

-----  
Hinweis gemäß MiFID II Regulierung für Research „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“: Vorliegendes Research erfüllt die Voraussetzungen für die Einstufung als „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“. Nähere Informationen hierzu in der Offenlegung unter „I.Research unter MiFID II“  
-----

**15.12.2023****Investment im Fokus – The NAGA Group AG**Unternehmen: The NAGA Group AG<sup>5a,11</sup>

ISIN: DE000A161NR7

Kursziel: 2,90 EUR (Gültigkeit des Kursziels: bis maximal: 31.12.2024)

Aktueller Aktienkurs: 1,03 EUR (Xetra; 14.12.2023; 17:36 Uhr)

Rating: KAUFEN

Analyst: Cosmin Filker

Datum der Fertigstellung: 15.12.2023 (08:10 Uhr)

Datum der ersten Weitergabe: 15.12.2023 (8:15 Uhr)

*\*Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 4***Starkes Ergebniswachstum in den ersten 9 Monaten 2023 erreicht, geringeres Umsatzwachstum aber Steigerung der Rentabilität erwartet, Kursziel: 2,90 €, Rating: KAUFEN**

Die The NAGA Group AG hat kürzlich und damit verspätet den Geschäftsbericht für das Geschäftsjahr 2022 veröffentlicht. Im Wesentlichen ist die verspätete Veröffentlichung auf einen Wechsel des Wirtschaftsprüfers, die Einbeziehung neuer Geschäftsaktivitäten bzw. neuer Tochtergesellschaften, vor allem aber aufgrund der Klärung von Bewertungsfragen hinsichtlich des Kryptowährungsbestandes, zurückzuführen.

Mit Vorliegen des Geschäftsberichts wird zwar deutlich, dass die Gesellschaft im abgelaufenen Geschäftsjahr 2022 ein weiteres Umsatzwachstum in Höhe von 8,9 % auf 57,60 Mio. € (VJ: 52,88 Mio. €) verzeichnen konnte, das EBIT lag mit -36,86 Mio. € (VJ: -9,55 Mio. €) aber deutlich unter Vorjahresniveau. Insbesondere Abschreibungen auf langfristig gehaltene und zum Handel bestimmte Kryptowährungen in Höhe von insgesamt 18,57 Mio. € sowie eine Forderungswertberichtigung in Höhe von 1,45 Mio. € führten erwartungsgemäß zu dem deutlichen Ergebnisrückgang. Die Abschreibungen der Kryptowährungen stehen im Zusammenhang mit dem starken Kursverfall des NAGA Coin (NGC). Auch bereinigt um diese Sondereffekte hätte NAGA ein negatives EBIT in Höhe von -16,84 Mio. € ausgewiesen. Hier spiegelt sich die bis in das abgelaufene Geschäftsjahr 2022 verfolgte Strategie eines starken Kunden- und Umsatzwachstums wider, die beispielsweise mit unverändert hohen Marketingaufwendungen in Höhe von 28,35 Mio. € (VJ: 30,97 Mio. €) einherging. Um den operativen Break-even zu erreichen, müssen diese hohen Aufwendungen ein höheres Umsatzwachstum generieren. Dem stand jedoch ein allgemein schwieriges Marktumfeld gegenüber, das einerseits durch deutlich rückläufige Kursentwicklungen von Kryptowährungen und andererseits durch rückläufige Transaktionszahlen geprägt war.

Als Reaktion auf die Entwicklung im abgelaufenen Geschäftsjahr 2022 hat das NAGA-Management einen Strategiewechsel vorgenommen und eine Umstrukturierung eingeleitet. Dabei wurde der Fokus vom Umsatzwachstum auf das Gewinnwachstum verlagert und die Unternehmens- und Kostenstrukturen entsprechend angepasst. Diesem Strategieschwenk kommt der mittlerweile fertigentwickelte und in den Markt eingeführte „One-stop-shop“-Ansatz der Naga-App zugute. Mit der Einführung von Naga Pay und NAGAX werden die Aspekte einer NeoBank, eines NeoBrokers und Social Investing mit einem Krypto-Ökosystem innerhalb einer App bzw. Anwendung kombiniert.

Die Entwicklung des laufenden Geschäftsjahres 2023 spiegelt den Erfolg der eingeleiteten strategischen Neuausrichtung wider. Nach vorläufigen 9-Monatszahlen lag das EBITDA bei deutlich rückläufigen Umsatzerlösen in Höhe von 28,7 Mio. € (VJ: 46,7 Mio. €) mit 4,2 Mio. € (VJ: -11,2 Mio. €) bereits spürbar über dem Vorjahreswert. Die EBITDA-Marge lag nach einem negativen Wert im Vorjahr bei 14,6 %. Maßgeblich für diese Entwicklung war die Reduzierung der Gesamtaufwendungen. Insbesondere die Marketing- und Vertriebsaufwendungen konnten auf 3,7 Mio. € (VJ: 26,1 Mio. €) reduziert werden. In diesem Zusammenhang sanken die Kosten pro gewonnenem Kunden deutlich auf 181 €. In der Spitze lagen sie im abgelaufenen Geschäftsjahr noch bei über 1.650 €. Neben der Kundengewinnung in Auslandsmärkten, die mit geringeren Kosten verbunden ist, ist dieser starke Kostenrückgang auf bewusste Kosteneinsparungen im Marketingbereich zurückzuführen. Ineffiziente Maßnahmen wurden eingestellt und generell alle Vereinbarungen in diesem Bereich auf den Prüfstand gestellt.

Trotz der Kosteneinsparungen in der Kundenakquisition stieg die Anzahl der aktiven Kunden zum 30.09.2023 auf 20.700 (30.09.22: 17.700). Damit einhergehend stieg auch die Anzahl der Trades in den ersten neun Monaten auf 10,9 Mio. (Vj.: 8,4 Mio.), wobei der Umsatz pro Trade marktbedingt rückläufig war, was den Umsatzrückgang erklärt.

Auf Basis der 9-Monatsentwicklung sollte im laufenden Geschäftsjahr 2023 zwar ein sichtbarer Umsatzrückgang auf 39,17 Mio. € (VJ: 57,60 Mio. €) ausgewiesen werden, das EBITDA dürfte aber, unseren Schätzungen zur Folge, mit 5,13 Mio. € (VJ: -13,73 Mio. €) den besten Wert der Unternehmensgeschichte erreichen.

Auch für die kommenden Geschäftsjahre rechnen wir mit einer im Vergleich zu den Vorjahren niedrigeren Wachstumsdynamik, gehen allerdings von einer weiteren Verbesserung der Rentabilität aus. Auf der einen Seite dürften sich die ergriffenen Kosteneinsparmaßnahmen, die auch auf einer starken Reduktion der Mitarbeiterzahl auf 117 (31.12.22: 171) zurückzuführen sind, vollständig im kommenden Geschäftsjahr bemerkbar machen. Auf der anderen Seite ist die Entwicklung der so genannten Super-App abgeschlossen, so dass in den kommenden Geschäftsjahren mit erheblich niedrigeren Entwicklungskosten zu rechnen ist. Schließlich wird die NAGA-Technologie auch als White-Label-Lösung Dritten angeboten, ein Geschäftsmodell, welches margenstark ist. Ein erstes reguliertes Online-Brokerunternehmen aus Kuwait wird ein Social Trading-Produkt auf Basis der NAGA-Technologie in Kürze starten.

Für die kommenden Geschäftsjahre 2024 und 2025 erwarten wir ein Umsatzwachstum von jeweils 10 % auf dann 43,08 Mio. € (2024) bzw. 47,39 Mio. € (2025). Im kommenden Geschäftsjahr sollte die NAGA aufgrund der erwarteten Reduzierung der Gesamtkosten auf allen Ergebnisebenen die Gewinnschwelle erreichen. Die EBITDA-Marge sollte dabei auf 15,4 % und im Geschäftsjahr 2025 auf 19,4 % ansteigen.

Im Rahmen unseres DCF-Bewertungsmodells haben wir ein neues Kursziel von 2,90 € (bisher: 3,60 €) ermittelt. Die Kurszielreduktion ist insbesondere auf unsere reduzierte Umsatzwachstumsdynamik zurückzuführen. Wir gehen zwar von einer generellen Steigerung der Profitabilität aus, die absoluten Ergebniswerte liegen jedoch unter unseren bisherigen Schätzungen. Wir stufen die Aktie weiterhin mit KAUFEN ein.

---

In obiger Analyse ist folgender möglicher Interessenskonflikt gemäß Katalog gegeben: 5a,11

\*Ein Katalog möglicher Interessenskonflikte finden Sie unter:  
<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung.htm>

## ANHANG

### I.

#### **Research unter MiFID II**

1. Es besteht ein Vertrag zwischen dem Researchunternehmen GBC AG und der Emittentin hinsichtlich der unabhängigen Erstellung und Veröffentlichung dieses Research Reports über die Emittentin. Die GBC AG wird hierfür durch die Emittentin vergütet.
2. Der Research Report wird allen daran interessierten Wertpapierdienstleistungsunternehmen zeitgleich bereitgestellt.

### II.

#### **§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss**

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen aus dieser Studie stammen aus Quellen, welche GBC für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt verwandt, sicherzustellen, dass die verwendeten Fakten und dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind. Trotz allem kann keine Gewähr oder Haftung für deren Richtigkeit übernommen werden – und zwar weder ausdrücklich noch stillschweigend. Darüber hinaus können alle Informationen unvollständig oder zusammengefasst sein. Weder GBC noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieses Dokuments oder seines Inhalts oder auf andere Weise in diesem Zusammenhang entstehen.

Weiter weisen wir darauf hin, dass dieses Dokument weder eine Einladung zur Zeichnung noch zum Kauf irgendeines Wertpapiers darstellt und nicht in diesem Sinne auszulegen ist. Auch darf es oder ein Teil davon nicht als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in diesem Zusammenhang als verlässliche Quelle herangezogen werden. Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem voraussichtlichen Verkaufsangebot für Wertpapiere des oder der in dieser Publikation besprochenen Unternehmen sollte ausschließlich auf der Grundlage von Informationen in Prospekten oder Angebotsschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

GBC übernimmt keine Garantie dafür, dass die angedeutete Rendite oder die genannten Kursziele erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieses Dokument beruht, können einen materiellen Einfluss auf die angestrebten Renditen haben. Das Einkommen aus Investitionen unterliegt Schwankungen. Anlageentscheidungen bedürfen stets der Beratung durch einen Anlageberater. Somit kann das vorliegende Dokument keine Beratungsfunktion übernehmen.

#### **Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:**

Diese Publikation darf, sofern sie im UK vertrieben wird, nur solchen Personen zugänglich gemacht werden, die im Sinne des Financial Services Act 1986 als ermächtigt oder befreit gelten, oder Personen gemäß Definition § 9 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Erlass 1988 (in geänderter Fassung), und darf an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder anderen Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis, diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen.

Die Hinweise zum Disclaimer/Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

<https://www.gbc-ag.de/de/Disclaimer>

#### **Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 WpHG und FinAnV**

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<https://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung>

#### **§ 2 (I) Aktualisierung:**

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse(n) zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. GBC AG behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

#### **§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:**

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

**Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings sind mit folgenden Erwartungen verbunden:**

KAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\geq + 10 \%$ .
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt dabei $> - 10 \%$ und $< + 10 \%$ .
VERKAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\leq - 10 \%$ .

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen Wertes je Aktie, welcher auf Grundlage allgemein anerkannter und weit verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse, wie etwa dem DCF-Verfahren, dem Peer-Group-Vergleich und/ oder dem Sum-of-the-Parts Verfahren, ermittelt wird, festgestellt. Dies erfolgt unter Einbezug fundamentaler Faktoren wie z.B. Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufe, etc.

**§ 2 (III) Historische Empfehlungen:**

Die historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar:

<https://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung>

**§ 2 (IV) Informationsbasis:**

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) wurden öffentlich zugängliche Informationen über den/die Emittenten, (soweit vorhanden, die drei zuletzt veröffentlichten Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekt, Unternehmenspräsentationen etc.) verwendet, die GBC als zuverlässig einschätzt. Des Weiteren wurden zur Erstellung der vorliegenden Analyse(n) Gespräche mit dem Management des/der betreffenden Unternehmen geführt, um sich die Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

**§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR:**

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des § 85 WpHG und Art. 20 MAR nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

**Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5a,11)**

**§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:**

- (1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem analysierten Unternehmen oder analysierten Finanzinstrument oder Finanzprodukt.
- (2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3% der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- (5) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen oder Emittenten des analysierten Finanzinstruments getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Finanzanalyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Unternehmens bzw. Emittenten
- (6) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen oder Finanzinstrument getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Dritten und/oder Unternehmen und/oder Emittenten des Finanzinstruments der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Dritten und/oder Emittent
- (7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und oder eine sonstige an der Studiererstellung beteiligte Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.

(10) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen mit dem analysierten Unternehmen geschlossen.

(11) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen, wie z.B. die Gewinnung und/oder Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen bzw. die Gewinnung und/oder Erbringung von Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen (z.B. Präsentation auf Konferenzen, Roundtables, Roadshows etc.)

(12) Das analysierte Unternehmen befindet sich zum Zeitpunkt der Finanzanalyse in einem, von der GBC AG oder mit ihr verbundenen juristischen Person, betreuten oder beratenen Finanzinstrument oder Finanzprodukt (wie z.B. Zertifikat, Fonds etc.)

### **§ 2 (V) 3. Compliance:**

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese, sofern vorhanden, offenzulegen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, Karin Jägg, Email: jaegg@gbc-ag.de

### **§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:**

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

Die GBC AG wird derzeit vertreten durch Ihre Vorstände Manuel Hölzle (Vorsitz) und Jörg Grunwald.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

**Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Stellv. Chefanalyst**

### **§ 3 Urheberrechte**

Dieses Dokument ist urheberrechtlich geschützt. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt und darf nicht reproduziert oder an irgendeine andere Person verteilt werden. Eine Verwendung dieses Dokuments außerhalb den Grenzen des Urhebergesetzes erfordert grundsätzlich die Zustimmung der GBC bzw. des entsprechenden Unternehmens, sofern es zu einer Übertragung von Nutzungs- und Veröffentlichungsrechten gekommen ist.

GBC AG  
Halderstraße 27  
D 86150 Augsburg  
Tel.: 0821/24 11 33-0  
Fax.: 0821/24 11 33-30  
Internet: <http://www.gbc-ag.de>

E-Mail: [compliance@gbc-ag.de](mailto:compliance@gbc-ag.de)