

26. Januar 2023  
Research-Update

# SMC Research

## Small and Mid Cap Research



**Mehrfacher Gewinner**  
der renommierten  
**Refinitiv Analyst Awards**

# The NAGA Group AG

Im zweiten Quartal soll operativ die  
Gewinnzone erreicht werden

Urteil: Hold (unverändert) | Kurs: 1,76 € | Kursziel: 3,40 € (unverändert)

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

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

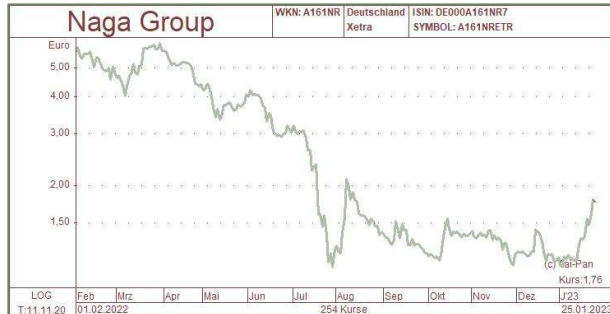
**Telefon:** +49 (0) 251-13476-93

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

**E-Mail:** kontakt@sc-consult.com

**Internet:** www.sc-consult.com

# Jüngste Geschäftsentwicklung



NAGA konnte zuletzt mit einem Paukenschlag aufwarten – aktuell laufen Verhandlungen mit einem multinationalen Brokerageunternehmen über einen Einstieg, der im vierten Quartal zu einem Zusammenschluss der Gesellschaften führen könnte, wobei die Börsennotierung von NAGA erhalten bleiben soll. Wir sehen das als Bestätigung für die attraktive Marktposition und das innovative Leistungsangebot des Unternehmens, sowie als Beleg für das Erfolgspotenzial des Kursschwenks, der im letzten Jahr eingeleitet wurde. War der Fokus zuvor vor allem auf ein starkes Wachstum und die Gewinnung von Marktanteilen gerichtet, so erforderte die massive Eintrübung der Rahmenbedingungen an der Börse im Jahresverlauf eine Verlagerung der Priorität auf die Erreichung der Gewinnschwelle. Im zweiten Halbjahr wurden infolgedessen die Kosten stark reduziert, so dass sich diese im Schlussquartal nur noch auf 12 Mio. Euro belaufen haben – verglichen mit 20 Mio. Euro in den ersten drei Monaten. Im laufenden Jahr sollen die Kosten weiter sinken und das Überschreiten der Gewinnschwelle im zweiten Quartal ermöglichen. Zugleich setzt NAGA die internationale Expansion fort, u.a. mit einem Wiedereinstieg in den britischen Markt, und will die Erlöse um mind. 25 Prozent steigen.

## Stammdaten

<b>Sitz:</b>	Hamburg
<b>Branche:</b>	Fintech
<b>Mitarbeiter:</b>	174
<b>Rechnungslegung:</b>	IFRS
<b>Ticker:</b>	N4G:GR
<b>ISIN:</b>	DE000A161NR7
<b>Kurs:</b>	1,764 Euro
<b>Marktsegment:</b>	Scale
<b>Aktienzahl:</b>	54,0 Mio. Stück
<b>Market Cap:</b>	95,3 Mio. Euro
<b>Enterprise Value:</b>	92,4 Mio. Euro
<b>Free-Float:</b>	41,6 %
<b>Kurs Hoch/Tief (12 M):</b>	6,25 / 1,01 Euro
<b>Ø Umsatz (12 M Xetra):</b>	88,1 Tsd. Euro

GJ-Ende: 31.12.	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Umsatz (Mio. Euro)	24,4	52,9	55,0	66,0	85,3	115,5
EBITDA (Mio. Euro)	4,5	-4,2	-8,2	4,8	8,6	16,3
Jahresüberschuss	-0,6	-10,1	-30,3	-2,8	0,0	5,6
EpS	-0,01	-0,23	-0,56	-0,04	0,00	0,09
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Umsatzwachstum	219,6%	117,1%	3,9%	20,0%	29,3%	35,5%
Gewinnwachstum	-	-	-	-	-	-
KUV	3,91	1,80	1,73	1,45	1,12	0,83
KGV	-	-	-	-	-	17,2
KCF	59,1	-	-	76,8	16,3	9,0
EV / EBITDA	20,5	-	-	19,4	10,8	5,7
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

## Halbjahreserlöse steigen um 50 Prozent

Das erste Halbjahr 2022, für das der detaillierte Bericht erst Ende Dezember vorgelegt wurde, da überraschende (und erst sehr spät angemeldete) Einwände des Wirtschaftsprüfers bezüglich der Bilanzierung von Krypto-Geschäften sowie der Aktivierung von Kundengewinnungskosten im Jahresverlauf für starke Verzögerungen bei den Abschlussarbeiten für 2021 gesorgt hatten, war trotz einer deutlichen Eintrübung des Börsenumfelds noch stark von der Expansion geprägt. Zwar reduzierte sich die Zahl der abgewickelten Transaktionen im Vergleich zum Vorjahr um 26,3 Prozent auf 4,2 Mio. Stück und auch das Handelsvolumen ging von 132 auf 69 Mrd. Euro stark zurück, aber der Konzernumsatz erhöhte sich trotzdem um 50,8 Prozent auf 35,0 Mio. Euro, gleichbedeutend mit einer starken Verbesserung der Erlöse pro Trade.

Geschäftszahlen	6M 21	6M 22	Änderung
Umsatz	23,2	35,0	+50,8%
EBITDA	-0,2	-2,7	-
EBIT	-2,0	-18,6	-
Nettoergebnis	-2,8	-19,1	-

In Mio. Euro bzw. Prozent; Quelle: Unternehmen

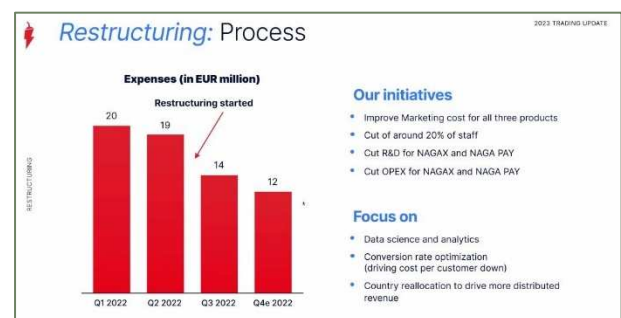
## 6M-Ergebnis stark negativ

Das Wachstum ging einher mit einer deutlichen Steigerung der Marketingausgaben von 13,9 auf 20,5 Mio. Euro. Auch bei den anderen wesentlichen Kostenkategorien gab es expansionsbedingt zum Teil sehr deutliche Steigerungen (u.a. Personalaufwand +64 Prozent auf 5,5 Mio. Euro). Eine zusätzliche Ergebnisbelastung stellte die Abwertung der zu Handelszwecken gehaltenen Krypto-Assets um 2,0 Mio. Euro dar. Infolgedessen fiel das Halbjahres-EBITDA trotz der deutlichen Erlössteigerung mit -2,7 Mio. Euro schwächer als im Vorjahr (-0,2 Mio. Euro) aus. Noch erheblich stärker ist die Abweichung beim EBIT ausgefallen, da hier neben den regulären Abschreibungen (3,9 Mio. Euro, vor allem auf immaterielle Vermögensgegenstände inkl. Kundenakquisitionskosten, Vorjahr: 1,8 Mio. Euro) zusätzlich die Abwertungen auf Krypto-Bestände, die als langfristige Investition gehalten werden, in Höhe von 12 Mio. Euro berücksichtigt wurden. Das Sechsmonatsdefizit beim EBIT

hat sich deswegen auf -18,6 Mio. Euro summiert, nach -2,0 Mio. Euro im Vorjahr. Daraus resultierte ein Halbjahresfehlbetrag in Höhe von -19,1 Mio. Euro (Vorjahr: -2,8 Mio. Euro).

## Hoher Mittelabfluss

Der operative Cashflow ist im ersten Halbjahr mit -15,0 Mio. Euro (Vorjahr: -2,8 Mio. Euro) ebenfalls stark negativ ausgefallen, was sowohl die Verlustsituation als auch die Ausweitung des Geschäftsvolumens (mit einem deutlichen Anstieg der Forderungen gegen Kunden sowie der offenen Positionen aus CFD-Geschäften) widerspiegelt. Die Mittelabflüsse wurden durch einen positiven Investitions-Cashflow in Höhe von 11,8 Mio. Euro (Vorjahr: -3,5 Mio. Euro) größtenteils aufgefangen. Dahinter verbirgt sich ein Saldo aus hohen Abflüssen (-14,0 Mio. Euro) für Investitionen in immaterielle Vermögensgegenstände (u.a. Kundengewinnungs- und Entwicklungskosten) und Zuflüssen über 26,1 Mio. Euro aus im Vorjahr in Geldmarktfonds geparkten Mitteln. Bei einem nahezu ausgeglichenen Finanzierungs-Cashflow hat sich die bilanziell ausgewiesene Liquidität im ersten Halbjahr so nur von 8,6 auf 5,3 Mio. Euro reduziert, zugleich sind aber die in den Fonds gehaltenen Reserven auf nur noch 1,1 Mio. Euro zurückgegangen.

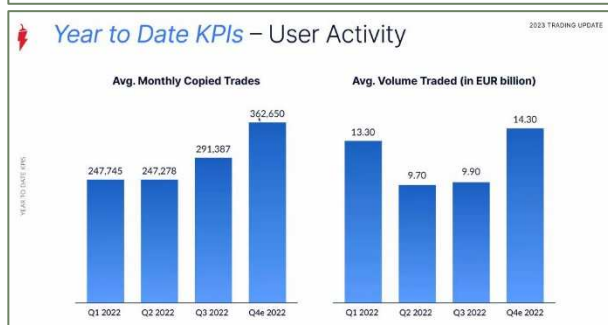
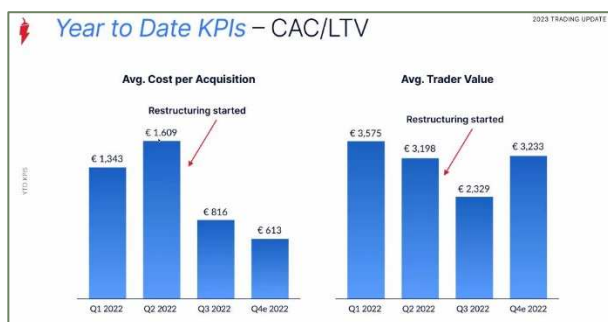


Quelle: Unternehmen

## Deutliche Fortschritte

Ein Kursschwenk war daher dringend erforderlich und wurde nach Angaben des Managements auch erfolgreich umgesetzt. Neben den eingangs bereits erwähnten deutlichen Fortschritten bei der Reduktion der Kostenbasis (siehe auch Abbildung) konnte die

Marketingeffizienz durch eine Verbesserung des Maßnahmenportfolios und eine geänderte internationale Allokation der Budgets erheblich gesteigert werden, was sich in einer Reduktion der Kundenakquisitionskosten von 1.609 Euro in der Jahresspitze auf 613 Euro im Schlussquartal bemerkbar gemacht hat (siehe folgende Abbildung). Der Life-Time-Value eines Kunden lag damit zuletzt mit mehr als 3.200 Euro beim Fünffachen der Akquisekosten, was vom Management als attraktive Relation eingestuft wird. Fortschritte gab es darüber hinaus auch bei anderen wichtigen Kennzahlen. So konnte trotz des widrigen Börsenumfelds die Anzahl der aktiven Trader im Jahresverlauf von 27 Tsd. in Q1 auf 28 Tsd. in Q4 ausgeweitet werden, auch der Umsatz pro Kunde und die Zahl der durchschnittlich abgewickelten Transaktionen pro Monat (von 664 Tsd. in Q1 auf 771 Tsd. in Q4) sowie der kopierten Transaktionen (von 247,7 Tsd. in Q1 auf 362,7 Tsd. in Q4) haben in Richtung Jahresende zugelegt. Infolgedessen hat sich das durchschnittliche Handelsvolumen im Schlussquartal deutlich erholt. Ebenfalls eine starke Erhöhung gab es bei den monatlichen Ersteinzahlungen von Kunden, die sich im vierten Quartal auf 2.114 Euro erhöht haben, gegenüber 1.235 Euro noch in den ersten drei Monaten.



KPIs im Jahresverlauf, Quelle: Unternehmen

## Umsatz knapp über Vorjahr

In Summe werden die Erlöse im Gesamtjahr 2022 mit ca. 53 bis 55 Mio. Euro den Vorjahreswert (52,9 Mio. Euro) leicht übertroffen haben – und das, obwohl die Zahl der abgewickelten Transaktionen von rund 10 Mio. im Vorjahr auf ca. 8 Mio. zurückgegangen und das Handelsvolumen sogar von 250 auf 150 Mrd. Euro gesunken sind. Der Schlüssel für die höheren Einnahmen sind die höheren Erlöse pro Trade, die sich nach Angaben der Gesellschaft von 4,70 auf 6,30 Euro erhöht haben. Die operativen Kosten lagen in 2022 aber – vor allem wegen der hohen Werte im ersten Halbjahr – noch deutlich über den Einnahmen (siehe folgende Abbildung), was zusammen mit hohen Abschreibungen (größtenteils auf die Kryptobestände) zu einem hohen Jahresfehlbetrag führen wird.



Quelle: Unternehmen

## Große Resonanz

Das Interesse an den Lösungen von NAGA war im Jahr 2022 ungebrochen groß, die Zahl der Registrierungen auf den Plattformen lag mit rund 240 Tsd. nur rund 10 Prozent unter dem sehr starken Vorjahreswert (277 Tsd.). Dafür verantwortlich dürfte auch der noch zu Jahresanfang spürbare Krypto-Boom gewesen sein, auf den das Unternehmen mit dem Launch eines umfassenden Handels- und Informationsangebots (NAGAX) reagiert hat. Positive Impulse dürften auch von dem 2021 noch einmal deutlich überarbeiteten Angebot von Banking-Funktionalitäten (Naga Pay) ausgegangen sein. Das Management sieht damit wesentliche Meilensteine beim Ausbau des Angebots erreicht, weshalb die Entwicklungskosten nun, zumindest temporär, niedriger ausfallen.



## Neue Wachstumsinitiativen

Damit besteht eine gute Basis, um die internationale Expansion voranzutreiben. Für das Geschäft außerhalb von Europa verfügt die Tochter NAGA Capital inzwischen über eine Lizenz der Seychellen, welche die weitere Markterschließung und -durchdringung etwa in Südostasien und Lateinamerika erleichtert. Das Management sieht in solchen Märkten geringere Kundenakquisitionskosten und eine höhere Profitabilität der Kundenbeziehung und wird das Wachstum auch mit dem Ausbau von B2B-Partnerschaften vorantreiben. Zudem plant das Unternehmen voraussichtlich im zweiten Quartal dieses Jahres den Wiedereinstieg in den britischen Markt, der Ende 2021 aus regulatorischen Gründen verlassen wurde. Das Management geht davon aus, dass der frühere Kundenstamm mit relativ geringen Kosten reaktiviert werden kann. Eine weitere Expansionsinitiative, die in Kürze am Markt eingeführt werden soll, stellt schließlich das NAGA Institutional Desk für den hochvolumigen Handel dar, mit dem eine Lösung insbesondere für den Eigenhandel (Prop Trading) und den Hochfrequenzhandel größerer Adressen geschaffen wird.



### Our Outlook

**The key focus of the NAGA Management for 2023**

- Full focus on EBITDA ratios rather than top line growth
- Cutting cost by 30% on a monthly basis
- Improving efficiency of marketing and sales while delivering at least 25% YoY growth

**Immediate Growth Projects 2023**

- Launching NAGA UK By Q2 2023 activating over 180,000 leads
- Launching NAGA Capital Seychelles by Q1 2023 (licence granted in 2022)
- Launching NAGA Institutional Desk for Volume Traders in early 2023

*Ziele für 2023; Quelle: Unternehmen*

## Wachstum und Break-even

Mit diesen Maßnahmen soll das Wachstum vorangetrieben werden, ohne den neuen Fokus auf die Kosten zu verlieren. Nach einer Reduktion des Personalstamms um 20 Prozent und Verbesserungen der Marketingeffizienz ist für 2023 eine weitere Reduktion der

Kosten vorgesehen. In Verbindung mit der anvisierten Erlössteigerung um 25 Prozent wird deswegen schon für das zweite Quartal das Erreichen der Gewinnzone („Cash-Breakeven“) anvisiert.

## Neuer potenzieller Partner

Die Umsetzung der weiteren Wachstumspläne könnte perspektivisch mit einem großen Partner vorangetrieben werden. NAGA hat kürzlich gemeldet, dass Gespräche mit einem multinationalen Brokerageunternehmen geführt werden, die im vierten Quartal in einen Zusammenschluss beider Gesellschaften münden könnten; die Börsennotierung von NAGA soll aber beibehalten werden. Voraussetzungen für eine Transaktion sind der erfolgreiche Abschluss einer Due Diligence, eine Einigung über die Parameter einer Fusion sowie eine Freigabe durch die zuständigen Behörden.

## Zäsur größer als erwartet

Wir sehen unsere grundsätzlich positive Einschätzung zum Geschäftsmodell und zur Marktposition durch dieses Interesse bestätigt und würden es als sehr positiv erachten, wenn eine international etablierte Gesellschaft als Partner der weiteren Expansion gewonnen werden kann. Das würde dem Unternehmen wieder Spielraum für größere Wachstumsinvestitionen geben, nachdem die Zäsur im letzten Jahr stärker ausgefallen ist, als von uns erwartet. Wir hatten in unserer Studie im Oktober mit einem Jahresumsatz von 63,4 Mio. Euro gerechnet, dieser ist klar verfehlt worden. Nach einem Halbjahresverlust in Höhe von -19,1 Mio. Euro dürfte zudem auch das Defizit im Gesamtjahr deutlich größer ausfallen, als von uns geschätzt (-19,4 Mio. Euro). Und schließlich war auch der Cash-Verbrauch schon im ersten Halbjahr 2022 deutlich größer, als von uns erwartet, was den Spielraum für weitere Verluste einengt. Daher ist die konsequente Ausrichtung auf eine Überschreitung der operativen Gewinnschwelle folgerichtig. Die nächsten Quartale werden zeigen, ob das Management die richtige Mischung findet, um im aktuell wieder etwas verbesserten Umfeld dynamisches Wachstum mit deutlichen Ergebnisverbesserungen zu kombinieren. Wir sehen dafür in den innovativen Plattformen der Gesellschaft weiterhin eine gute Basis.

Mio. Euro	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028	12 2029	12 2030
Umsatzerlöse	66,0	85,3	115,5	144,2	163,4	176,7	185,6	195,0
Umsatzwachstum		29,3%	35,5%	24,8%	13,3%	8,2%	5,1%	5,1%
<b>EBITDA</b>	<b>4,8</b>	<b>8,6</b>	<b>16,3</b>	<b>25,9</b>	<b>32,7</b>	<b>39,1</b>	<b>41,3</b>	<b>43,3</b>
EBIT	-4,0	-0,2	8,1	17,6	27,1	34,9	38,2	39,1
Steuersatz	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	-1,2	0,0	2,4	5,3	8,1	10,5	11,5	11,7
<b>NOPAT</b>	<b>-2,8</b>	<b>-0,1</b>	<b>5,7</b>	<b>12,3</b>	<b>19,0</b>	<b>24,4</b>	<b>26,8</b>	<b>27,4</b>
+ Abschreibungen & Amortisation	8,8	8,7	8,2	8,4	5,6	4,2	3,1	4,2
+ 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
<b>Operativer Brutto Cashflow</b>	<b>6,0</b>	<b>8,6</b>	<b>13,9</b>	<b>20,7</b>	<b>24,6</b>	<b>28,6</b>	<b>29,9</b>	<b>31,6</b>
- Zunahme Net Working Capital	-4,7	-2,8	-2,9	-2,2	-0,8	0,9	0,9	1,0
- Investitionen AV	-8,7	-9,2	-8,7	-7,3	-5,8	-4,3	-3,2	-2,4
<b>Free Cashflow</b>	<b>-7,4</b>	<b>-3,4</b>	<b>2,3</b>	<b>11,2</b>	<b>18,0</b>	<b>25,2</b>	<b>27,6</b>	<b>30,1</b>

*SMC Schätzmodell*

## Anpassung der Schätzungen

Unsere Wachstumsschätzungen für 2023 (20 Prozent) und die Folgejahre haben wir beibehalten, woraus, ausgehend von einer niedrigeren Basis aus 2022 (angepasst auf 55 Mio. Euro), allerdings eine insgesamt abgesenkte Umsatzkurve resultiert. Aufgrund der großen Fortschritte bei der Reduzierung der Kostenbasis haben wir zugleich unsere EBITDA-Schätzung für 2023 von bislang 2,2 auf 4,8 Mio. Euro erhöht. Im Anschluss sorgen die geringeren Einnahmen (im Vergleich zu unserer bisherigen Projektion) allerdings dafür, dass die EBITDA-Kurve etwas unter dem bisher taxierten Verlauf liegt, die Marge schätzen wir nichtsdestotrotz wegen der Effizienzfortschritte höher ein. Das setzt sich fort bis zur Ziel-EBITDA-Marge, die am Ende des Detailprognosezeitraums nun bei 22,2 Prozent liegt (bislang: 22,1 Prozent). Die Tabelle oben auf dieser Seite zeigt die aus unseren Annahmen resultierende Entwicklung der wichtigsten Cashflow-Kennzahlen im Detailprognosezeitraum. Weitere Details zu Bilanz, GuV und Cashflow sind dem Anhang zu entnehmen.

## Roll-over und höherer Zins

Mit der Überarbeitung des Modells haben wir auch den Roll-over auf das neue Basisjahr 2023 vollzogen. Eine weitere Anpassung betrifft den Diskontierungszins. Der unterstellte sichere Zins ist von 1,5 auf 2,5 Prozent gestiegen und spiegelt damit den deutlichen Anstieg der Umlaufrendite wider. Bei unveränderten Werten für die Marktrisikoprämie (5,8 Prozent) und den Beta-Faktor (1,5) erhöhen sich damit die Eigenkapitalkosten auf 11,2 Prozent (bislang: 10,2 Prozent). In Verbindung mit einem ebenfalls etwas erhöhten FK-Zins (von 6,0 auf 6,5 Prozent), einem etwas höheren FK-Anteil an der Zielkapitalstruktur (von 30 auf 40 Prozent) und einem unveränderten Steuersatz für das Tax-Shield von 30 Prozent resultieren daraus durchschnittliche Kapitalkosten (WACC) von 8,5 Prozent (bislang: 8,4 Prozent).

## Kapitalerhöhung eingeplant

Nach der deutlichen Reduktion der Liquiditätsreserven haben wir in unserem Modell jetzt eine Kapitalerhöhung um 10 Mio. Aktien eingeplant. Darin sehen wir auch einen Vorgriff auf den möglichen Einstieg

eines neuen strategischen Investors. Wir rechnen daher jetzt voll verwässert mit einer Stückzahl von 64 Mio. Aktien.

### **Kursziel unverändert 3,40 Euro**

Der positive Effekt aus dem Roll-over (wegen höherer Cash-Überschüsse zum Ende des Detailprognosezeitraums) und den reduzierten Kostenschätzungen (insb.

für 2023) hat den negativen Effekt der niedrigeren Erlöskurve, des leicht höheren Diskontierungszinssatzes und der unterstellten Verwässerung kompensiert, so dass unser Kursziel unverändert bei 3,40 Euro liegt (eine Sensitivitätsanalyse zur Kurszielermittlung findet sich im Anhang). Das Prognoserisiko unserer Schätzungen stufen wir auf einer Skala von 1 (niedrig) bis 6 (hoch) mit fünf Punkten weiterhin als deutlich überdurchschnittlich ein.

## Fazit

---

Das Jahr 2022 war schwierig für NAGA. Der Einbruch am Krypto-Markt hat für hohe Abschreibungen auf die Krypto-Bestände gesorgt, was maßgeblich zu dem hohen Verlust von -19,1 Mio. Euro, der schon zum Halbjahr in den Büchern stand, beigetragen hat. Aber auch operativ dürfte das letzte Jahr deutlich defizitär ausgefallen sein, da die Strategie zunächst noch voll auf möglichst hohe Marktanteilsgewinne und Erlössteigerungen ausgerichtet war.

Im Jahresverlauf wurde aber ein deutlicher Kurschwenk vollzogen. Zwar will NAGA weiter wachsen – in 2023 um mindestens 25 Prozent –, aber nun deutlich kosteneffizienter als in der Vergangenheit, so dass schon im zweiten Quartal die operative Gewinnschwelle überschritten werden soll. Die jüngsten Verbesserungen wichtiger KPIs machen durchaus Hoffnung, dass das gelingen kann. So lag trotz des insgesamt widrigen Marktumfelds die Zahl der aktiven Trader im Schlussquartal 2022 mit 28 Tsd. über dem Niveau vom Jahresanfang (Q1: 27 Tsd.). Zugelegt haben in diesem Zeitraum auch die Zahl der im Monatsdurchschnitt abgewickelten Transaktionen (von 664 Tsd. in Q1 auf 771 Tsd. in Q4) sowie die Höhe der Ersteinzahlungen von Kunden (von 1.235 auf 2.114 Euro).

Trotzdem sind die Erlöse 2022 unter unseren Erwartungen ausgefallen. Ausgehend von dieser niedrigeren Ausgangsbasis haben wir unsere Annahmen zu den Steigerungsraten in diesem Jahr (20 Prozent) und in den nächsten Jahren (CAGR 17 Prozent bis 2030) nicht verändert, was zu einem insgesamt reduzierten

Umsatzpfad geführt hat. Zugleich haben wir allerdings die Kostenschätzungen reduziert und die Margenschätzungen erhöht. In Kombination mit dem positiven Roll-over-Effekt auf das neue Basisjahr 2023 und weiteren Anpassungen hat sich unser Kursziel per Saldo nicht verändert und beträgt immer noch 3,40 Euro je Aktie.

Die Wahrscheinlichkeit, dass NAGA den anvisierten Wachstumskurs erfolgreich umsetzen kann, würde steigen, wenn ein starker Partner für die weitere Expansion gewonnen werden kann. Das zeichnet sich nun eventuell ab, denn das Unternehmen hat Verhandlungen über eine mögliche strategische Transaktion mit einem multinationalen Brokerageunternehmen bekannt gemacht, die im vierten Quartal zu einem Zusammenschluss führen könnte, wenn eine Due Diligence erfolgreich abgeschlossen werden kann und die notwendigen behördlichen Genehmigungen vorliegen. Die Börsennotierung von NAGA soll in jedem Fall erhalten bleiben.

Wir werten es als ein starkes Signal, dass Strategen aus der Branche ein Interesse an einem Einstieg bei NAGA haben, und sehen aufgrund der attraktiven Positionierung weiterhin ein hohes spekulatives Erholungspotenzial für die Aktie. Unser Urteil bleibt aber weiter „Hold“, bis die nächsten Quartale die Bestätigung erbringen, dass NAGA nun in der Lage ist, ein weiterhin dynamisches Wachstum mit positiven Cashflows zu verbinden. In dieser Hinsicht ist unser Modell noch sehr vorsichtig gestaltet und bietet weiteres Upsidepotenzial.



# 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

- Das Unternehmen hat die Kosten deutlich gesenkt und die Marketingeffizienz verbessert. Der Cash-Breakeven wird nun bereits für Q2 2023 anvisiert. Gelingt das, könnte die Aktie am Markt neu bewertet werden.
- Die neuen Lösungen NAGA Pay und NAGAX stehen noch am Beginn der Marktdurchdringung und bieten großes Wachstumspotenzial.
- Der Netzwerkeffekt sorgt dafür, dass die Plattformen mit steigenden Nutzerzahlen immer attraktiver werden.
- Eine weitere dynamische Umsatzsteigerung sollte mit deutlichen Skaleneffekten und steigenden Margen verbunden sein.
- Der Zusammenschluss mit einem multinationalen Brokerageunternehmen könnte die internationale Expansion unterstützen und dürfte auch an der Börse auf eine positive Resonanz stoßen.

## Schwächen

- Bilanzierungsprobleme und revidierte Zahlen haben im letzten Jahr zu einem Reputationsschaden geführt.
- Hohe Marketingausgaben haben bislang noch einen deutlich negativen Free-Cashflow bedingt.
- 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 (77 Prozent zum 30.06.22).
- Als FinTech-Anbieter operiert NAGA in einem komplexen Regulierungsumfeld.
- Abhängigkeit von einer kleinen Führungsmannschaft, insbesondere von Gründer Bilski.

## Risiken

- Das schwierige Marktumfeld könnte noch länger anhalten und die Wettbewerbsintensität im Brokeragemarkt weiter verschärfen.
- Der Cashflow-Breakeven könnte erst später als erhofft erreicht werden, ggfs. wären dann weitere Kapitalmaßnahmen erforderlich.
- 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 oder falsch einschätzen.

## Anhang II: Bilanz- und GUV-Prognose

### Bilanzprognose

Mio. Euro	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
<b>AKTIVA</b>									
I. AV Summe	113,1	116,0	116,5	117,0	115,9	116,1	116,2	116,3	114,5
1. Immat. VG	112,2	115,1	115,5	115,8	114,6	114,6	114,5	114,4	112,5
2. Sachanlagen	0,6	0,7	0,8	0,9	1,1	1,2	1,4	1,6	1,7
II. UV Summe	35,7	46,8	51,9	65,9	82,5	97,9	113,5	125,4	138,1
<b>PASSIVA</b>									
I. Eigenkapital	132,8	145,0	144,9	150,5	162,4	173,9	185,1	192,5	198,6
II. Rückstellungen	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	0,2	0,2	1,9	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9
2. Kurzfristiges FK	15,3	17,2	21,2	27,1	30,7	34,8	39,2	43,9	48,7
<b>BILANZSUMME</b>	<b>148,7</b>	<b>162,8</b>	<b>168,4</b>	<b>182,9</b>	<b>198,4</b>	<b>214,0</b>	<b>229,6</b>	<b>241,6</b>	<b>252,6</b>

### GUV-Prognose

Mio. Euro	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Umsatzerlöse	55,0	66,0	85,3	115,5	144,2	163,4	176,7	185,6	195,0
Gesamtleistung	60,0	68,0	87,3	117,5	146,2	165,4	178,7	187,6	197,0
Rohhertrag	51,2	56,1	71,9	96,7	120,2	136,0	146,9	154,2	161,9
EBITDA	-8,2	4,8	8,6	16,3	25,9	32,7	39,1	41,3	43,3
EBIT	-29,3	-4,0	-0,2	8,1	17,6	27,1	34,9	38,2	39,1
EBT	-30,3	-4,0	0,0	7,9	17,0	26,7	34,7	38,3	39,3
JÜ (vor Ant. Dritter)	-30,3	-2,8	0,0	5,6	11,9	18,7	24,3	26,8	27,5
JÜ	-30,3	-2,8	0,0	5,6	11,9	18,7	24,3	26,8	27,5
EPS	-0,56	-0,04	0,00	0,09	0,19	0,29	0,38	0,42	0,43

## Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

### Cashflow-Prognose

Mio. Euro	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
CF operativ	-16,7	1,2	5,9	10,5	17,1	22,5	28,4	29,9	31,8
CF aus Investition	9,1	-8,7	-9,2	-8,7	-7,3	-5,8	-4,3	-3,2	-2,4
CF Finanzierung	1,0	15,0	3,4	6,4	1,0	-6,2	-12,1	-18,5	-20,5
Liquidität Jahresanfa.	8,6	2,0	9,5	9,5	17,7	28,5	39,1	51,1	59,3
Liquidität Jahresende	2,0	9,5	9,5	17,7	28,5	39,1	51,1	59,3	68,1

### Kennzahlen

Prozent	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Umsatzwachstum	3,9%	20,0%	29,3%	35,5%	24,8%	13,3%	8,2%	5,1%	5,1%
EBITDA-Marge	-14,9%	7,2%	10,0%	14,1%	18,0%	20,0%	22,1%	22,3%	22,2%
EBIT-Marge	-53,4%	-6,1%	-0,2%	7,0%	12,2%	16,6%	19,7%	20,6%	20,1%
EBT-Marge	-55,1%	-6,1%	-0,1%	6,9%	11,8%	16,3%	19,6%	20,6%	20,2%
Netto-Marge (n.A.D.)	-55,1%	-4,3%	0,0%	4,8%	8,2%	11,4%	13,7%	14,4%	14,1%

## Anhang IV: Sensitivitätsanalyse

WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
7,5%	4,45	4,18	3,95	3,76	3,59
8,0%	4,04	3,82	3,63	3,47	3,33
8,5%	3,69	3,51	3,36	3,22	3,10
9,0%	3,40	3,25	3,12	3,00	2,90
9,5%	3,14	3,02	2,90	2,80	2,71

# Impressum & Disclaimer

---

## Impressum

### *Herausgeber*

sc-consult GmbH  
Alter Steinweg 46  
48143 Münster  
Internet: [www.sc-consult.com](http://www.sc-consult.com)

Telefon: +49 (0) 251-13476-94  
Telefax: +49 (0) 251-13476-92  
E-Mail: [kontakt@sc-consult.com](mailto:kontakt@sc-consult.com)

### *Verantwortlicher Analyst*

Dipl.-Kfm. Holger Steffen

### *Charts*

Die Charts wurden mittels Tai-Pan ([www.lp-software.de](http://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 26.01.2023 um 9:20 Uhr fertiggestellt und am 26.01.2023 um 10:00 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
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)
09.11.2021	Buy	11,70 Euro	1), 3), 4)
24.08.2021	Buy	8,00 Euro	1), 3), 4)
21.05.2021	Buy	8,90 Euro	1), 3), 4)
15.03.2021	Buy	8,90 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 drei 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.