

15. März 2021
Research-Comment

SMC Research
Small and Mid Cap Research



The NAGA Group AG

In großen Schritten vorwärts

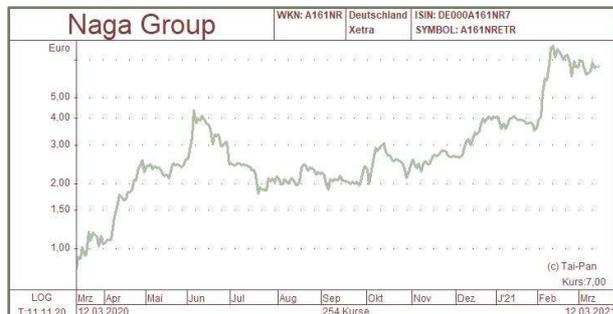
Urteil: Buy (unverändert) | Kurs: 7,00 € | Kursziel: 8,90 € (zuvor: 7,30 €)

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

Wachstumstempo wird weiter forciert



Stammdaten

Sitz:	Hamburg
Branche:	FinTech
Mitarbeiter:	150
Rechnungslegung:	IFRS
ISIN:	DE000A161NR7
Ticker:	N4G:GR
Kurs:	7,00 Euro
Marktsegment:	Scale
Aktienzahl:	42,0 Mio. Stück
Market Cap:	294,4 Mio. Euro
Enterprise Value:	291,0 Mio. Euro
Free-Float:	12,1 %
Kurs Hoch/Tief (12 M):	9,30 / 0,80 Euro
Ø Umsatz (Xetra, 12 M):	216,1 Tsd. Euro

GJ-Ende: 31.12.	2020e	2021e	2022e
Umsatz (Mio. Euro)	25,9	54,5	82,4
EBITDA (Mio. Euro)	6,0	14,0	21,6
Jahresüberschuss	3,2	10,5	14,4
EpS	0,08	0,23	0,31
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00
Umsatzwachstum	316,4%	110,2%	51,2%
Gewinnwachstum	-	225,0%	37,1%
KUV	11,36	5,40	3,57
KGV	91,1	28,0	20,4
KCF	5.223,1	46,9	34,4
EV / EBITDA	48,2	20,8	13,5
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%

Aktuelle Entwicklung

Der Trend bei den operativen Kennzahlen von NAGA zeigt weiter steil nach oben. Nachdem die Zahl der Neuanmeldungen auf der Plattform bereits im Januar mit 25,5 Tsd. in Relation zum Vorjahreswert (3,9 Tsd.) vervielfacht werden konnte, brachte der Februar einen weiteren deutlichen Anstieg auf 37 Tsd. (Vorjahr: 4,6 Tsd.). Der starke Kundenzuspruch zeigt sich auch positiv in den Handelsaktivitäten. Die Zahl der Echtgeldtransaktionen belief sich im Januar auf 765 Tsd. (Vorjahr: 281 Tsd.) und erreichte im Februar die Marke von 1 Mio. (Vorjahr: 318 Tsd.). Das Handelsvolumen bewegte sich infolgedessen mit 18,5 Mrd. Euro (+216 Prozent) bzw. mehr als 20 Mrd. Euro (+197 Prozent) ebenfalls weit über dem Niveau aus 2020. Immer beliebter wird dabei die Option, die Handelsaktivitäten erfolgreicher Trader mit der Kopierfunktion nachzubilden. Die Zahl kopierter Trades lag im Februar mit 560 Tsd. um 75 Prozent über dem Januar und um 600 Prozent über dem Vorjahreswert.

Rahmenvertrag mit US-Investor

Die Wachstumsstrategie, die NAGA im letzten Jahr mit einer dynamischen internationalen Expansion eingeleitet hat, geht damit voll auf – und wird weiter forciert. Den nötigen finanziellen Spielraum liefert nun eine Investorenvereinbarung mit dem US-Investor Yorkville, der sich bereit erklärt hat, in einem Zeitraum von drei Jahren unter bestimmten Bedingungen zinslose Wandelanleihen mit einem Gesamtvolumen von 25 Mio. Euro zu zeichnen. Diese werden jeweils mit einem Discount von 5 Prozent zum Nominalwert emittiert und können mit einem Abschlag von 5 Prozent auf den Durchschnittskurs der fünf Tage vor der Ausübung gewandelt werden. Eine erste Tranche mit einer kumulierten Höhe von 8 Mio. Euro soll zeitnah ausgegeben werden.

Fazit

Wir sehen den Finanzierungsdeal trotz der damit einhergehenden Verwässerung positiv, denn der große Erfolg der Expansionsstrategie legt nahe, dass das Unternehmen zusätzliches Kapital sehr effektiv zur Wachstumsstimulierung einsetzen kann. Zwar gehen wir davon aus, dass zunächst auch die Ausgaben für die Kundengewinnung steigen werden, doch perspektivisch verspricht die stark wachsende Nutzerbasis auch positive Impulse für die Marge. Als Reaktion auf die weitere Beschleunigung der Geschäftsentwicklung im Februar haben wir unsere Schätzungen sowohl für

2021 als auch für die Folgezeit weiter angehoben. Zusammen mit der unterstellten Verwässerung, dem Roll-over des Modells auf das neue Basisjahr 2021 und einer leichten Absenkung des Diskontierungszinnes (zu den Modellanpassungen siehe S. 4) hat sich unser Kursziel von 7,30 auf 8,90 Euro erhöht. Auch nach der starken Entwicklung der Aktie trauen wir ihr somit ein weiteres Potenzial von mehr als 20 Prozent zu und bekräftigen unsere Einstufung mit „Buy“.

Anhang I: DCF-Modell

Mio. Euro	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028
Umsatzerlöse	54,5	82,4	101,3	120,3	139,0	156,1	168,8	177,3
Umsatzwachstum		51,2%	23,1%	18,7%	15,5%	12,3%	8,1%	5,1%
EBIT-Marge	20,4%	22,7%	27,1%	29,8%	31,4%	31,6%	32,4%	32,5%
EBIT	11,1	18,7	27,5	35,9	43,6	49,4	54,7	57,7
Steuersatz	5,0%	20,0%	25,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,6	3,7	6,9	10,8	13,1	14,8	16,4	17,3
NOPAT	10,6	14,9	20,6	25,1	30,5	34,6	38,3	40,4
+ Abschreibungen & Amortisation	2,9	2,9	2,6	1,8	1,9	1,9	0,6	0,2
+ 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	13,5	17,9	23,2	26,9	32,4	36,4	38,9	40,6
- Zunahme Net Working Capital	-6,0	-7,9	-6,9	-3,7	-3,2	-2,0	-2,2	-2,4
- Investitionen AV	-1,0	-1,1	-1,1	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2
Free Cashflow	6,5	8,8	15,2	22,1	28,1	33,2	35,5	37,0

SMC Schätzmodell

Modellanpassungen

Nach den sehr starken Februarzahlen und der zu erwartenden weiteren Stimulierung des Wachstums durch die Finanzierungsvereinbarung mit Yorkville gehen wir nun davon aus, dass NAGA die Zielspanne für den Umsatz (50 bis 52 Mio. Euro) übertreffen und 54,5 Mio. Euro erreichen wird; bislang hatten wir mit 50 Mio. Euro gerechnet. Wegen der Kosten der zusätzlichen Wachstumsinvestitionen heben wir unsere Einschätzung zum EBITDA nicht so stark an und rechnen nun mit einem Wert in der Mitte des vom Management formulierten Zielkorridors (13 bis 15 Mio. Euro), zuvor hatten wir mit 13 Mio. Euro kalkuliert. Der unterstellte stärkere Ausbau des Kundstamms führt in den Folgejahren ebenfalls zu höheren Erlösen, dank derer ab 2023 auch der Margenpfad über unserer bisherigen Projektion liegt. Die Zielmarke zum Ende des Detailprognosezeitraums

taxieren wir nun auf 32,5 Prozent (bisher: 31,7 Prozent). Im Gegenzug haben wir eine zusätzliche Verwässerung um ca. 3,6 Mio. Aktien aus der Emission von Wandelanleihen einkalkuliert. Mit der Aktualisierung des Modells haben wir auch den Roll-over auf das neue Basisjahr 2021 vollzogen, was sich ebenfalls positiv auf den fairen Wert ausgewirkt hat. Außerdem haben wir in allen unseren Modellen die Marktrisikoprämie als Reaktion auf die Marktentwicklung von 6,5 auf 5,8 Prozent reduziert (das entspricht dem Durchschnittswert in Deutschland; Quelle: Survey: Market Risk Premium and Risk-Free Rate used for 81 countries in 2020). Der neue Diskontierungszins (WACC) für NAGA beträgt somit nun 7,5 Prozent (bisher 8,0 Prozent). In Summe aller Effekte hat sich der faire Wert deutlich von 7,30 auf 8,90 Euro je Aktie erhöht.

Anhang II: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028
AKTIVA									
I. AV Summe	107,8	105,9	104,1	102,6	102,0	101,3	100,6	101,2	102,2
1. Immat. VG	106,9	105,0	103,1	101,6	100,8	100,0	99,2	99,7	100,7
2. Sachanlagen	0,3	0,4	0,6	0,8	0,9	1,1	1,2	1,4	1,5
II. UV Summe	21,8	48,5	78,6	109,2	139,6	176,5	218,4	263,6	311,2
PASSIVA									
I. Eigenkapital	112,9	134,9	159,3	184,5	209,6	240,6	276,0	315,5	357,6
II. Rückstellungen	1,4	1,7	2,0	2,3	2,6	2,9	3,2	3,5	3,8
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	5,2	6,5	7,1	7,6	8,3	9,2	10,4	11,6	12,9
2. Kurzfristiges FK	10,1	11,4	14,4	17,5	21,1	25,0	29,4	34,2	39,2
BILANZSUMME	129,6	154,5	182,7	211,9	241,7	277,8	319,1	364,9	413,5

GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028
Umsatzerlöse	25,9	54,5	82,4	101,3	120,3	139,0	156,1	168,8	177,3
Gesamtleistung	26,9	55,5	83,4	102,3	121,3	140,0	157,1	169,8	178,3
Rohhertrag	23,5	48,4	72,7	89,2	105,7	121,9	136,8	147,9	155,3
EBITDA	6,0	14,0	21,6	30,1	37,7	45,5	51,3	55,4	57,9
EBIT	3,2	11,1	18,7	27,5	35,9	43,6	49,4	54,7	57,7
EBT	2,7	10,5	18,0	27,0	35,9	44,3	50,5	56,4	60,0
JÜ (vor Ant. Dritter)	2,9	10,0	14,4	20,2	25,1	31,0	35,4	39,5	42,0
JÜ	3,2	10,5	14,4	20,2	25,1	31,0	35,4	39,5	42,0
EPS	0,08	0,23	0,31	0,44	0,54	0,67	0,76	0,85	0,91

Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028
CF operativ	0,1	6,3	8,5	15,0	22,3	28,6	34,0	36,5	38,3
CF aus Investition	-1,0	-1,0	-1,1	-1,1	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2
CF Finanzierung	7,1	13,3	11,9	6,6	2,1	2,5	2,9	3,2	3,4
Liquidität Jahresanfa.	3,2	9,4	27,9	47,3	67,8	91,0	120,9	156,6	195,0
Liquidität Jahresende	9,4	27,9	47,3	67,8	91,0	120,9	156,6	195,0	235,5

Kennzahlen

Prozent	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028
Umsatzwachstum	316,4%	110,2%	51,2%	23,1%	18,7%	15,5%	12,3%	8,1%	5,1%
EBITDA-Marge	23,3%	25,7%	26,2%	29,7%	31,3%	32,7%	32,8%	32,8%	32,7%
EBIT-Marge	12,2%	20,4%	22,7%	27,1%	29,8%	31,4%	31,6%	32,4%	32,5%
EBT-Marge	10,3%	19,3%	21,9%	26,6%	29,8%	31,9%	32,4%	33,4%	33,9%
Netto-Marge (n.A.D.)	12,5%	19,3%	17,5%	20,0%	20,9%	22,3%	22,7%	23,4%	23,7%

Impressum & Disclaimer

Impressum

Herausgeber

sc-consult GmbH

Alter Steinweg 46

48143 Münster

Internet: www.sc-consult.com

Telefon: +49 (0) 251-13476-94

Telefax: +49 (0) 251-13476-92

E-Mail: kontakt@sc-consult.com

Verantwortlicher Analyst

Dipl.-Kfm. Holger Steffen

Charts

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

Disclaimer

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

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

1) Interessenkonflikte

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

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

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

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

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

II) Erstellung und Aktualisierung

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

An der Erstellung der vorliegenden Finanzanalyse hat mitgewirkt: -

Die vorliegende Analyse wurde am 15.03.2021 um 7:20 Uhr fertiggestellt und am 15.03.2021 um 7:30 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
15.01.2021	Buy	7,30 Euro	1), 3)
16.12.2020	Buy	5,30 Euro	1), 3), 4)
11.11.2020	Buy	4,40 Euro	1), 3)
30.07.2020	Buy	3,40 Euro	1), 3), 4)
09.04.2020	Speculative Buy	2,50 Euro	1), 3), 4)
15.01.2020	Hold	1,60 Euro	1), 3), 4)
18.11.2019	Hold	1,60 Euro	1), 3), 4)
28.08.2019	Hold	1,70 Euro	1), 3), 4)
22.07.2019	Hold	1,80 Euro	1), 3), 4)
30.04.2019	Hold	2,10 Euro	1), 3)

In den nächsten zwölf Monaten wird die sc-consult GmbH zu dem analysierten Unternehmen voraussichtlich folgende Finanzanalysen erstellen: Eine Studie, ein Update und einen Comment

Die Veröffentlichungstermine der Finanzanalysen stehen zum jetzigen Zeitpunkt noch nicht verbindlich fest.

Haftungsausschluss

Herausgeber der Studie ist die sc-consult GmbH. Die Herausgeberin übernimmt keinerlei Gewähr für die Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten in der Analyse. Die vorliegende Studie wurde unter Beachtung der deutschen Kapitalmarktvorschriften erstellt und ist daher ausschließlich für Kapitalmarktteilnehmer in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt; ausländische Kapitalmarktregelungen wurden nicht berücksichtigt und finden in keiner Weise Anwendung. Die Analyse dient ferner ausschließlich der unabhängigen und eigenverantwortlichen Information des Lesers und stellt keineswegs eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der besprochenen Wertpapiere dar. Ferner bilden weder diese Veröffentlichung noch die in ihr enthaltenen Informationen die Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendeiner Art. Jedes Investment in Aktien, Anleihen oder Optionen ist mit Risiken behaftet. Lassen Sie sich bei Ihren Anlageentscheidungen von einer qualifizierten Fachperson beraten.

Die Informationen und Daten in der vorliegenden Finanzanalyse stammen aus Quellen, die die Herausgeberin für zuverlässig hält. Bezüglich der Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten übernimmt die Herausgeberin jedoch keine Gewähr. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle Einschätzung der Ersteller wider. Diese Einschätzung kann sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Es wird keine Haftung für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art übernommen, die im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Finanzanalyse oder deren Befolgung stehen. Mit der Entgegennahme dieses Dokuments erklären Sie sich einverstanden, dass die vorhergehenden Regelungen für Sie bindend sind.

Copyright

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