

13. November 2023
Research-Update

SMC Research

Small and Mid Cap Research



Mehrfacher Gewinner
der renommierten
Refinitiv Analyst Awards

The NAGA Group AG

Starke Effizienzverbesserungen als Basis für globales Wachstum

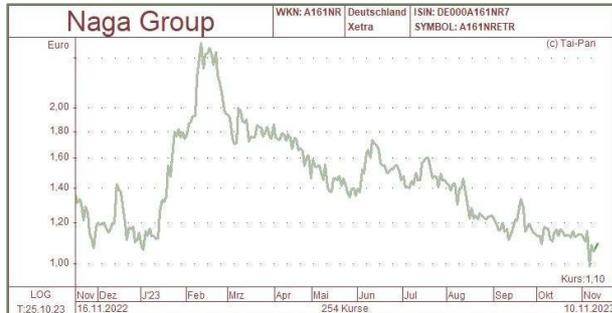
Urteil: Hold (unverändert) | Kurs: 1,096 € | Kursziel: 2,80 € (zuvor: 3,60 €)

Analyst: Dipl.-Kfm. Holger Steffen
sc-consult GmbH, Alter Steinweg 46, 48143 Münster

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

Telefon: +49 (0) 251-13476-93
Telefax: +49 (0) 251-13476-92
E-Mail: kontakt@sc-consult.com
Internet: www.sc-consult.com

Aktuelle Entwicklung



Stammdaten

Sitz:	Hamburg
Branche:	Fintech
Mitarbeiter:	117
Rechnungslegung:	IFRS
Ticker:	N4G:GR
ISIN:	DE000A161NR7
Kurs:	1,096 Euro
Marktsegment:	Scale
Aktienzahl:	54,0 Mio. Stück
Market Cap:	59,2 Mio. Euro
Enterprise Value:	62,5 Mio. Euro
Free-Float:	41,6 %
Kurs Hoch/Tief (12 M):	2,79 / 0,98 Euro
Ø Umsatz (12 M Xetra):	23,1 Tsd. Euro

Buchungsprobleme bewältigt

Der Wechsel des Wirtschaftsprüfers, die Erfassung neuer Aktivitäten und Tochtergesellschaften sowie insbesondere Probleme mit der buchhalterischen Erfassung von Geschäftsvorgängen im Kryptobereich haben zu starken Verzögerungen bei der Erstellung des Jahresabschlusses 2022 von NAGA geführt. Letztlich konnten die Schwierigkeiten mit dem Abschluss der Installation einer neuen Software für Kryptobuchungen bewältigt werden, so dass von dieser Seite keine Verzögerungen mehr für die Ermittlung der Zahlen der laufenden Finanzperiode zu erwarten sind.

Jahresabschluss 2022 veröffentlicht

Kürzlich konnte NAGA dann auch den Abschluss für 2022 veröffentlichen. Die Erlöse lagen mit 57,6 Mio. Euro (Vorjahr: 52,9 Mio. Euro) etwas über der Taxe (53 bis 55 Mio. Euro), die im Frühjahr kommuniziert worden war. Dabei wurden 50,8 Mio. Euro (Vorjahr: 48,8 Mio. Euro) im klassischen Brokerage-Geschäft eingenommen und 6,8 Mio. Euro (Vorjahr: 4,1 Mio. Euro) mit dem Handel von NAGA-Coins. Zuzüglich aktivierter Programmierleistungen und abzüglich direkter Handelskosten resultierte daraus ein Bruttoer-

GJ-Ende: 31.12.	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Umsatz (Mio. Euro)	24,4	52,9	57,6	39,3	45,4	54,7
EBITDA (Mio. Euro)	4,5	-4,2	-13,7	5,8	7,9	10,4
JÜ (Mio. Euro)	-0,6	-10,1	-37,0	-1,6	1,4	7,8
EpS (Euro)	-0,01	-0,23	-0,69	-0,03	0,02	0,12
Dividende je Aktie (Euro)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Umsatzwachstum	219,6%	117,1%	8,9%	-31,7%	15,4%	20,5%
Gewinnwachstum	-	-	-	-	-	443,0%
KUV	2,43	1,12	1,03	1,51	1,31	1,08
KGV	-	-	-	-	41,5	7,6
KCF	36,7	-	-	16,4	10,4	7,2
EV / EBITDA	13,9	-	-	10,7	7,9	6,0
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

trag von 48,5 Mio. Euro, 6 Prozent mehr als im Vorjahr. Gleichzeitig sind aber wegen der Fokussierung auf das Wachstum wichtige Kostenpositionen deutlich stärker gestiegen. Die Entwicklungsaufwendungen haben um 92 Prozent auf 6,7 Mio. Euro zugelegt, die Personalaufwendungen um 34 Prozent auf 10,7 Mio. Euro und die SBA um 50 Prozent auf 12,0 Mio. Euro. Lediglich die separat ausgewiesenen Marketingaufwendungen lagen mit 28,3 Mio. Euro unter dem Vorjahreswert, aber immer noch auf einem sehr hohen Niveau. Darüber hinaus haben notwendige Abwertungen (3,7 Mio. Euro) auf zu Handelszwecken gehaltene NAGA-Coins und die Abschreibung auf Forderungen (1,4 Mio. Euro) gegen NDAL, den Partner beim Coin-Projekt, das operative Ergebnis belastet, so dass sich das EBITDA gegenüber dem Vorjahr von -4,2 auf -13,7 Mio. Euro deutlich verschlechtert hat.

Geschäftszahlen	2021	2022	Änderung
Umsatz	52,9	57,6	+8,9%
- Brokerage	48,8	50,8	+4,1%
- NGC-Handel	4,1	6,8	+66,6%
Bruttoertrag	45,7	48,5	+6,0%
EBITDA	-4,2	-13,7	-
EBIT	-9,5	-36,9	-
Nettoergebnis	-10,1	-37,0	-

In Mio. Euro bzw. Prozent; Quelle: Unternehmen

Hoher Verlust

Noch stärker als das EBITDA wurde das EBIT durch Wertminderungen auf NAGA-Coins belastet, da auf der Ebene der Abschreibungen diejenigen erfasst wurden, die zu Investitionszwecken gehaltene Bestände betrafen – und das war der überwiegende Teil. Die vollständige Wertberichtigung führte zu einer Belastung in Höhe von 15,3 Mio. Euro. Hinzu kamen planmäßige Abschreibungen auf Software sowie auf aktivierte Entwicklungs- und Kundengewinnungskosten in Höhe von 7,8 Mio. Euro. In Summe führte das zu einem EBIT von -36,9 Mio. Euro, nach -9,5 Mio. Euro in 2021. Bei einem leicht negativen Finanzergebnis (-0,3 Mio. Euro), einem kleinen Steuerertrag (0,1 Mio. Euro) und einem minimalen Verlust-

anteil Dritter resultierte daraus ein Gesamtergebnis von -37,0 Mio. Euro (Vorjahr: -10,8 Mio. Euro).

Liquidität reduziert

Dank der Reserven, die mit größeren Kapitalmaßnahmen im Jahr 2021 aufgebaut wurden, konnte NAGA den mit dem Verlust verbundenen Zahlungsmittelabfluss aus den Beständen decken. Das zeigt sich im Investitions-Cashflow, in dem sich die Auflösung von Geldmarktpositionen (+27,1 Mio. Euro) positiv niedergeschlagen hat, während die letztmals im größeren Umfang in der ersten Jahreshälfte 2022 durchgeführten Investitionen in NAGA-Coins (-8,2 Mio. Euro) sowie die Software- und Produktentwicklung (-5,9 Mio. Euro) für Abflüsse gesorgt haben. Insgesamt war der Investitions-Cashflow dadurch mit 9,2 Mio. Euro im Plus, während der operative Cashflow mit -14,5 Mio. Euro deutlich negativ ausgefallen ist. Bei einem minimalen Abfluss aus Finanzierungstätigkeit (-0,1 Mio. Euro) hat sich die Liquidität im Jahresverlauf infolgedessen von 8,6 auf 3,1 Mio. Euro reduziert.

EK-Quote weiter sehr hoch

Zurückgegangen ist wegen des hohen Verlusts auch das Eigenkapital, und zwar von 163,1 auf 126,1 Mio. Euro. Zugleich hat die Bilanzsumme von 177,4 auf 146,9 Mio. Euro abgenommen, so dass die Eigenkapitalquote nur von 92,0 auf 85,8 Prozent gesunken ist und damit immer noch sehr hoch ausfällt. Allerdings entfällt auf der Aktivseite ein hoher Anteil auf immaterielle Vermögensgegenstände (114,2 Mio. Euro, 77,7 Prozent) und insbesondere auf den Geschäfts- und Firmenwert (94,9 Mio. Euro, 64,6 Prozent) des Brokerage-Geschäfts. Die kurzfristig fälligen Verbindlichkeiten lagen zum Jahresende 2022 bei 20,8 Mio. Euro, dem stand aber neben der Liquidität auch ein nur kurzfristig gebundenes Vermögen in Höhe von 28,8 Mio. Euro gegenüber.

Wende eingeleitet

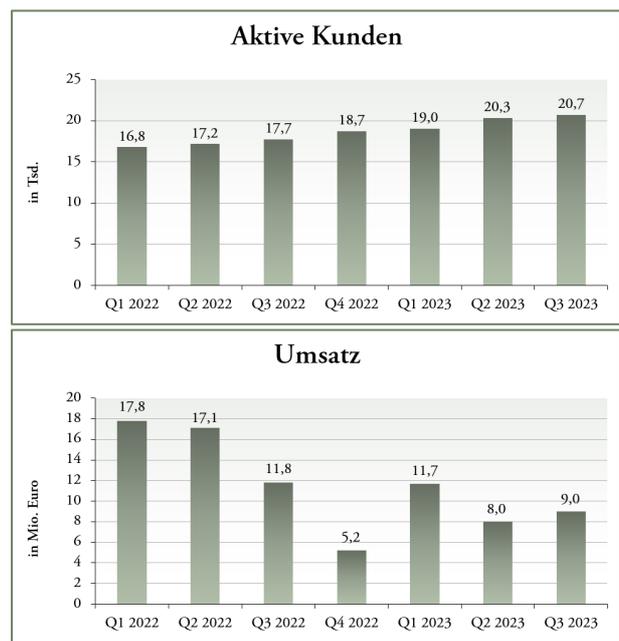
Auf die massive Eintrübung des Marktumfelds und die hohen Verluste hat NAGA im Jahresverlauf 2022 mit einer Strategiewandlung reagiert. Statt weiter auf ein möglichst schnelles Wachstum zu setzen, wurde der Fokus auf eine rasche Erreichung des Break-even

gerichtet, was mit einer deutlichen Kürzung der Kosten und mit umfassenden Maßnahmen zur Effizienzsteigerung verbunden war. Im Nachgang wurde im laufenden Jahr auch das Führungsteam erweitert und die Aufgaben neu verteilt. Neuer CEO ist seitdem Michael Milonas, der zuvor bereits die wichtigste operative Einheit NAGA Markets geleitet hatte und nun auf Gruppenebene insbesondere die Verantwortung für die strategische Weiterentwicklung und den Abschluss neuer Vertriebspartnerschaften übernommen hat. Der Mitgründer und bisherige CEO Benjamin Bilski ist aus dem Vorstand ausgeschieden und konzentriert sich jetzt als Chief Information Officer auf die Technologie und Innovationen, da er in diesen Bereichen seine Kernkompetenzen sieht. Damit wird die AG nur noch von einem zweiköpfigen Vorstand geleitet, mit Andreas Luecke als zweitem Mitglied und Head of Legal. Zur Führungsmannschaft der Gruppe gehören außerdem Fahad Al Ahbabi als Head of GCC Region, Sam Chaney als Chief Commercial Officer und Ali Farid Khwaja als Chief Strategic Advisor.

Effizienz stark verbessert

NAGA hat wegen der Schwierigkeiten in der Buchhaltung noch keinen Halbjahresbericht für 2023 veröffentlicht, diesen aber für Dezember in Aussicht gestellt. Bekannt gegeben werden konnten bereits vorläufige Eckdaten für die ersten neun Monate, die zeigen, dass bereits große Fortschritte erreicht wurden. Im laufenden Jahr ist es der Gesellschaft bislang gelungen, die Zahl der aktiven Kunden deutlich zu steigern – von 17,7 Tsd. vor Jahresfrist auf 20,7 Tsd. im dritten Quartal (siehe Abbildung). Darin zeigen sich die erfolgreichen Maßnahmen zur Neukundengewinnung ebenso wie die rückläufige Abwanderung von Bestandskunden – die sog. Churn Rate konnte im Neunmonatszeitraum von 8,4 Prozent im Vorjahr auf 5,3 Prozent reduziert werden. Zugelegt haben zugleich auch die Einzahlungen der Neukunden, um 42 Prozent auf 8,9 Mio. Euro, sowie das Kundeneigenkapital, das sich sogar um 47 Prozent auf 34 Mio. Euro erhöhte. Bemerkenswert sind diese Fortschritte bei den KPIs vor dem Hintergrund, dass das Unternehmen zugleich die Ausgaben für Marketing und Vertrieb von 26 auf 4 Mio. Euro gesenkt hat. Damit

sind die Kosten je neu akquiriertes Konto – 10 Tsd. im laufenden Jahr, nach 12,5 Tsd. in den ersten neun Monaten von 2022 – von 1.269 auf 181 Euro zurückgegangen. Erreicht wurde diese spektakuläre Verbesserung durch eine umfangreiche Analyse und Umgestaltung des Maßnahmenmixes, in dessen Rahmen u.a. stärker auf Automatisierung gesetzt wurde und kostenintensive Partnerprogramme beendet und umgestaltet worden sind.



Quelle: Unternehmen

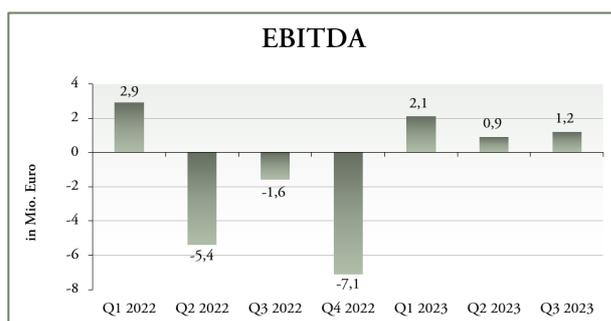
Umsatz unter Vorjahr

Der Ausbau des aktiven Kundenstamms hat trotz des schwierigen Marktumfelds in den ersten neun Monaten zu einem Wachstum der ausgeführten Transaktionen von 6,2 auf 7,3 Mio. geführt, aus dem ein Anstieg des Handelsvolumens von 98 auf 110 Mrd. Euro resultierte. Der generierte Umsatz ist im Neunmonatszeitraum nach vorläufigen Berechnungen trotzdem von 46,7 auf 28,4 Mio. Euro zurückgegangen, womit rein rechnerisch der Erlös pro Trade von rd. 7,50 auf 3,90 Euro gesunken ist. Dieser Wert schwankt im Zeitablauf relativ stark, vor allem in Abhängigkeit von positiven und negativen Ergebnisbeiträgen aus dem Handels- und Absicherungsgeschäft in Bezug auf Kundenpositionen. Ein Wachstumstreiber war im laufenden Jahr das Payment-Angebot (NAGA Pay), das in jedem Quartal der aktuellen Periode zwei-

stellig zugelegt hat und damit kumuliert in den ersten neun Monaten einen Umsatzbeitrag von 0,25 Mio. Euro generiert hat.

EBITDA deutlich positiv

Die Kosten sind in den ersten neun Monaten erheblich stärker gesunken als die Erlöse. Neben der kräftigen Reduktion der Marketingausgaben wurden durch eine Reduktion des Mitarbeiterstamms auch die Personalkosten von 8,1 auf 5,8 Mio. Euro gesenkt, außerdem waren die Investitionen in die Technologie (von 5,8 auf 3,6 Mio. Euro) und die sonstigen betrieblichen Ausgaben (von 7,2 auf 3,8 Mio. Euro) rückläufig. Infolgedessen hat NAGA in diesem Jahr in jedem Quartal ein positives EBITDA erwirtschaftet. Nach neun Monaten summiert sich dieses (ebenfalls vorläufig) auf +4,2 Mio. Euro, nach einem Verlust in derselben Höhe im Vorjahr.



Quelle: Unternehmen

Weitere Finanzierungsmaßnahmen

Zum Cashflow und zur Liquidität hat das Unternehmen noch keine Zahlen veröffentlicht, allerdings wurde im zweiten Quartal eine größere Finanzierungsmaßnahme durchgeführt. Hierbei hat NAGA unter Ausschluss des Bezugsrechts eine Wandelanleihe im Volumen von 8,2 Mio. US-Dollar bei einem Investor platziert. Das Papier wurde mit einem Kupon von 11 Prozent und einem Wandlungspreis von 1,97 US-Dollar ausgestattet. Kurz vor Ende der Laufzeit wurde die Struktur angepasst. Da der Inhaber auf eine Wandlung verzichtet hat, wurden per Ende Oktober 6 Mio. US-Dollar getilgt. Eine weitere Zahlung in Höhe von 2,7 Mio. US-Dollar, die auch die aufgelaufenen Zinsen abdeckt, wurde für Ende Januar 2024 vereinbart. Für die Begleichung der ersten Zahlungs-

tranche hat das Unternehmen ein Darlehen bei einem institutionellen Investor mit einer Laufzeit von zwölf Monaten aufgenommen.

Nächste Phase der Expansion

NAGA ist damit in der aktuellen Finanzperiode in eine neue Entwicklungsphase eingetreten. In den letzten Jahren wurde der Vertrieb zwar auch schon intensiviert, was zu einem hohen Umsatzwachstum geführt hat, aber der Fokus lag noch stark auf der Entwicklung der Plattformen mit Lösungen für die Segmente Brokerage und Social Trading, Krypto und Payment. Inzwischen wurden die dafür entwickelten Systeme erfolgreich im Markt etabliert. Zum Teil sind es noch Insellösungen, aber eine Zusammenführung unter einem Dach zu einer Super-App für den Finanzbereich ist für 2024 geplant. Die Plattformen bieten nun eine sehr gute Grundlage für die weitere internationale Expansion und den Abschluss von Partnerschaften, mit denen NAGA das Wachstum weiter stimulieren will. Der Fokus liegt dabei insbesondere auf den Schwellenländern. Seit der Intensivierung der Bemühungen im März konnte das Unternehmen schon mehr als 190 neue Partner anbinden, außerdem wurden vier neue Niederlassungen eröffnet (siehe Abbildung oben auf der nächsten Seite). Erweitert wurde das Angebot zu Jahresanfang auch um eine spezielle Lösung (Institutional Desk) für Kunden mit einem sehr hohen Handelsvolumen. Hier wurden im zweiten Quartal erste Partner gewonnen.

Erstes White-Label-Angebot

Zur Beschleunigung der globalen Marktdurchdringung bietet NAGA seine Technologie interessierten Partnern auch auf White-Label-Basis im Rahmen eines SaaS-Angebots an. Die erste Lösung nach diesem Modell startet noch in diesem Jahr von einem Online-Brokerage-Anbieter aus Kuwait, der auf dieser Basis Social Trading im Nahen Osten offerieren wird. Erste Erlöse aus diesem neuen Modell, das NAGA transaktionsabhängige Umsätze einbringen soll, erwartet das Management dann Anfang 2024. Einen weiteren Expansionsschwerpunkt stellt im laufenden Jahr der Payment-Bereich dar, der mit der Integration zahlreicher weiterer Zahlungslösungen deutlich ausgebaut wurde. Darüber hinaus arbeitet NAGA an einer Aus-

Global Expansion has just begun

Targeted expansion rollout in 2023 at a quick pace



Tangible results after only 120 days since start:

- Over 190 new partners onboarded
- Over EUR 400k revenue generated
- Over EUR 1 million in client deposits acquired
- More than 50 staff members hired directly or indirectly

Expansionsmaßnahmen und -resultate im laufenden Jahr; Quelle: Unternehmen

weiterung des weltweiten Lizenzportfolios für die verfolgten Aktivitäten und, zusammen mit dem Partner Rezolve, an der Integration verschiedener KI-Funktionalitäten in die Plattform.

Prognose veröffentlicht

Mit dem Geschäftsbericht hat das Unternehmen auch eine Prognose für das laufende Jahr veröffentlicht. Der Strategiewechsel wird demgemäß zu rückläufigen Erlösen führen, das aber dank der massiven Effizienzverbesserungen bei gleichzeitig deutlich überproportional reduzierten Kosten. Auf dieser Basis erwartet das Management ein stark verbessertes und positives EBITDA, was durch die vorläufigen Neunmonatszahlen auch untermauert wird.

Strategische Transaktion möglich

Weiter auf der Agenda steht eine mögliche strategische Transaktion, die zu einem Zusammenschluss mit einem multinationalen Brokerage-Unternehmen führen könnte. Gemäß den Angaben im Geschäftsbericht läuft aktuell nach wie vor die Due Diligence, im Erfolgsfall könnte der Abschluss des Prozesses noch im vierten Quartal erfolgen. NAGA soll auch in diesem Fall seine Börsennotierung beibehalten.

Neue Schätzungen für 2023

Wir stufen die verfolgte Strategie als aussichtsreich ein und sehen gute Chancen für eine deutliche Steigerung der Erlöse in den nächsten Jahren. Für 2023 müssen wir unsere Umsatzschätzungen aber erheblich reduzieren, da NAGA die Marketingausgaben stärker gekürzt hat, als wir das erwartet haben. Auch ist der Umsatz pro Trade im bisherigen Jahresverlauf niedriger ausgefallen, als von uns unterstellt. Wir erwarten daher für 2023 jetzt Konzern Erlöse in Höhe von 39,3 Mio. Euro (bislang: 59,4 Mio. Euro) und ein EBITDA von 5,8 Mio. Euro (bislang: 7,8 Mio. Euro). Der Free-Cashflow dürfte infolgedessen positiv ausfallen. Bislang war das EBITDA dafür noch kein guter Indikator, da Marketingaufwendungen im signifikanten Umfang aktiviert wurden, so dass das EBITDA entlastet wurde (während sich die Abschreibungen erhöht haben), was aber trotzdem mit Zahlungsmittelabflüssen verbunden war. Nach der Änderung des Marketingmixes fallen jetzt keine (oder nur noch geringe) aktivierbaren Aufwendungen mehr an, womit das EBITDA inzwischen ein deutlich besserer Indikator für die Entwicklung des Cashflows ist.

Mio. Euro	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028	12 2029	12 2030
Umsatzerlöse	39,3	45,4	54,7	68,7	83,5	98,1	111,1	120,1
Umsatzwachstum		15,4%	20,5%	25,7%	21,5%	17,4%	13,3%	8,2%
EBITDA	5,8	7,9	10,4	13,8	18,2	22,2	26,2	29,6
EBIT	-1,2	1,5	7,8	10,9	15,6	19,6	23,3	26,4
Steuersatz	0,0%	0,0%	5,0%	10,0%	10,0%	10,0%	15,0%	30,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,0	0,0	0,4	1,1	1,6	2,0	3,5	7,9
NOPAT	-1,2	1,5	7,4	9,8	14,0	17,6	19,8	18,5
+ Abschreibungen & Amortisation	7,0	6,4	2,6	2,9	2,6	2,6	2,9	3,2
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Sonstiges	2,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Operativer Brutto Cashflow	7,8	7,9	10,0	12,7	16,7	20,2	22,7	21,6
- Zunahme Net Working Capital	-3,3	-1,9	-1,9	-0,8	-0,6	-0,2	-0,3	-0,4
- Investitionen AV	-1,9	-2,2	-2,4	-2,6	-2,9	-3,2	-3,5	-3,9
Free Cashflow	2,6	3,8	5,7	9,3	13,2	16,8	18,8	17,4

SMC-Schätzmodell

Impulse aus internationaler Expansion

Ab dem nächsten Jahr sollen die positiven Impulse der internationalen Expansion für einen Umsatzschub sorgen. Das Unternehmen plant, schon im ersten Halbjahr 2024 die Hälfte der Erlöse global (d.h. außerhalb von Europa) zu erzielen – nach etwa 10 Prozent in den ersten sechs Monaten 2023 (siehe Abbildung).



Quelle: Unternehmen

Expansionspfad komplett überarbeitet

Wir haben auf Basis dieses Ziels und der veröffentlichten Zahlen die Umsatz- und Kostenentwicklung komplett überarbeitet und erwarten nun für 2024 ein Erlöswachstum um 15,4 Prozent auf 45,4 Mio. Euro sowie eine Verbesserung des EBITDA um 35 Prozent auf 7,9 Mio. Euro. Den Zielumsatz im Jahr 2030 sehen wir nun bei 120,1 Mio. Euro und die EBITDA-Marge bei 24,6 Prozent. Während die Erlöse zum Ende des Detailprognosezeitraums aufgrund der erheblich niedrigeren Ausgangsbasis (trotz einer von 16 auf 17 Prozent erhöhten CAGR23/30) deutlich unter dem bisherigen Wert (169,8 Mio. Euro) liegen, haben wir die Zielmarge wegen der massiven Effizienzverbesserungen trotz der geringeren Erlöse nur moderat reduziert (bislang: 26,4 Prozent). Die Tabelle oben auf dieser Seite enthält die aus unseren Schätzungen abgeleiteten wichtigsten Cashflow-Kennzahlen bis 2030. Weitere Details bietet der Anhang.

Rahmenparameter unverändert

Anschließend rechnen wir zur Ermittlung des Terminal Value nach wie vor mit einem 25-prozentigen Abschlag auf die Zielmarge des Jahres 2030 und mit einem „ewigen“ Cashflow-Wachstum von 1 Prozent

p.a. Ebenfalls unverändert bleibt der Diskontierungszinssatz (WACC) von 8,5 Prozent. Dabei haben wir Eigenkapitalkosten nach CAPM in Höhe von 11,2 Prozent (mit: sicherem Zins 2,5 Prozent, Marktrisiko-prämie 5,8 Prozent und Betafaktor 1,5) sowie eine Zielkapitalstruktur mit 40 Prozent Fremdkapital (die ein hohes Leverage-Potenzial im eingeschwungenen Zustand abbildet), einen FK-Zins von 6,5 Prozent und einen Steuersatz für das Tax-Shield von 30 Prozent unterstellt.

Kursziel: 2,80 Euro

Mit den Modellanpassungen liegt der von uns ermittelte faire Wert nun bei 175,5 Mio. Euro. Die hypothetisch voll verwässerte Aktienbasis taxieren wir jetzt auf 62,4 Mio. Stück, dabei haben wir für das laufende

Jahr und für 2024 jeweils eine Kapitalerhöhung unterstellt, die die Möglichkeit für den Einstieg von strategischen Investoren bieten würden. Daraus errechnet sich ein fairer Wert je Aktie von 2,81 Euro, woraus wir 2,80 Euro als neues Kursziel ableiten (eine Sensitivitätsanalyse zur Kurszielermittlung findet sich im Anhang). Die signifikante Reduktion gegenüber unserer bisherigen Taxe (3,60 Euro) resultiert aus dem deutlich abgesenkten Umsatz- und Ergebnisfad als Reaktion auf den kräftigen Rückgang der Erlöse in diesem Jahr. Dennoch signalisiert das Modell ein Aufwärtspotenzial von mehr als 100 Prozent. Das Prognoserisiko unserer Schätzungen stufen wir auf einer Skala von 1 (niedrig) bis 6 (hoch) mit fünf Punkten weiterhin als deutlich überdurchschnittlich ein.

Fazit

Die massive Eintrübung des Marktumfelds im letzten Jahr hat bei NAGA zu umfangreichen Anpassungsmaßnahmen geführt. Das Unternehmen hat die Kosten im großen Maßstab gesenkt, insbesondere für das Marketing. Bemerkenswert ist, dass die zentralen KPIs trotzdem verbessert werden konnten. So wurde beispielsweise die Zahl der aktiven Kunden binnen Jahresfrist von 17,7 auf 20,7 Tsd. gesteigert, während das Kundeneigenkapital sogar um 47 Prozent auf 34 Mio. Euro zugelegt hat. Das dokumentiert erhebliche Effizienzfortschritte im Vertrieb.

Infolgedessen wurden im Neunmonatszeitraum auch die Zahl der ausgeführten Transaktionen von 6,2 auf 7,3 Mio. und das Handelsvolumen von 98 auf 110 Mrd. Euro gesteigert. Der generierte Umsatz lag mit 28,4 Mio. Euro trotzdem deutlich unter dem Vorjahreswert, da der Umsatz pro Trade niedriger ausgefallen ist. Dieser Wert schwankt im Zeitablauf stark in Abhängigkeit von positiven und negativen Ergebnisbeiträgen aus dem Handels- und Absicherungsgeschäft in Bezug auf Kundenpositionen. Die Kosteneinsparungen haben aber dennoch eine kräftige Verbesserung des EBITDA von -4,2 auf +4,2 Mio. Euro ermöglicht.

Die Effizienzverbesserungen und die entwickelten sowie am Markt bereits eingeführten Lösungen für die Bereiche Brokerage, Social Trading, Krypto und Payment stellen eine sehr gute Basis für die weitere Ex-

pansion dar, die vor allem in den Schwellenländern vorangetrieben werden soll. Mit neuen Partnerschaften wird aktuell die Marktdurchdringung und -erschließung forciert, auch ein erstes White-Label-Angebot auf Basis der NAGA-Technologie startet in Kürze im Nahen Osten.

Ein Schub könnte darüber hinaus aus dem Zusammenschluss mit einem multinationalen Brokerage-Unternehmen resultieren. Im Januar hatte NAGA bekannt gegeben, dass entsprechende Verhandlungen laufen, nun könnte der Prozess noch im vierten Quartal zum Abschluss gebracht werden. NAGA soll auch in diesem Fall seine Börsennotierung beibehalten.

Wir sehen in Summe gute Chancen für deutliche Erlöszuwächse in den nächsten Jahren, die dank einem gut skalierbaren Plattformgeschäft mit steigenden Margen einhergehen sollten. Auf Basis der noch vorläufigen Zahlen für 2023 haben wir unser Modell grundlegend überarbeitet. Der ermittelte faire Wert liegt mit 2,80 Euro zwar unter unserem bisherigen Kursziel, bietet in Relation zur stark gesunkenen Notierung aber ein Aufwärtspotenzial von rund 160 Prozent.

Trotzdem bleibt unser Urteil vorerst „Hold“, bis das Unternehmen belegt, dass die neue Strategie auch in ein deutliches Umsatzwachstum umgemünzt werden kann.

Anhang I: SWOT-Analyse

Stärken

- Versiertes Managementteam mit hoher Kompetenz in den Bereichen FinTech und Brokerage.
- Breit aufgestellte und technologisch ausgereifte Finanzplattform mit hohem Cross-Selling-Potenzial und hervorragender Skalierbarkeit dank weitreichender Automatisierung.
- Erfolgreiche Wachstumsstrategie, die auf einem großen Partnernetzwerk, einer fortschreitenden Internationalisierung und synergetischen Ergänzungen des Leistungsspektrums beruht.
- Mit der App NAGA Pay und der Krypto-Plattform NAGAX hat sich das Unternehmen in den letzten zwei Jahren in zwei potenzialträchtigen Marktsegmenten stark positioniert.
- Mehrere renommierte Ankeraktionäre.

Chancen

- NAGA hat die Kosten deutlich gesenkt und die Marketingeffizienz verbessert. Nach einem deutlich positiven EBITDA in den ersten neun Monaten will das Management künftig profitabel wachsen.
- Die wesentlichen Elemente der Plattform sind inzwischen entwickelt, daher sollten die Kosten der Produktentwicklung künftig nur noch deutlich unterproportional zulegen.
- Der Zusammenschluss mit einem multinationalen Brokerage-Unternehmen könnte für einen Schub sorgen, ein Abschluss ist noch in 2023 möglich.
- Die Lösungen für die Bereiche Brokerage, Social Trading, Krypto und Payment werden 2024 zu einer Super-App zusammengeführt, was die weitere Vermarktung stimulieren sollte.
- NAGA intensiviert die internationale Vermarktung mit Partnern und White-Label-Angeboten, das könnte einen Hebeleffekt auf den Umsatz bewirken und bietet ein hohes Margenpotenzial.

Schwächen

- Insbesondere Probleme mit der Verbuchung von Kryptotransaktionen haben zu deutlichen Verzögerungen bei der Veröffentlichung der Abschlüsse für 2021 und 2022 geführt.
- Aus den vorläufigen Zahlen für 2023 ist noch nicht ablesbar, ob das positive EBITDA auch mit einem positiven Free-Cashflow einhergeht.
- Umsatz und Profitabilität hängen stark von den Handelsaktivitäten ab, die wiederum durch die Kapitalmarktentwicklung determiniert werden. Die Gesellschaft hat darauf nur begrenzten Einfluss.
- Sehr hoher Anteil der immateriellen Vermögenswerte in der Bilanz (78 Prozent zum 31.12.22).
- Als FinTech-Anbieter operiert NAGA in einem komplexen Regulierungsumfeld.

Risiken

- NAGA muss im nächsten Jahr ein kürzlich aufgenommenes größeres Darlehen refinanzieren.
- Das schwierige Marktumfeld könnte noch länger anhalten und die Wettbewerbsintensität im Brokerage-Markt weiter verschärfen.
- Die simultane Expansion in mehreren ausländischen Märkten sorgt für eine erhöhte Komplexität und für zahlreiche länderspezifische Risiken.
- Entwickelt sich das Brokerage-Geschäft nicht wie geplant, kann das zu erheblichen Goodwill-Abreibungen führen.
- Eine verschärfte Regulierung von FinTechs könnte die Kosten treiben oder einzelne Geschäftsmodelle gänzlich unterbinden.
- In einem hochdynamischen Marktumfeld könnte NAGA wichtige Trends verpassen.

Anhang II: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
AKTIVA									
I. AV Summe	115,0	109,9	105,6	105,5	105,2	105,5	106,1	106,7	107,5
1. Immat. VG	114,2	109,1	104,8	104,5	104,2	104,4	104,9	105,4	106,0
2. Sachanlagen	0,6	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7	0,8	0,9	1,0
II. UV Summe	31,9	40,0	54,9	64,5	76,9	87,0	96,3	103,5	107,5
PASSIVA									
I. Eigenkapital	126,1	132,2	141,4	149,1	159,3	167,8	175,9	181,9	184,6
II. Rückstellungen	2,1	2,3	2,6	2,8	3,1	3,3	3,6	3,8	4,1
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
2. Kurzfristiges FK	18,8	15,4	16,6	17,9	19,7	21,3	22,8	24,5	26,3
BILANZSUMME	146,9	149,9	160,5	169,9	182,1	192,5	202,3	210,2	215,0

GUV-Prognose

Mio. Euro	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Umsatzerlöse	57,6	39,3	45,4	54,7	68,7	83,5	98,1	111,1	120,1
Gesamtleistung	63,5	40,8	47,0	56,5	70,7	85,7	100,4	113,7	123,0
Rohertrag	48,5	32,9	37,9	45,5	56,9	69,0	80,8	91,5	99,0
EBITDA	-13,7	5,8	7,9	10,4	13,8	18,2	22,2	26,2	29,6
EBIT	-36,9	-1,2	1,5	7,8	10,9	15,6	19,6	23,3	26,4
EBT	-37,2	-1,6	1,4	8,2	11,3	16,2	20,4	24,3	27,5
JÜ (vor Ant. Dritter)	-37,0	-1,6	1,4	7,8	10,2	14,6	18,4	20,6	19,2
JÜ	-37,0	-1,6	1,4	7,8	10,2	14,6	18,4	20,6	19,2
EPS	-0,69	-0,03	0,02	0,12	0,16	0,23	0,29	0,33	0,31

Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
CF operativ	-14,5	3,6	5,7	8,2	12,2	16,5	20,6	23,0	21,9
CF aus Investition	9,2	-1,9	-2,2	-2,4	-2,6	-2,9	-3,2	-3,5	-3,9
CF Finanzierung	-0,1	8,2	8,0	0,2	0,2	-6,0	-10,1	-14,5	-16,3
Liquidität Jahresanfa.	8,6	3,1	13,0	24,5	30,5	40,2	47,8	55,1	60,1
Liquidität Jahresende	3,1	13,0	24,5	30,5	40,2	47,8	55,1	60,1	61,7

Kennzahlen

Prozent	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Umsatzwachstum	8,9%	-31,7%	15,4%	20,5%	25,7%	21,5%	17,4%	13,3%	8,2%
EBITDA-Marge	-23,8%	14,8%	17,4%	19,0%	20,1%	21,8%	22,6%	23,6%	24,6%
EBIT-Marge	-64,0%	-3,0%	3,2%	14,3%	15,8%	18,7%	20,0%	21,0%	22,0%
EBT-Marge	-64,5%	-4,1%	3,1%	14,9%	16,5%	19,4%	20,8%	21,8%	22,9%
Netto-Marge	-64,3%	-4,1%	3,1%	14,2%	14,9%	17,5%	18,7%	18,6%	16,0%

Anhang IV: Sensitivitätsanalyse

WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
7,5%	3,60	3,40	3,24	3,09	2,97
8,0%	3,31	3,15	3,01	2,89	2,78
8,5%	3,06	2,93	2,81	2,71	2,62
9,0%	2,85	2,74	2,64	2,56	2,48
9,5%	2,67	2,57	2,49	2,42	2,35

Impressum & Disclaimer

Impressum

Herausgeber

sc-consult GmbH

Alter Steinweg 46

48143 Münster

Internet: www.sc-consult.com

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

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

E-Mail: kontakt@sc-consult.com

Verantwortlicher Analyst

Dipl.-Kfm. Holger Steffen

Charts

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

Disclaimer

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

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

1) Interessenkonflikte

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

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

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

Im Rahmen der Erstellung dieser Finanzanalyse sind folgende Interessenskonflikte aufgetreten: 1), 3), 4)

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

II) Erstellung und Aktualisierung

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

An der Erstellung der vorliegenden Finanzanalyse hat mitgewirkt: -

Die vorliegende Analyse wurde am 13.11.2023 um 7:00 Uhr fertiggestellt und am 13.11.2023 um 8:15 Uhr veröffentlicht.

Die sc-consult GmbH verwendet bei der Erstellung ihrer Finanzanalysen ein fünfgliedriges Urteilsschema hinsichtlich der Kurserwartung in den nächsten zwölf Monaten. Außerdem wird das jeweilige Prognoserisiko in einer Range von 1 (niedrig) bis 6 (hoch) quantifiziert. Die Urteile lauten dabei:

Strong Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als unterdurchschnittlich (1 bis 2 Punkte) ein.
Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als durchschnittlich (3 bis 4 Punkte) ein.
Speculative Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als überdurchschnittlich (5 bis 6 Punkte) ein.
Hold	Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments stabil bleibt (zwischen -10 und +10 Prozent). Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert. Außerdem ist eine Einstufung als "Hold" vorgesehen, wenn wir ein Kurspotenzial von mehr als 10 Prozent sehen, aber explizit genannte temporäre Faktoren gegen eine kurzfristige Realisierung des Kurspotenzials sprechen.
Sell	Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent nachgibt. Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert.

Die erwartete Kursänderung bezieht sich auf den aktuellen Aktienkurs des analysierten Unternehmens. Bei diesem und allen anderen in der Finanzanalyse angegebenen Aktienkursen handelt es sich um XETRA-Schlusskurse des letzten Handelstages vor der Veröffentlichung. Falls das Wertpapier nicht auf Xetra gehandelt wird, wird der Schlusskurs eines anderen öffentlichen Handelsplatzes herangezogen und dies gesondert vermerkt.

Die im Rahmen der Urteilsfindung veröffentlichten Kursziele für die analysierten Unternehmen werden mit gängigen finanzmathematischen Verfahren berechnet, in erster Linie mit der Methodik der Free-Cashflow-Diskontierung (DCF-Methode), dem Sum-of-Parts-Verfahren sowie der Peer-Group-Analyse. Die Bewertungsverfahren werden von den volkswirtschaftlichen Rahmenbedingungen, insbesondere von der Entwicklung der Marktzinsen, beeinflusst.

Das aus dieser Methodik resultierende Urteil spiegelt die aktuellen Erwartungen wider und kann sich in Abhängigkeit von unternehmensindividuellen oder volkswirtschaftlichen Änderungen jederzeit ändern.

Ausführlicheren Erläuterungen der von SMC-Research verwendeten Modelle finden sich unter:

<http://www.smc-research.com/impressum/modellerlaeuterungen>

Eine Übersicht der Empfehlungen, die von SMC-Research in den letzten 12 Monaten erstellt und verbreitet wurden, findet sich unter: <http://www.smc-research.com/publikationsuebersicht>

In den letzten 24 Monaten hat die sc-consult folgende Finanzanalysen zu dem in dieser Studie analysierten Unternehmen veröffentlicht:

Datum	Anlageempfehlung	Kursziel	Interessenkonflikte
14.04.2023	Hold	3,60 Euro	1), 3), 4)
14.02.2023	Hold	4,10 Euro	1), 3)
26.01.2023	Hold	3,40 Euro	1), 3)
31.10.2022	Hold	3,40 Euro	1), 3), 4)
29.04.2022	Buy	11,20 Euro	1), 3)
19.01.2022	Buy	12,00 Euro	1), 3)
29.11.2021	Buy	12,70 Euro	1), 3), 4)

In den nächsten zwölf Monaten wird die sc-consult GmbH zu dem analysierten Unternehmen voraussichtlich folgende Finanzanalysen erstellen: drei Update und vier Comments

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

Haftungsausschluss

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

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