

5. März 2024
Research-Update

SMC Research

Small and Mid Cap Research



Platz 1
Europe
Industrials
(2018)



Platz 2
German
Software & IT
(2018)



Platz 1
German
Software & IT
(2017)

Mehrfacher Gewinner
der renommierten
Refinitiv Analyst Awards

The NAGA Group AG

Fusion katapultiert NAGA in neue Dimensionen

Urteil: Speculative Buy (zuvor: Hold) | Kurs: 0,641 € | Kursziel: 1,40 € (zuvor: 2,80 €)

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

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

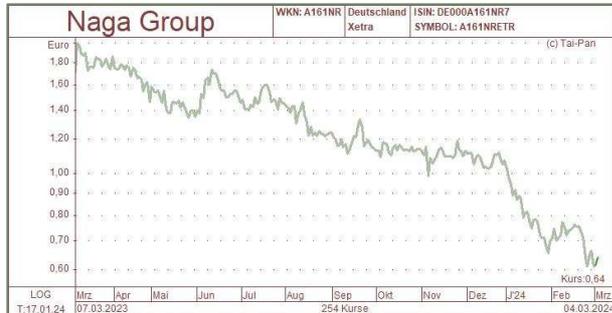
Telefon: +49 (0) 251-13476-93

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: | 0,641 Euro |
| Marktsegment: | Scale |
| Aktienzahl: | 54,0 Mio. Stück |
| Market Cap: | 34,6 Mio. Euro |
| Enterprise Value: | 40,4 Mio. Euro |
| Free-Float: | 19,7 % |
| Kurs Hoch/Tief (12 M): | 2,79 / 0,60 Euro |
| Ø Umsatz (12 M Xetra): | 13,3 Tsd. Euro |

Abschluss der Fusion mit Capex für Q2 anvisiert

NAGA hat im Dezember einen verbindlichen Term Sheet für einen Zusammenschluss mit dem FinTech-Unternehmen Key Way Group Ltd., dem Betreiber der Handelsplattform Capex.com, vereinbart. Entsprechende Verhandlungen waren bereits im Januar letzten Jahres angekündigt worden, im Anschluss wurden eine Due Diligence durchgeführt und die Konditionen ausgehandelt. Diese sehen nun die Einbringung der Key Way Group im Rahmen einer Sachkapitalerhöhung gegen Ausgabe von rd. 170,6 Mio. Aktien vor. Außerdem soll ein Aktienoptionsplan für Führungskräfte im Umfang von bis zu 20 Prozent des neuen Grundkapitals aufgelegt werden. Bei derzeit rund 54 Mio. ausstehenden NAGA-Aktien würden die Eigner von Key Way damit klarer Mehrheitsaktionär der fusionierten Gesellschaft werden. Die Wertrelationen basieren auf einem Gutachten von PwC Deutschland, das den Aktionären zur Verfügung gestellt wird, zusammen mit der Einladung zu einer außerordentlichen Hauptversammlung, die der Maßnahme zustimmen muss, wobei die grundsätzliche Zustimmung der größten Aktionäre zu der Transak-

| GJ-Ende: 31.12. | 2021 | 2022 | 2023e | 2024e* | 2025e* | 2026e* |
|---------------------------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|
| Umsatz (Mio. Euro) | 52,9 | 52,0 | 45,5 | 75,6 | 101,7 | 128,2 |
| EBITDA (Mio. Euro) | -4,2 | -11,2 | 7,0 | 7,4 | 14,5 | 24,0 |
| JÜ (Mio. Euro) | -10,1 | -33,3 | -2,4 | -5,5 | 3,6 | 13,3 |
| EpS (Euro)** | -0,23 | -0,62 | -0,01 | -0,02 | 0,02 | 0,06 |
| Dividende je Aktie (Euro) | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Umsatzwachstum | 117,1% | -1,7% | -12,4% | 66,2% | 34,5% | 26,1% |
| Gewinnwachstum | - | - | - | - | - | 272,6% |
| KUV** | 0,66 | 0,67 | 0,76 | 1,97 | 1,46 | 1,16 |
| KGV** | - | - | - | - | 41,6 | 11,2 |
| KCF** | - | - | - | - | 18,3 | 7,7 |
| EV / EBITDA** | - | - | 5,8 | 20,9 | 10,7 | 6,4 |
| Dividendenrendite** | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |

*ab 2024 auf Als-ob-Basis mit Key Way Group; **ab 2024 hypothetisch voll verwässert

tion bereits eingeholt wurde. Sobald die (Regulierungs-) Behörden der Transaktion zugestimmt haben, kann die Fusion vollzogen werden – dies wird für das zweite Quartal erwartet. Die Akteure haben die notwendigen Prüfprozesse allerdings in der Vergangenheit bereits erfolgreich durchlaufen. Perspektivisch strebt das neu formierte Unternehmen auch eine Notiz an der Nasdaq an.

Ein etablierter Player

In einem volatilen Marktumfeld haben die Erlöse von Key Way von 2020 bis 2022 um durchschnittlich 80 Prozent p.a. zugelegt und sich im letzten Jahr auf 40 Mio. US-Dollar belaufen. Zugleich hat das Unternehmen beim EBITDA die Break-even-Schwelle erreicht. Bei einer Nutzung der NAGA-Technologie, mit der Kosten in Höhe von rund 4 Mio. US-Dollar p.a. eingespart werden, arbeitet Key Way profitabel. Das Unternehmen bietet seine Leistungen weltweit auf Basis von fünf Lizenzen an, darunter eine von der CySEC für Europa und eine von ADGM für Abu Dhabi. Die Kunden können auf der Capex-Plattform CFDs für verschiedene Assetklassen handeln. Zuletzt konnte das Unternehmen ca. 15 Tsd. Neuanmeldungen pro Monat generieren, mehr als 60 Tsd. Nutzer haben 2023 über das System Transaktionen durchgeführt.

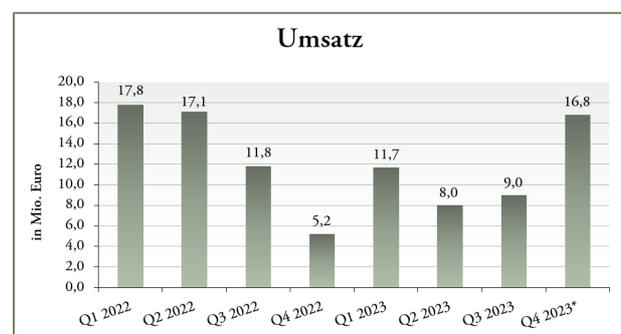
Weitere Finanzierungsmaßnahmen

Ein wesentlicher Faktor, der auch die Wachstumschancen und damit die Bewertungsrelationen von NAGA und Key Way determiniert, ist die unterschiedliche Kapitalstärke der Unternehmen. Der Gründer und CEO von Key Way, Octavian Patrascu, hat in der Vergangenheit bereits einen bekannten CFD-Broker (markets.com) erfolgreich mitaufgebaut und seinen Anteil schließlich veräußert. Im Rahmen der Vereinbarung hat er nun, zusammen mit Key Way, eine Investition von 15 Mio. US-Dollar in NAGA zugesagt. Zu diesem Zweck hat NAGA im Dezember die Platzierung einer Null-Kupon-Wandelanleihe mit einer Laufzeit von zwölf Monaten und einem Gesamtvolumen von bis zu 8,2 Mio. Euro gestartet, die zunächst den bisherigen Aktionären zum Bezug angeboten wurde. Die neuen Investoren haben als Teil der vereinbarten Liquiditätsbereitstellung zugesagt, nicht bezogene Anleihen bis zu einem Volu-

men von 9 Mio. US-Dollar zu zeichnen. Der übrige Teil der zugesagten Investition wird von Key Way eingebracht. NAGA erhält damit finanziellen Spielraum für das weitere Wachstum und kann u.a. die Schulden reduzieren, insbesondere durch die Zurückzahlung eines im letzten Jahr gewährten Darlehens in Höhe von 5,0 Mio. US-Dollar mit einer Laufzeit von zwei Jahren.

Operative Fortschritte

Im letzten Jahr konnte das Unternehmen bei den wichtigsten operativen Kennzahlen deutliche Fortschritte erzielen. Trotz eines schwierigen Marktumfelds wurde die Zahl der ausgeführten Transaktionen von 8,6 auf 9,2 Mio. ausgeweitet, wobei kopierte Trades mit einem Anstieg von 3,5 auf 4,8 Mio. Stück den zentralen Treiber darstellten. Das abgewickelte Handelsvolumen hat dadurch von 137 auf 143 Mrd. Euro zugelegt. Einen Zuwachs gab es auch bei der Zahl der aktiven Kunden (das sind Kunden, die in den letzten drei Monaten mindestens einmal gehandelt haben), die um über 12 Prozent auf mehr als 21 Tsd. gestiegen ist.

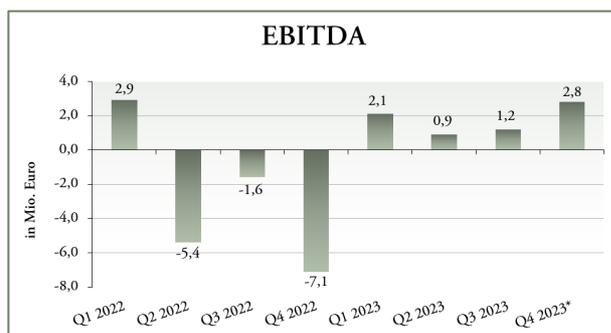


*Q4/23 noch vorläufig; Quelle: Unternehmen

Jahresumsatz sinkt im Zuge der erfolgreichen Maßnahmen zur EBITDA-Verbesserung

Der Konzernumsatz hat sich nach vorläufigen Berechnungen trotz der höheren Zahl abgewickelter Transaktionen und des gewachsenen Handelsvolumens deutlich reduziert, von 57,6 auf 45,5 Mio. Euro. Der rechnerische Erlös pro Trade ist damit binnen Jahresfrist von 6,70 auf 4,95 Euro gesunken. Dieser Wert schwankt im Zeitablauf stark, vor allem in Abhängig-

keit von positiven und negativen Ergebnisbeiträgen aus dem Handels- und Absicherungsgeschäft in Bezug auf Kundenpositionen. Das spiegelt sich auch entsprechend in der Volatilität der Quartalerlöse. Das Schlussquartal 2023 war diesbezüglich mit einem Umsatz von 16,8 Mio. Euro, mehr als 200 Prozent über dem Vorjahreswert, sehr stark. Zugleich hat NAGA aber die Kosten deutlich überproportional gesenkt. Gemeldet wurde bereits die Reduktion der Marketingausgaben von 28,5 auf 5,5 Mio. Euro. Weitere Details wurden noch nicht vorgelegt, aber im ersten Halbjahr 2023 war gemäß dem im Dezember veröffentlichten Sechsmonatsbericht auch der Personalstamm reduziert worden und die Entwicklungskosten waren gesunken, da die Entwicklung der Technologieplattform im Wesentlichen abgeschlossen werden konnte. Die Kombination dieser Effekte hat dazu geführt, dass die operativen Aufwendungen im ersten Halbjahr 2023 um einen zweistelligen Prozentsatz zum Vorjahr reduziert werden konnten. Die Einsparungen haben in jedem Fall eine massive Verbesserung des EBITDA ermöglicht. Nach den vorläufigen Berechnungen wurde dieses im Gesamtjahr auf ca. 7 Mio. Euro verbessert, nach einem Fehlbetrag von -13,7 Mio. Euro in der Vorperiode. Daraus lässt sich ein EBITDA von 2,8 Mio. Euro im Schlussquartal ableiten, der höchste Wert seit dem ersten Quartal 2022.



*Q4/23 noch vorläufig; Quelle: Unternehmen

Liquidität ebenfalls verbessert

Zum Cashflow des letzten Jahres hat NAGA noch keine Angaben gemacht, hier liegen bislang lediglich die Daten des ersten Halbjahres vor, die wegen Änderungen im Working Capital und den Investmentaktivitäten einen Abfluss von -6,6 Mio. Euro zeigen. Dieser Mittelabfluss wurde durch die Einnahmen aus der

Platzierung einer Wandelanleihe aber überkompensiert, so dass dank einem Finanzierungs-Cashflow von +7,1 Mio. Euro die bilanziell ausgewiesene Liquidität in den ersten sechs Monaten 2023 von 3,1 auf 3,6 Mio. Euro ausgeweitet werden konnte. Bis zum Jahresende dürfte sich die Liquidität weiter verbessert haben, da wir eine Normalisierung bei den Forderungen und infolgedessen einen positiven Free Cash Flow für das zweite Halbjahr erwarten.

Ambitionierte Ziele

Das kumulierte Handelsvolumen von NAGA und Key Way / Capex im Jahr 2023 beläuft sich auf etwa 300 Mrd. US-Dollar und die Zahl der Nutzer der beiden Plattformen summiert sich auf 1,5 Mio. Damit wurden gemäß der Meldung aus dem Dezember in der letzten Finanzperiode zusammengerechnet Erlöse von ca. 90 Mio. US-Dollar und ein EBITDA von ca. 6,5 Mio. US-Dollar erwirtschaftet – bestätigen sich die vorläufigen NAGA-Jahreszahlen, könnte es sogar noch etwas mehr sein. Mit dem Zusammenschluss sollen umfangreiche Kostensynergien, insbesondere durch eine Zusammenführung des operativen Geschäfts (u.a. mit einem gemeinsamen Handelsbuch) und der Plattformen (auf Basis der NAGA-Technologie), gehoben werden, die von den Parteien auf mehr als 10 Mio. US-Dollar p.a. beziffert werden. Noch wichtiger sind allerdings die Wachstumspläne für das fusionierte Unternehmen. Den Capex-Kunden soll der Zugang zu dem breiten Produktportfolio von NAGA – insb. im Bereich Social Trading, Neo-Banking und Spot-Krypto – gewährt werden, um den durchschnittlichen Lifetime Value der Kunden zu erhöhen und infolgedessen den Umsatz zu steigern, ohne die Marketingausgaben erhöhen zu müssen. NAGA soll zudem die internationale Expansion weiter forcieren, wobei u.a. der Roll-out des Social Trading in der MENA-Region im Fokus steht. Insgesamt soll so die Nutzerbasis der Plattform bis 2025 auf 5 Mio. ausgeweitet und der kumulierte Umsatz der neu formierten Gesellschaft bis 2026 auf mehr als 250 Mio. US-Dollar gesteigert werden. Der Fokus liegt dabei klar auf Schwellenländern mit einer noch geringeren Konkurrenzintensität, einem komfortablen Regulierungsumfeld und Potenzial für höhere Kundenaktivitäten angesichts von noch fehlenden technologi-

| Mio. Euro | 12 2023 | 12 2024 | 12 2025 | 12 2026 | 12 2027 | 12 2028 | 12 2029 | 12 2030 |
|-----------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Umsatzerlöse | 45,5 | 75,6 | 101,7 | 128,2 | 160,2 | 198,3 | 234,9 | 266,1 |
| Umsatzwachstum | | 66,2% | 34,5% | 26,1% | 25,0% | 23,8% | 18,5% | 13,3% |
| EBITDA | 7,0 | 7,4 | 14,5 | 24,0 | 34,4 | 46,0 | 55,3 | 62,4 |
| EBIT | -1,4 | -4,4 | 3,5 | 13,7 | 25,3 | 37,0 | 50,2 | 57,3 |
| Steuersatz | 0,0% | 0,0% | 5,0% | 5,0% | 10,0% | 25,0% | 30,0% | 30,0% |
| Adaptierte Steuerzahlungen | 0,0 | 0,0 | 0,2 | 0,7 | 2,5 | 9,2 | 15,1 | 17,2 |
| NOPAT | -1,4 | -4,4 | 3,3 | 13,0 | 22,7 | 27,7 | 35,1 | 40,1 |
| + Abschreibungen & Amortisation | 8,4 | 11,8 | 11,0 | 10,3 | 9,1 | 9,1 | 5,1 | 5,1 |
| + 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 | 7,0 | 7,4 | 14,3 | 23,3 | 31,8 | 36,8 | 40,3 | 45,2 |
| - Zunahme Net Working Capital | -9,0 | -5,5 | -6,6 | -4,5 | -4,8 | -3,0 | -1,2 | -1,3 |
| - Investitionen AV | -3,9 | -4,5 | -4,7 | -4,9 | -4,8 | -4,6 | -4,3 | -4,0 |
| Free Cashflow | -5,9 | -2,6 | 3,0 | 13,9 | 22,3 | 29,2 | 34,8 | 39,9 |

SMC-Schätzmodell, ab 2024 Als-ob-Betrachtung inklusive Key Way / Capex

schen Innovationen in diesen Regionen, die für eine hohe Resonanz auf das NAGA-Angebot als Retail-Lösung für Trading, die Zahlungsabwicklung und den Krypto-Handel sorgen könnte.

Neues Modell jetzt mit Key Way Group

Die Verdopplung der Unternehmensgröße und der Lizenzbasis bei hohen potenziellen Synergien bezüglich der adressierbaren Märkte, der Marketing-Expertise und der Fähigkeit zu einem schnellen Technologie-Rollout in neuen Märkten sorgt auch aus unserer Sicht für eine starke Basis für eine dynamische internationale Expansion in den nächsten Jahren. Zum aktuellen Zeitpunkt können die Auswirkungen der Fusion auf die künftigen Zahlen allerdings nur sehr grob taxiert werden. Wir haben den geschätzten Umsatz- und Ergebnisbeitrag von Key Way / Capex auf Als-ob-Basis integriert und rechnen nun als erste Indikation für 2024 mit einem Umsatz von 75,6 Mio. Euro und einem EBITDA von 7,4 Mio. Euro. Die Synergien dürften im Wesentlichen bereits im zweiten Halbjahr realisiert werden und werden im nächsten Jahr ihre volle Wirkung entfalten. Daher rechnen wir für 2025 bei einem Umsatzanstieg um 34,5 Prozent auf 101,7 Mio. Euro mit einer EBITDA-Verbesserung auf 14,5 Mio. Euro. Danach unterstellen wir bei

einem weiter dynamischen Wachstum dank Skaleneffekten eine sukzessive Margenverbesserung. Zum Ende des Detailprognosezeitraums sehen wir den Umsatz jetzt bei 266 Mio. Euro und die EBITDA-Marge bei 23,5 Prozent. Die Tabelle oben enthält die aus unseren Schätzungen abgeleiteten wichtigsten Cashflow-Kennzahlen bis 2030. Weitere Details bietet der Anhang.

Hohe Verwässerung

Nach der Fusion wird sich die Zahl der ausstehenden Aktien stark erhöhen von bislang 62,4 Mio. Stück (hier hatten wir bereits hypothetisch weitere Kapitalerhöhungen unterstellt) auf 232 Mio. Stück. Die neue Aktienzahl beinhaltet die bislang vorgesehene Ausgabe von 170,6 Mio. Aktien für die Übernahme der Key Way Group sowie 8 Mio. Stück für ausstehende Wandelanleihen. Aus dem Optionsplan könnte eine weitere Verwässerung um bis zu 20 Prozent resultieren, allerdings frühestens 2028. Diese haben wir daher noch nicht angesetzt.

Rahmenparameter leicht geändert

Anschließend rechnen wir zur Ermittlung des Terminal Value jetzt mit einem 20-prozentigen Abschlag auf

die Zielmarge des Jahres 2030 und mit einem „ewigen“ Cashflow-Wachstum von 1 Prozent p.a. 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, Marktrisikoprämie 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: 1,40 Euro

Mit den Modellanpassungen liegt der von uns ermittelte faire Wert nun bei 318,5 Mio. Euro. Auf hypothetisch voll verwässerter Basis entspricht das 1,37 Euro je Aktie, woraus wir das neue Kursziel von 1,40 Euro ableiten. Die deutliche Reduktion gegenüber unserer bisherigen Taxe (2,80 Euro) ist vor allem dem

hohen Verwässerungseffekt für die NAGA-Bestandsaktionäre geschuldet, außerdem haben wir den Wachstumspfad etwas vorsichtiger modelliert als vom Unternehmen in Aussicht gestellt. 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 sechs Punkten (bislang: 5 Punkte) jetzt als sehr hoch ein, da wir eine Fusion mit der Key Way Group unterstellt haben, die aber noch nicht abgeschlossen ist. Ein Abschluss der Transaktion ist aber sehr wahrscheinlich, da die notwendigen Mehrheiten im Eigentümerkreis bereits sichergestellt wurden und die Akteure bereits in der Vergangenheit die üblichen Prüfungen der Regulierungsbehörden erfolgreich durchlaufen haben. Sollte die Fusion wider Erwarten doch nicht umgesetzt werden, müsste NAGA kurzfristig andere Finanzierungsmöglichkeiten erschließen.

Fazit

In einem weiterhin anspruchsvollen Marktumfeld für Brokerage-Unternehmen sind Größe und Kapitalstärke sehr wichtige Faktoren. Der vereinbarte Zusammenschluss mit dem FinTech-Unternehmen Key Way Group bringt NAGA diesbezüglich große Fortschritte. Die Gesellschaft erhält insgesamt eine Liquiditätsspritze in Höhe von 15 Mio. US-Dollar, zudem verdoppelt sich der Jahresumsatz auf einen Wert von ca. 90 Mio. US-Dollar.

Die beiden Parteien sehen Synergien in Höhe von 10 Mio. US-Dollar p.a., die erwartungsgemäß relativ schnell realisiert werden können, insbesondere durch die Bereitstellung der NAGA Technology für die Kundenbasis von Capex. Die damit einhergehende Verbesserung der Profitabilität, die zusätzlichen Lizenzen vom ADGM in Abu Dhabi und vom FCSA in Südafrika und das komfortable Kapitalpolster sollen im Anschluss für eine dynamische geografische Erweiterung der von NAGA adressierbaren Märkte und kumulierte Erlöse von mehr als 250 Mio. US-Dollar innerhalb von drei Jahren sorgen.

NAGA positioniert sich damit strategisch zur Erreichung des Ziels, das größte soziale Trading-Netzwerk weltweit aufzubauen, das es den Kunden erlaubt, mit Aktien und Kryptoassets zu handeln und dabei Trades zu kopieren, um vom Erfolg anderer zu profitieren. Der neue CEO der Gruppe, Herr Patrascu, ist ein Serien-Entrepreneur mit großer Erfahrung in der Tra-

ding-Branche, der bereits zwei erfolgreiche Exits vollzogen hat und der seine Zuversicht in den künftigen Erfolg von NAGA mit einer Investition von 9 Mio. US-Dollar aus seinem Privatvermögen im Rahmen der Transaktion zum Ausdruck bringt.

Der Wermutstropfen für Bestandsaktionäre ist eine starke Verwässerung. Für die Einbringung der Key Way Group sollen bis zu 170,6 Mio. Aktien ausgegeben werden, außerdem sind weitere 20 Prozent des neuen Grundkapitals für einen Aktienoptionsplan vorgesehen.

Obwohl wir unsere Schätzungen für NAGA wegen des neu einkalkulierten Beitrags von Key Way / Capex und der ehrgeizigen Wachstumspläne deutlich angehoben haben, lässt die Verwässerung den fairen Wert je Aktie von 2,80 auf 1,40 Euro sinken. Trotzdem ist die Transaktion strategisch sinnvoll, was auch darin zum Ausdruck kommt, dass die Großaktionäre von NAGA ihre Zustimmung signalisiert haben.

Auf Basis eines stark reduzierten Kursniveaus sehen wir signifikantes Aufwärtspotenzial für die Aktie, weshalb wir unser Urteil von „Hold“ auf „Speculative Buy“ hochstufen. Die spekulative Komponente beruht darauf, dass der Abschluss der Transaktion noch aussteht und zudem die öffentlich verfügbare Datenbasis zur Key Way Group noch gering ist.

Anhang I: SWOT-Analyse

Stärken

- Versiertes Managementteam mit hoher Kompetenz in den Bereichen FinTech und Brokerage. Durch die Fusion mit der Key Way Group wird das Team weiter gestärkt und die Organisationsstruktur ausgebaut. Unter anderem gewinnt NAGA mit Octavian Pa-trascu einen CEO mit starkem Track-Record.
- Breit aufgestellte und technologisch ausgereifte Finanzplattform mit hervorragender Skalierbarkeit dank weitreichender Automatisierung.
- 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

- Durch den Zusammenschluss mit der Key Way Group stößt NAGA in eine andere Größendimension vor. Mit der Realisierung der in Aussicht gestellten Synergien in Höhe von 10 Mio. US-Dollar p.a. könnten die Profitabilität und der Cashflow erheblich verbessert werden.
- Die wesentlichen Elemente der Technologie sind inzwischen entwickelt, daher sollten die Kosten der Produktentwicklung künftig nur noch deutlich unterproportional zulegen.
- Die Lösungen für die Bereiche Brokerage, Social Trading, Krypto und Payment werden 2024 zu einer Super-App zusammengeführt, was die weitere Vermarktung stimulieren sollte.
- Der Umsatz soll in den nächsten Jahren dank einem hohen Cross-Selling-Potenzial zwischen den Lösungen von NAGA und Capex und der geplanten Expansion in Schwellenländern stark steigen. Das Erreichen dieser Ziele würde mutmaßlich mit einer kräftigen Gewinnsteigerung einhergehen.

Schwächen

- Trotz einer starken Verbesserung des EBITDA war der Free-Cashflow – zumindest im ersten Halbjahr 2023 – wegen eines hohen Forderungsaufbaus noch deutlich negativ.
- Umsatz und Profitabilität hängen stark von den Handelsaktivitäten ab, die wiederum durch die Kapitalmarktentwicklung determiniert werden. Die Gesellschaft hat darauf nur begrenzten Einfluss.
- Sehr hoher Anteil der immateriellen Vermögenswerte in der Bilanz (75 Prozent zum 30.06.23).
- Komplexes Regulierungsumfeld.
- Die Umsetzung der Fusion mit Key Way würde eine hohe Verwässerung für Altaktionäre bedeuten.
- Die öffentlich verfügbare Datenbasis zur Key Way Group ist noch gering.

Risiken

- Sollte die Fusion nicht durchgeführt werden, müsste sich NAGA kurzfristig andere Finanzierungsoptionen erschließen, um die fälligen Finanzverbindlichkeiten bedienen zu können.
- Die Integration von NAGA und der Key Way Group könnte die anvisierten Ziele – insbesondere Synergien in Höhe von 10 Mio. USD p.a. – verfehlen.
- Das schwierige Umfeld im Brokerage-Markt könnte noch länger anhalten und die Wettbewerbsintensität 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-Ab-schreibungen führen.

Anhang II: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose*

| Mio. Euro | 2022 Ist | 2023e | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e | 2028e | 2029e | 2030e |
|---------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| AKTIVA | | | | | | | | | |
| I. AV Summe | 113,0 | 111,5 | 264,2 | 258,0 | 252,5 | 248,2 | 243,7 | 242,9 | 241,7 |
| 1. Immat. VG | 112,2 | 110,6 | 263,3 | 256,9 | 251,3 | 246,8 | 242,0 | 241,0 | 239,5 |
| 2. Sachanlagen | 0,6 | 0,6 | 0,7 | 0,8 | 1,0 | 1,1 | 1,4 | 1,6 | 1,9 |
| II. UV Summe | 32,5 | 35,1 | 47,3 | 59,7 | 81,7 | 112,5 | 139,2 | 159,8 | 177,3 |
| PASSIVA | | | | | | | | | |
| I. Eigenkapital | 129,8 | 127,3 | 299,8 | 303,4 | 316,7 | 340,0 | 359,2 | 375,5 | 387,9 |
| 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 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 |
| 2. Kurzfristiges FK | 15,2 | 18,7 | 11,1 | 13,7 | 16,9 | 20,1 | 23,1 | 26,6 | 30,6 |
| BILANZSUMME | 145,6 | 146,6 | 311,5 | 317,6 | 334,2 | 360,7 | 382,9 | 402,6 | 419,0 |

GUV-Prognose*

| Mio. Euro | 2022 Ist | 2023e | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e | 2028e | 2029e | 2030e |
|-----------------------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Umsatzerlöse | 52,0 | 45,5 | 75,6 | 101,7 | 128,2 | 160,2 | 198,3 | 234,9 | 266,1 |
| Gesamtleistung | 58,4 | 47,9 | 77,6 | 103,7 | 130,2 | 162,2 | 200,3 | 236,9 | 268,1 |
| Rohertrag | 51,0 | 29,9 | 58,7 | 78,2 | 98,2 | 122,2 | 150,7 | 178,2 | 201,6 |
| EBITDA | -11,2 | 7,0 | 7,4 | 14,5 | 24,0 | 34,4 | 46,0 | 55,3 | 62,4 |
| EBIT | -32,4 | -1,4 | -4,4 | 3,5 | 13,7 | 25,3 | 37,0 | 50,2 | 57,3 |
| EBT | -33,3 | -2,4 | -5,5 | 3,8 | 14,0 | 25,9 | 38,0 | 51,7 | 59,1 |
| JÜ (vor Ant. Dritter) | -33,3 | -2,4 | -5,5 | 3,6 | 13,3 | 23,3 | 28,5 | 36,2 | 41,4 |
| JÜ | -33,3 | -2,4 | -5,5 | 3,6 | 13,3 | 23,3 | 28,5 | 36,2 | 41,4 |
| EPS | -0,62 | -0,01 | -0,02 | 0,02 | 0,06 | 0,10 | 0,12 | 0,16 | 0,18 |

*bis 2023 einschließlich NAGA stand-alone, ab 2024 auf Als-ob-Basis inklusive Key Way / Capex

Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose*

| Mio. Euro | 2022 Ist | 2023e | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e | 2028e | 2029e | 2030e |
|------------------------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| CF operativ | -17,4 | -4,0 | -0,5 | 8,1 | 19,3 | 27,8 | 34,8 | 40,3 | 45,3 |
| CF aus Investition | 9,1 | -3,9 | -4,5 | -4,7 | -4,9 | -4,8 | -4,6 | -4,3 | -4,0 |
| CF Finanzierung | 1,0 | 8,9 | 9,6 | -0,2 | -0,2 | -0,2 | -9,5 | -20,1 | -29,1 |
| Liquidität Jahresanfa. | 8,6 | 1,3 | 2,3 | 6,9 | 10,2 | 24,5 | 47,3 | 68,0 | 83,9 |
| Liquidität Jahresende | 1,3 | 2,3 | 6,9 | 10,2 | 24,5 | 47,3 | 68,0 | 83,9 | 96,1 |

Kennzahlen*

| Prozent | 2022 Ist | 2023e | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e | 2028e | 2029e | 2030e |
|----------------|----------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Umsatzwachstum | -1,7% | -12,4% | 66,2% | 34,5% | 26,1% | 25,0% | 23,8% | 18,5% | 13,3% |
| EBITDA-Marge | -21,6% | 15,4% | 9,8% | 14,3% | 18,7% | 21,4% | 23,2% | 23,6% | 23,5% |
| EBIT-Marge | -62,3% | -3,1% | -5,8% | 3,4% | 10,6% | 15,8% | 18,6% | 21,4% | 21,5% |
| EBT-Marge | -64,2% | -5,3% | -7,3% | 3,7% | 10,9% | 16,2% | 19,2% | 22,0% | 22,2% |
| Netto-Marge | -64,2% | -5,3% | -7,3% | 3,5% | 10,4% | 14,6% | 14,4% | 15,4% | 15,5% |

*bis 2023 einschließlich NAGA stand-alone, ab 2024 auf Als-ob-Basis inklusive Key Way / Capex

Anhang IV: Sensitivitätsanalyse

| WACC | Ewiges Cashflow-Wachstum | | | | |
|------|--------------------------|------|------|------|------|
| | 2,0% | 1,5% | 1,0% | 0,5% | 0,0% |
| 7,5% | 1,86 | 1,74 | 1,63 | 1,54 | 1,46 |
| 8,0% | 1,68 | 1,58 | 1,49 | 1,42 | 1,35 |
| 8,5% | 1,53 | 1,45 | 1,37 | 1,31 | 1,25 |
| 9,0% | 1,40 | 1,33 | 1,27 | 1,21 | 1,16 |
| 9,5% | 1,29 | 1,23 | 1,18 | 1,13 | 1,09 |

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 05.03.2024 um 8:15 Uhr fertiggestellt und am 05.03.2024 um 8:45 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 |
|------------|------------------|------------|---------------------|
| 13.11.2023 | Hold | 2,80 Euro | 1), 3) |
| 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) |

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.