Leistungsspektrum der NAGA soll voraussichtlich im laufenden Jahr in einer App als One-Stop-Shop konzentriert werden.
- **Agilität eines Mittelständlers und Skin-in-the-game:** Dank schlanker Strukturen und kurzer Entscheidungswege kann NAGA schnell auf Marktveränderungen reagieren und unprofitable Geschäftsbereiche kurzfristig schließen. Bei den Entscheidungen dürften die Anreize von CEO Octavian Patrascu als größtem Aktionär im Einklang mit den Minderheitsaktionären stehen. Seit dem Merger hat er dem Unternehmen via Wandelanleihe und Kreditfazilität bis zu 18 Mio. EUR zur Verfügung gestellt.

### Schwächen

- **Hohe Churn-Rate:** Wie in der Branche üblich, ist die Abwanderungsrate von Kunden hoch, weshalb hohe kontinuierliche Marketingausgaben zur Akquise von Neukunden erforderlich sind.
- **Hoher Wettbewerb:** NAGA steht im Wettbewerb mit deutlich größeren Unternehmen, die teilweise eine ähnliche Funktionalität bieten und vergleichbare Super-App-Ambitionen aufweisen.
- **Markenbekanntheit noch ausbaufähig:** Im Vergleich zu den großen Wettbewerbern, befindet sich die Marke aufgrund der vergleichsweise späten Gründung noch im Aufbau. In wichtigen Regionen, in denen die Key Way Group mit der CAPEX-Marke aktiv war, wurde die NAGA-Marke sogar Ende 2024 erstmals eingeführt.

### Chancen

- **Skalierbares Geschäftsmodell:** Als Brokerage- und Payment-Anbieter hat NAGA ein grundsätzlich skalierbares Geschäftsmodell, bei dem ab einer gewissen kritischen Größe hohe Margen erzielt werden können.
- **Netzwerk-Effekte:** Sowohl der Nutzen des Social-Feeds als auch die Copy-Trading-Option könnte von Netzwerk-Effekten profitieren, da Trader Anreize haben von möglichst vielen Nutzern kopiert zu werden, während Kopierer von einer größeren Auswahl profitieren.

### Risiken

- **Regulierung:** Da der Großteil der Retail-Kunden bei CFD-Brokern (darunter auch NAGA) Geld verliert, könnten zukünftig mehr Regulierungen auf die Branche zukommen. Beispielsweise handeln EU-Kunden u.a. aufgrund starker Regulierungen bezüglich der handelbaren Instrumente deutlich weniger.
- **Ineffizientes Marketing:** Es ist denkbar, dass aus einer aufwendigen Leads-Generierung nur eine geringe Anzahl neuer finanzieller Accounts folgt. Darüber hinaus kann sich nach der Kundenakquirierung das Marktumfeld ändern, wodurch sich die neuen Kunden als weniger aktiv und profitabel erweisen als ursprünglich angenommen.



## Disclaimer

Dieses Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zu einem Kauf oder einem Verkauf irgendwelches Wertpapiers dar. Es dient ausschließlich zu Informationszwecken. Dieses Dokument enthält lediglich eine unverbindliche Meinungsäußerung zu den angesprochenen Anlageinstrumenten und den Marktverhältnissen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung des Dokuments. Aufgrund des Inhalts, der der allgemeinen Information dient, ersetzt dieses Dokument bei Anlageentscheidungen nicht die persönliche anleger- und objektgerechte Beratung und vermittelt nicht die für eine Anlageentscheidung grundlegenden Informationen, die in anderen Quellen, insbesondere in ordnungsgemäß genehmigten Prospekten, formuliert sind. Alle in diesem Dokument verwendeten Daten und die getroffenen Aussagen basieren auf Quellen, die wir für zuverlässig halten. Wir übernehmen jedoch keine Gewähr für deren Richtigkeit oder für deren Vollständigkeit. Enthaltene Meinungsäußerungen geben die persönliche Einschätzung des Autors zu einem bestimmten Zeitpunkt wieder. Diese Meinungen können jederzeit und ohne Ankündigung geändert werden. Eine Haftung des Analysten oder der ihn beauftragenden Institutionen sowohl für direkte als auch für indirekte Schäden ist ausgeschlossen. Dieser vertrauliche Bericht wird nur einem begrenzten Empfängerkreis zugänglich gemacht. Eine Weitergabe oder Verteilung an Dritte ist nur mit Genehmigung durch Montega zulässig. Alle gültigen Kapitalmarktregeln, die Erstellung, Inhalt und Vertrieb von Research in den verschiedenen nationalen Rechtsgebieten betreffen, sind anzuwenden und sowohl vom Lieferanten als auch vom Empfänger einzuhalten. Verbreitung im Vereinigten Königreich: Das Dokument ist nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die berechnigte Personen oder freigestellte Personen im Sinne des Financial Services Act 1986 oder eines auf seiner Grundlage erfolgten Beschlusses sind, oder an Personen, die in Artikel 11 (3) des Financial Act 1986 (Investments Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (in der jeweils geltenden Fassung) beschrieben sind, und es ist nicht beabsichtigt, dass sie direkt oder indirekt an einen anderen Kreis von Personen weitergeleitet werden. Weder das Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika, Kanada, Japan oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden.

### Hinweis gemäß MiFID II (Stand: 10.03.2025):

Die vorliegende Publikation wurde auf Basis einer vertraglichen Vereinbarung zwischen der Montega AG und dem Emittenten erstellt und von diesem vergütet. Dieses Dokument wurde weitreichend veröffentlicht sowie allen Interessenten zeitgleich zugänglich gemacht. Der Erhalt gilt somit als zulässiger geringfügiger nichtmonetärer Vorteil im Sinne des § 64 Abs. 7 Satz 2 Nr. 1 und 2 des WpHG.

### Zuständige Aufsichtsbehörde:

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht  
Graurheindorfer Str. 108  
53117 Bonn

### Informationsquellen:

Wesentliche Informationsquellen für die Erstellung der vorliegenden Analyse sind Veröffentlichungen des Emittenten sowie öffentlich zugängliche Informationen in- und ausländischer Medien, die Montega als zuverlässig erachtet. Des Weiteren wurden zur Erstellung der Analyse Gespräche mit Personen des Managements oder dem Bereich Investor Relations des betreffenden Unternehmens geführt.

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Publikation angegeben werden, sind Schlusskurse des in der Analyse angegebenen Datums (bzw. des Vortags), soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird. Die vorliegende Publikation spiegelt die aktuelle Einschätzung der Analysten wider. Eine Aktualisierung oder fortlaufende, regelmäßige Kommentierung kursrelevanter Ereignisse findet nicht statt.

### Wesentliche Grundlagen und Maßstäbe der im Dokument

**enthaltenen Werturteile:** Die Bewertungen, die den Anlageurteilen der Montega AG zugrunde liegen, stützen sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie das DCF-Modell, PeerGroup-Vergleiche, gegebenenfalls auf ein Sum-of-the-parts-Modell.

### Erklärung gemäß § 85 WpHG und Art. 20 Verordnung (EU) Nr. 596/2014 i.V.m. Delegierte Verordnung 2016/958 (Stand: 10.03.2025):

Montega hat mit diesem Unternehmen eine Vereinbarung über die Erstellung dieser Analyse getroffen. Diese Analyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht und danach geändert. Ein mit Montega verbundenes Unternehmen kann am Grundkapital des Emittenten beteiligt sein oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen halten.

### Kontakt Montega AG:

Schauenburgerstraße 10  
20095 Hamburg  
www.montega.de / Tel: +49 40 4 1111 37 80