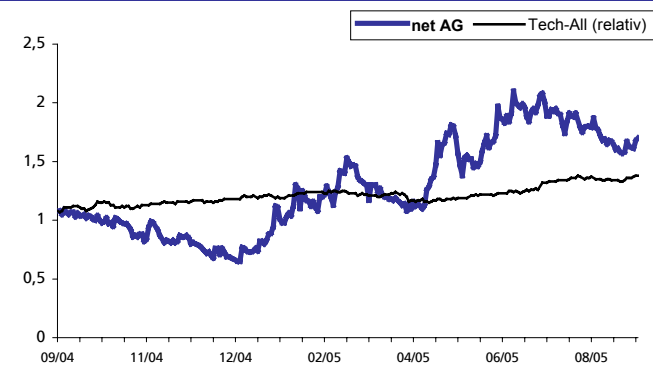


Chancen & Risiken	Unternehmensprofil	Equity-Story	Marktumfeld	Finanzen	Bewertung	Kennzahlen
-------------------	--------------------	--------------	-------------	----------	-----------	------------

Rating: Outperformer (Ersteinschätzung)**Fairer Wert: 2,50 €**

ISIN: DE0007867400 Kurs: 1,70 €
 Reuters: NETG.F Tec-AS: 761,05
 Bloomberg: NET
 Internet: www.netag.de
 Segment: Prime Standard
 Branche: Software



Kursdatum/Kurszeit: 08.09.05 / 11:00 Uhr
 Marktkapitalisierung: 22,92 Mio. €
 Hoch / Tief 52 Wochen: 2,17 € / 0,64 €
 Aktienzahl: 13,48 Mio.

Aktionäre: Free Float 85,0%
 Semi Verwaltung GmbH 8,3%
 Reinhard Klar 6,7%

Termine:

Analyst: Felix Ellmann +49 (40) 30 95 37-12

Institutionelle Kundenbetreuung:

Clemens Schlöter +49 (40) 37 85 52-11
 Johannes Jensen +49 (40) 37 85 52-23
 Henner Rüscheimer +49 (40) 37 85 52-21
 Robert Suckel +49 (40) 37 85 52-22

Strategie

--	-	0	+	++
----	---	---	---	----

Bewertung

--	-	0	+	++
----	---	---	---	----

Performance innerhalb Branche

Under	Market	Out
-------	--------	-----

Performance gegenüber Index

Under	Market	Out
-------	--------	-----

(neu) ■ (alt) ■

Net AG formiert sich neu**Highlights**

- Im Bereich Implementation von VoIP-Technologien ist die Net AG führend. Hieraus wird sich mit hoher Wahrscheinlichkeit in den nächsten Jahren Wachstumspotenzial ergeben. Ein bedeutender Großauftrag von Media Markt/Saturn aus dem vierten Quartal 2004 belegt dies eindrucksvoll.
- Der sehr erfolgreiche Börsengang der Net Mobile AG hat für die Net AG einen erheblichen Werteffekt. Der Marktwert der Anteile an der Net Mobile machen rund 0,55 € pro Aktie der Net AG aus.
- Wir halten die Aktie auf Basis unseres DCF-Modells bei 2,50 € für angemessen bezahlt.

Anlageurteil

Nach einer Reihe struktureller Maßnahmen, an deren Ende der erfolgreiche Börsengang der Net Mobile AG stand, positioniert sich die Net AG heute profitabel, bilanziell solide und strategisch mit klarer Stoßrichtung.

Wir erwarten für die nächsten Jahre bei der Net AG solides und profitables Wachstum ihrer beiden Geschäftsbereiche IT-/TK-Services und Software Republishing. Hierzu waren die genannten strukturellen Maßnahmen entscheidend. Wir halten die Aktie derzeit bei 2,50 € für angemessen bezahlt.

Unsere Ersteinschätzung für die Net AG lautet Outperformer.

Geschäftsjahresende	09/04	09/05e	09/06e	09/07e	CAGR
Umsatz	61,6	34,1	37,3	41,3	-12,5%
EBITDA	-1,4	2,5	3,0	3,8	n.m.
Marge	-2,35%	7,27%	7,97%	9,17%	
EBIT	-8,1	2,0	2,4	3,1	n.m.
Marge	-13,12%	5,75%	6,46%	7,53%	
Nettoerg.	-9,5	1,2	1,6	2,1	n.m.
Marge	-15,40%	3,38%	4,19%	5,16%	
EpA	-0,70	0,08	0,11	0,15	n.m.
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00	n.m.
Rendite	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	
EpA in €, andere Angaben in Mio. €, Kurs: 1,70 €					
KUV	0,40	0,72	0,66	0,60	
KGV	n.m.	21,36	15,77	11,55	
EV/Umsatz	0,34	0,61	0,56	0,50	
EV/EBITDA	n.m.	8,40	7,01	5,50	

Chancen & Risiken	Unternehmensprofil	Equity-Story	Marktumfeld	Finanzen	Bewertung	Kennzahlen
-------------------	--------------------	--------------	-------------	----------	-----------	------------

Chancen/ Stärken:

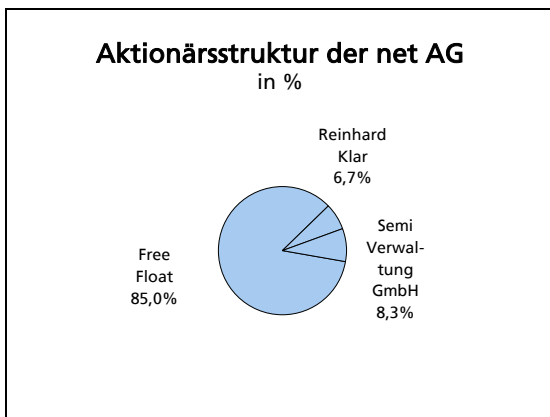
- Im Bereich der VoIP-Technologien ist die Net AG sehr aussichtsreich positioniert. Aber auch Themen im Bereich Storage und Security Kompetenzen sprechen für die strategische Ausrichtung der net AG.
- Die Net AG Tochter Top Systems verfolgt das Geschäftsmodell des Software Republishings. In diesem Bereich ist das Unternehmen deutlich profitabel und hat einen interessanten Hebel, da erfolgreiche Ausländische Titel mit vergleichsweise geringem Risiko auf den Deutschen Markt gebracht werden können.
- Die Net AG verfügt über gut 40 Mio. € steuerlich wirksame Verlustvorräte im Konzern. Infolge dessen wird das Unternehmen in den kommenden Jahren nur geringe Steuerauswendungen zu verzeichnen haben.
- Die Beteiligung der Net AG an der Net Mobile AG stellt eine wichtige Wertkomponente der Net AG dar (rd. 8 Mio. €).

Risiken/ Schwächen:

- Mit 90 Mitarbeitern ist die Net AG relativ klein. Das macht die Erträge der Gesellschaft relativ stark abhängig von Verlauf und Kalkulation einzelner Projekte. Generell lässt sich die Auslastung im Allgemeinen nicht so gut steuern wie bei größeren Dienstleistern.
- Im Bereich des Software Republishings stehen typischen Risiken (Vorabzahlungen und Republishing-Kosten, Hotline) hohe Chancen (Lizenzeinnahmen) gegenüber. Dennoch können mehrere falsche Veröffentlichungsentscheidungen erhebliche Ergebnisbelastungen nach sich ziehen. Diese Risiken sind allerdings immer kalkulierbar, denn sie bestehen im Wesentlichen aus Vorleistungen.
- Da Net Mobile noch defizitär ist, auf der anderen Seite jedoch sehr aussichtsreich positioniert, könnte die Bewertung dieser wichtigen Bilanzposition erheblichen Schwankungen unterliegen.
- Die Net AG plant, mittelfristig Akquisitionen zu tätigen. Dies birgt neben Chancen natürlich auch typische Risiken.

Chancen & Risiken	Unternehmensprofil	Equity-Story	Marktumfeld	Finanzen	Bewertung	Kennzahlen
-------------------	---------------------------	--------------	-------------	----------	-----------	------------

Fehlbetrag drastisch reduziert



Grafik 1; Quelle: Deutsche Börse, 21.03.05

Geschäftsentwicklung

Die Net AG ist mit ihren 90 Mitarbeitern in zwei Bereichen tätig. Zum einen sind dies Projekte im Bereich der IT- und Telekommunikationssysteme und zum anderen ist es das Republishing von Software (auf die beiden Bereiche wird im Abschnitt „Equity-Story“ detailliert eingegangen).

Diese Struktur ist das Resultat einer Umstrukturierung des Konzerns. Die Net AG erwirtschaftet im Jahr 2002/03 (30.09.03) bei einem Umsatz in Höhe von 57 Mio. € ein Betriebsergebnis in Höhe von -12,4 Mio. € und einen Jahresfehlbetrag in Höhe von -9,6 Mio. €. Im Jahr 2003/04 verbesserte sich das Ergebnis bei gestiegenen Umsätzen (62 Mio. €) leicht. Das EBIT betrug -8,1 Mio. € und der Jahresfehlbetrag belief sich auf -9,5 Mio. €.

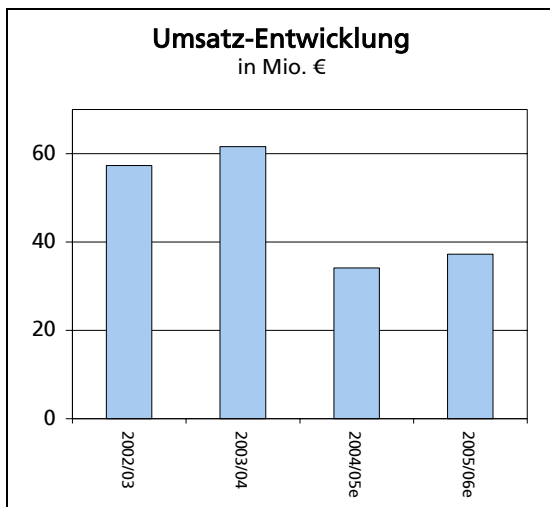
Ursache für die Verluste auf Konzernebene war die Net AG Tochter Net Mobile AG. Diese Gesellschaft ist auf die Entwicklung mobiler Mehrwertdienste spezialisiert. Am 25.11.04 gab die Net AG bekannt, dass im Wege einer Kapitalerhöhung der Anteil der Net AG an der Net Mobile AG sukzessive auf 33% reduziert wird (siehe hierzu auch Abschnitt „Equity-Story“).

Nach der Dekonsolidierung und dem Börsengang der Net Mobile AG stellt sich die Net AG bilanziell heute solide auf. Nach erfolgreichem Börsengang ist die Net Mobile, an der die Net AG noch 15,55 % hält, solide finanziert. Der Marktwert der Beteiligung beträgt rund 9 Mio. €. Die Net Mobile AG orientierte sich früh im Bereich mobiler Mehrwertdienste, der erst in den letzten Jahren zu einem greifbaren Wachstumsmarkt avancierte.

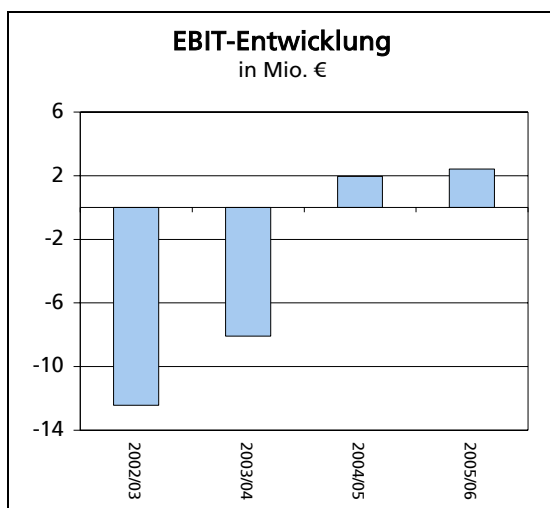
Management und Aktionärsstruktur

Die Net AG wird von Alleinvorstand Dr. Stefan Immes geleitet. Immes ist seit Gründung der Gesellschaft (1997) Mitglied des Vorstandes und hält über die Semi Verwaltung GmbH indirekt 8,3% an der Gesellschaft. Der Aufsichtsrat besteht aus Dirk Niebergall (Vorsitzender), Frank Hock und Bernhard Pöllinger. Einen nennenswerten Aktienbestand hält von ihnen lediglich Bernhard Pöllinger (1,36% des Grundkapitals).

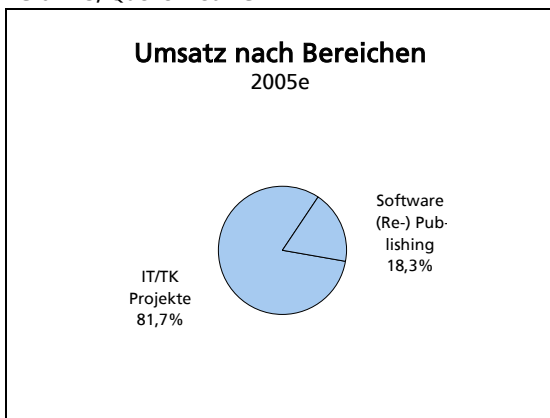
Chancen & Risiken	Unternehmensprofil	Equity-Story	Marktumfeld	Finanzen	Bewertung	Kennzahlen
-------------------	--------------------	--------------	-------------	----------	-----------	------------



Grafik 2; Quelle: net AG



Grafik 3; Quelle: net AG



Grafik 4; Quelle: Deutsche Börse, 21.03.05

Net AG im Wandel

Die Net AG hat sich strukturell deutlich verändert. Durch eine Kapitalmaßnahme bei ihrer Tochter Net Mobile AG wurde diese Gesellschaft dekonsolidiert. Heute fokussiert sich die Gesellschaft auf ihre verbliebenen profitablen Bereiche der IT/TK-Projekte sowie dem Software-Republishing.

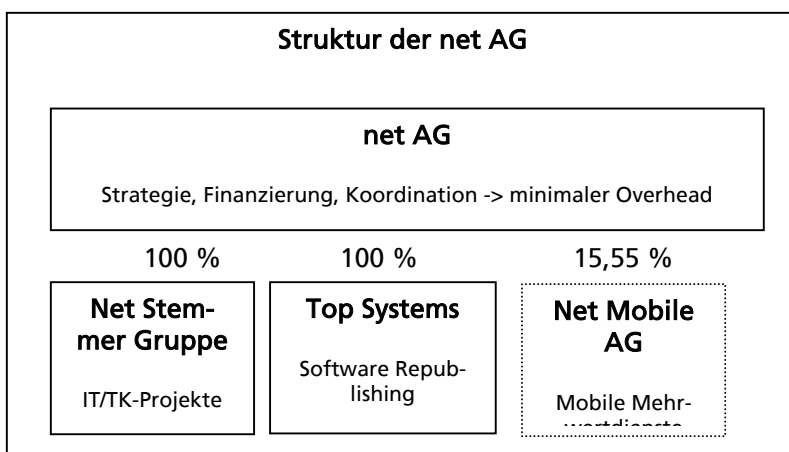
Durch die Dekonsolidierung der Aktivitäten im Bereich der Kommunikationstechnologie ging der konsolidierte Konzernumsatz drastisch zurück. Während es in 2003/04 noch über 60 Mio. € waren, sind es im Geschäftsjahr 2004/05 voraussichtlich nur rund 34 Mio. €.

Der Anteil der Net AG an den Aktivitäten im Bereich der Kommunikationstechnologie (Net Mobile) liegt nun bei rund 16 %. Des Weiteren hat die Net mobile AG gegenüber der Net AG noch Verbindlichkeiten in Höhe von 4 Mio. €. Diese werden im laufenden Quartal zurückgeführt.

Die Mittel aus Kapitalerhöhung und Börsengang der Net Mobile AG (rund 16 Mio. €) dienen der Stärkung der Eigenkapitalbasis (die Net Mobile AG erwirtschaftete 2004 noch deutliche Verluste) und sollen auch zur Finanzierung weiteren Unternehmenswachstums eingesetzt werden.

Die Net AG fokussiert sich künftig verstärkt auf ihre profitablen Bereiche. Nach erfolgter Dekonsolidierung zeigten die ersten neun Monate 2004/05 zeigten erwartungsgemäß wieder durchgehend positive Ergebnisse.

Die neue Struktur der Net AG lässt sich wie folgt darstellen:



Grafik 5; Quelle: net AG

IT/TK-Projekte (Net Stemmer)

Die verbleibenden konsolidierten Aktivitäten der Net AG machen rund 80% ihrer Umsätze im Bereich der IT- und TK-Projekte. Die Net AG ist hier reiner Dienstleister und verfügt nicht über eigene Technologien, sondern kauft Hard- und

Chancen & Risiken	Unternehmensprofil	Equity-Story	Marktumfeld	Finanzen	Bewertung	Kennzahlen
-------------------	--------------------	---------------------	-------------	----------	-----------	------------

Software bei Dritten ein. Zu der breiten Kundenbasis der Gesellschaft, zählen fast alle Dax-30 Unternehmen. Aufträge gewinnt die Gesellschaft natürlich aus dieser Kundenbasis (Folgaufträge) oder aus Ausschreibungen und im Wege des klassischen Vertriebs. Im Rahmen der Projekte sind rund $\frac{3}{4}$ der Umsätze Hardware und $\frac{1}{4}$ hochmarginale Dienstleistungen.

Im Wesentlichen lässt sich die Tätigkeit der Gruppe dort in vier Arbeitsbereiche gliedern:

Services

Im Bereich der IT-Services ist die Gesellschaft vor allem im Bereich der Planung und Implementierung von IT-Lösungen, dem Ausbau von IT-Systemen sowie dem Netzwerkmanagement tätig. Abgerundet wird das Leistungsportfolio durch IT-Trainings. Die Net AG profitiert hier vor allem von dem zunehmenden Trend des Outsourcings von IT-Dienstleistungen. Wichtigster Partner der Net AG ist hier die Cisco. Aber auch Lucent, CA, 3com oder ATI und APC sind Partner der Net AG auf diesem Gebiet.

Storage-Lösungen

Im Bereich der Storage-Lösungen beschäftigt sich die Net AG vor allem mit Backup-Software, Archivierungshard- und -software sowie Storage Netzwerken und Massenspeicherlösungen. Generell profitiert die Gesellschaft hier von einem Anstieg der Datenvolumina. Partner auf diesem Gebiet sind beispielsweise IBM, HP, NetApp oder Quantum.

Security-Lösungen

Im Bereich Security stehen vor allem Themen der Inter- und Intranet-Sicherheitslösungen sowie Virenschutz und Authentifizierung im Fokus des Unternehmens. Hier profitiert das Unternehmen von dem Megatrend des Bedürfnisses nach IT-Sicherheit. Zu den Partnern gehören hier wieder eine Cisco, aber auch RSA, Symantec, Microtrend und andere.

IP-Telefonie-Lösungen

Im Bereich der IP-Telefonie bietet das Unternehmen Soft- und Hardware für die IP-Telefonie in Netzwerkumgebungen an. Besonders das signifikante Einsparpotenzial, welches IP-Telefonie mit sich bringt, macht diesen Bereich sehr interessant. Da sich die Net AG bereits sehr früh in diesem Bereich engagiert hat, ist das Unternehmen heute hier führend. Für Media Markt/Saturn implementiert die Net AG derzeit eines der größten IP-Telefonie-Netzwerke Europas. Wichtigster Partner ist hier Cisco, die auf dem Gebiet der IP-Telefonie-Lösungen führend ist.

Software Republishing (Top Systems)

Rund 20% der Umsätze macht die Net AG im Softwaregeschäft (über die niederländische Top Systems). Die Gesellschaft betreibt Republishing von Software (vornehmlich aus Nordameri-

**Im Bereich VoIP-Technologien
chancenreich positioniert**

Software Republishing ist skalierbar

Chancen & Risiken	Unternehmensprofil	Equity-Story	Marktumfeld	Finanzen	Bewertung	Kennzahlen
-------------------	--------------------	---------------------	-------------	----------	-----------	------------

ka) für den deutschsprachigen Raum. Dies umfasst das Übersetzen der Software, Erstellen von deutschen Betriebsanleitungen, Verpackungen etc. sowie das Verhandeln von regionalen Lizenzverträgen. Die Software wird sowohl via klassischem Handel (indirekter Vertrieb) als auch im Wege des Internets vertrieben. Die Quote der Online-Bestellungen liegt bei ca. 25%. Rund 75% wird über klassische Vertriebswege Erlöst. Den inhaltlichen Schwerpunkt bildet Software für Komprimierung, Verwaltung und Bearbeitung von Bild und Textdateien.

Der Vorteil dieses Geschäftsmodells ist seine leichte Skalierbarkeit und die Tatsache, dass die Top Systems den direkten Kundenzugang und die Rechte an der replizierten Software hat. Die Gesellschaft ist nicht selbst in der riskanten Softwareentwicklung tätig. Die Top Systems hat einen exklusiven Bestand an Lizenzen und verfügt über ein gutes Vertriebsnetz und einen hochwertigen technischen Support.

Zu den wichtigsten Software-Partnern gehören WinZip (für das Top Systems das alleinige Vertriebsrecht für das deutschsprachige Europa hat), Produkte von JascSoftware und andere. Wir gehen davon aus, dass Top Systems ihren Vertriebskatalog sukzessive weiter ausbaut. Die Erschließung neuer Software-Partner ist jedoch immer mit Anlaufkosten verbunden (Vorabzahlung, Mindestabnahme, Erstellung deutscher Anleitung/Verpackung, Schulung von Support etc.). Derzeit verhandelt das Unternehmen über neue Publishing-Verträge, die sich in den kommenden Jahren im Ergebnis niederschlagen sollten. In Anbetracht der guten finanziellen Situation der Net AG ist auch vorstellbar, dass zukünftig der eine oder andere größere Publishing-Deal abgeschlossen wird, dessen Ergebniswirkung dann ab 2006/07 sichtbar wäre.

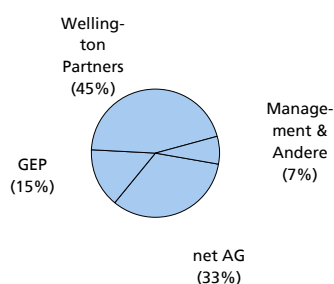
Weitere Verträge geplant

Net Mobile AG

Wie Eingangs erläutert, wurde die Net Mobile AG im vergangenen Geschäftsjahr dekonsolidiert und Kapital von dritter Seite (VC) zugeführt. Die Gesellschaft erwirtschaftet im abgelaufenen Geschäftsjahr einen Umsatz in Höhe von rund 32 Mio. €. Zwar ist die Gesellschaft im Bereich der mobilen Mehrwertdienste in einem absoluten Wachstumsmarkt tätig, jedoch betrug der Verlust allein im vierten Quartal rund 1,2 Mio. € (EBIT). Auch aus Sicht dieser Zahlen war in der Tochter eine Kapitalerhöhung notwendig. Die Net Mobile AG kann ihre Chancen so aggressiver wahrnehmen. Aus Sicht der Net AG erscheint es sehr sinnvoll die Gesellschaft als Finanzbeteiligung zu führen, da dieses Unternehmen für seine Wachstumsstrategie weiteres Kapital benötigt. Im Rahmen eines weiteren Schrittes wurde die Net Mobile AG im Juli 2005 an die Börse gebracht. Aufgrund der aussichtsreichen strategischen Positionierung konnte die Gesellschaft unter deutlicher Überzeichnung platziert werden.

Der Wertansatz der Net mobile Beteiligung liegt derzeit bei rund 8 Mio. €. Des weiteren hat die Net mobile AG noch Darle-

Aktionäre der Net Mobile AG



Grafik 6; Quelle: Net Mobile AG

Net Mobile AG ist potenzielle Bewertungsreserve für die net AG

Chancen & Risiken	Unternehmensprofil	Equity-Story	Marktumfeld	Finanzen	Bewertung	Kennzahlen
-------------------	--------------------	---------------------	-------------	----------	-----------	------------

hensverbindlichkeiten in Höhe von 4 Mio. € gegenüber der Net AG, die allerdings im laufenden Quartal zurückgeführt wurden.

Finanzkraft sichergestellt

Zur Finanzierung weiteren Wachstums über die derzeit bereits gute bilanzielle Situation hinaus, hat die Net AG mit dem US-Finanzinvestor Cornell Capital Partners ("Cornell Capital") im März 2005 eine Finanzierungsvereinbarung unterzeichnet. Cornell Capital stellt der Net AG über einen Zeitraum von 36 Monaten bis zu maximal 15 Mio. € zur Finanzierung des operativen Wachstums zur Verfügung. Die Vereinbarung sieht vor, dass die Finanzierung in diesem Zeitraum gegen Ausgabe von Aktien aus dem von der Hauptversammlung genehmigten Kapital unter Ausschluss des Bezugsrechts der Altaktionäre erfolgt (max. 10% des GK, die genannten 15 Mio. € wird der Finanzierungsrahmen kurzfristig also nicht erreichen können, da dies weit mehr als 10 % des Grundkapitals entspräche). Am 03.05.05 hat die Net AG den Abschluss einer Kapitalerhöhung (7,4%) bekannt gegeben, welche teilweise an Cornell Capital platziert wurde. Hierbei flossen der Gesellschaft aus der Platzierung von 1 Mio. Aktien zu je 1,08 € insgesamt 1,08 Mio. € zu.

Am 19. Juli 2005 gab die Net AG den Abschluss einer weiteren Kapitalerhöhung bekannt. Durch Platzierung von 1.448.080 neuen Stückaktien zu einem Ausgabepreis von 1,70 € flossen der Gesellschaft nochmals rund 2,5 Mio. € zu. Außerdem fließen der Net AG 4 Mio. € aus dem Darlehen (an die Tochter Net Mobile AG) zu.

Die Stärkung der Finanzkraft dient zunächst vor allem der Möglichkeit, im Bereich der IT/TK-Services auch größere Projekte abwickeln zu können (z.B. als finanzstarker Generalunternehmer oder um notwendige Vorleistungen erbringen zu können) sowie um im Bereich der Software auch das Republishing größerer Titel vornehmen zu können (diese erfordern oft hohe Mindestabnahmen o.ä.).

Konklusion

Beide Bereiche sind aussichtsreich positioniert. Im Bereich IT/TK-Services sind die Wachstumsträger vor allem die Bereiche VoIP-Technologien und IT-Security. Im Bereich Software Republishing erwarten wir den Abschluss von Veröffentlichungsvereinbarungen.

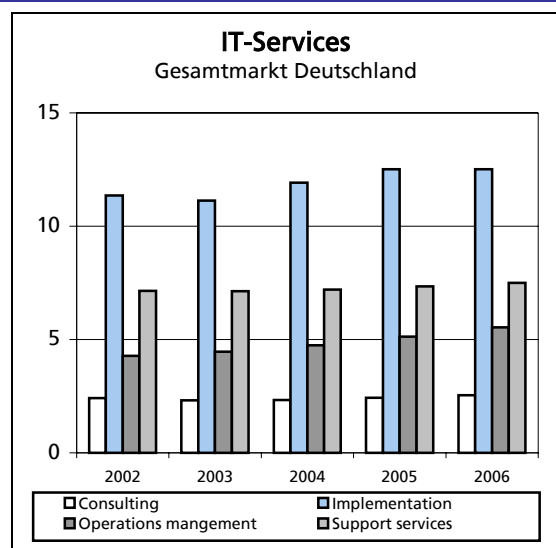
Die Dekonsolidierung von Net Mobile veränderte das Gesicht der Net AG deutlich. Wir erachten diese Dekonsolidierung als notwendig und sinnvoll für beide Unternehmen. Die Net AG ist heute weniger visionär, sondern klar auf ihre zwei Bereiche IT/TK-Services und Software Republishing konzentriert. Die Net Mobile AG kann auf diese Weise ihre Wachstumstrategie in einem hoch attraktiven Markt, in dem heute die Anteile verteilt werden, weiter fortsetzen und ggf. noch weitere externe Finanzierungsmöglichkeiten nutzen.

Wir gehen davon aus, dass die Net AG in den kommenden Jahren stetig wachsen wird.

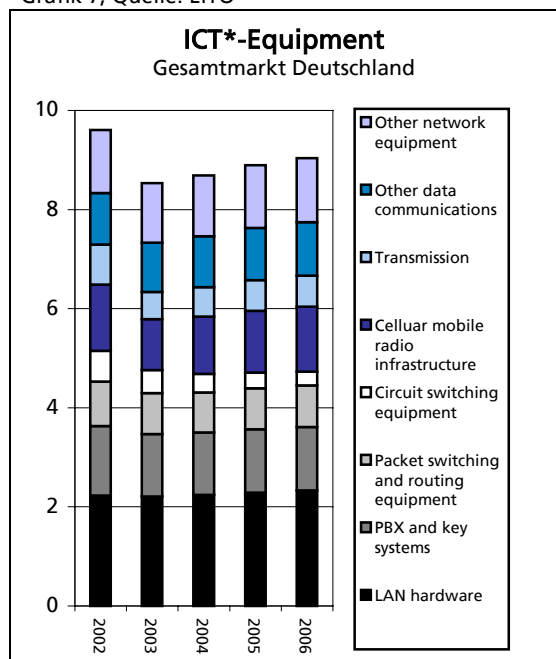
Finanzmittel sichern Wachstum

Klar positioniert

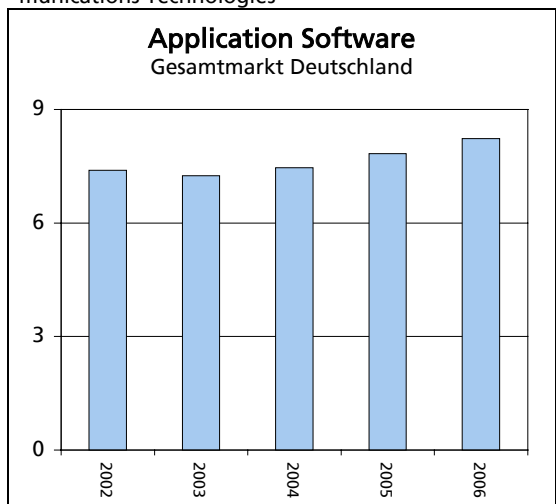
Chancen & Risiken	Unternehmensprofil	Equity-Story	Marktumfeld	Finanzen	Bewertung	Kennzahlen
-------------------	--------------------	--------------	--------------------	----------	-----------	------------



Grafik 7; Quelle: EITO



Grafik 8; Quelle: EITO *ICT = Information an Communications Technologies



Grafik 9; Quelle: EITO

Die Einordnung der Net AG in das Marktumfeld nehmen wir in Analogie zu ihren Geschäftsbereichen vor:

IT/TK-Services

Der **IT-Services** Markt in Deutschland soll in den Jahren 2004 bis 2006 um rund 5% pro Jahr wachsen. Damit wächst er schwach, aber er wächst. Diese Zahl ist jedoch für sehr kleine Anbieter spezialisierter IT-Services nur begrenzt aussagekräftig. Wir glauben, dass mit der richtigen Positionierung auf wichtige Themen auch Wachstumsraten im geringen zweistelligen Bereich möglich sind. Insbesondere im Bereich IT-Security zeigt sich der Markt derzeit dynamischer, als es die Zahlen der EITO nahe legen.

Im Bereich der **TK-Services** (vor allem VoIP-Technologie) gestaltet sich die Prognose der Marktchancen sehr schwierig. Sowohl der Markt für ICT-Equipment (Information and Communications Technologies) selbst stagniert (bzw. ist leicht rückläufig) als auch der von EITO ausgewiesene Sub-Bereich „Datacom and Network Equipment“, in dem wir die VoIP-Technologien (Voice-over-IP) einordnen (wenngleich der VoIP-Bereich sich natürlich nur schwer abgrenzen lässt und letztendlich alle Bereiche der Soft- und Hardware zumindest mittelbar tangiert).

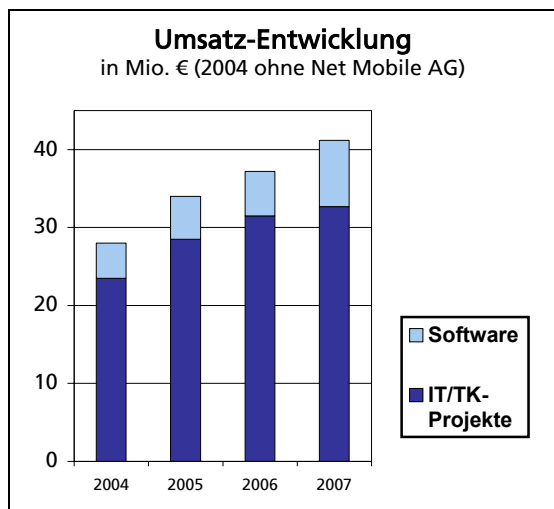
Die mageren Wachstumsraten im deutschen Telekommunikationsmarkt stehen zunächst in einem krassen Widerspruch zu den Erfahrungen, die derzeit im Bereich der VoIP-Technologien gemacht werden, denn hier stößt nicht nur die Net AG auf große Nachfrage. Hierbei sollte angemerkt werden, dass Investitionen in VoIP-Technologien sich nicht unbedingt in Wachstumsraten des Gesamtmarktes ausdrücken müssen, da es sich um den Ersatz von bestehenden Lösungen handelt – nicht um Neugeschäft. Da VoIP-Technologien in der Regel deutlich günstiger sind als funktionsidentische klassische Technologien, wäre sogar erklärbar, weshalb sich neue Technologien nicht zwangsläufig in Marktwachstum niederschlagen müssen, denn sie sind preisgünstiger und (lediglich) Ersatz. Es sollte allerdings angemerkt werden, dass dieser Ersatzbedarf in Anbetracht der Größe des Marktes erheblich ist und Raum für erhebliches Wachstum lässt.

Software

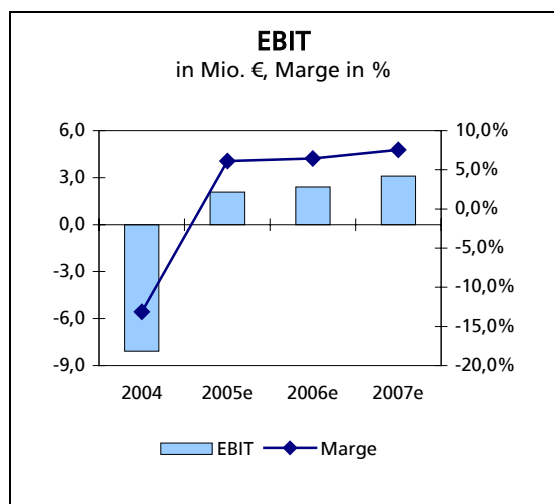
Im Bereich des Software-Republishings ist der deutsche Markt für Anwendungssoftware (Application-Software) für die Net AG bedeutend. Dieser wächst mit rund 3% pro Jahr langsam aber stetig. Ebenfalls relevant für die Net AG ist der Software-erwerb im Rahmen des privaten Konsums.

Wir glauben, dass es bei den Vermarktungschancen in diesem Bereich eher auf die geschickte Vertragsakquisition ankommt. Vom Markt erwarten wir keine wesentlichen Impulse.

Chancen & Risiken	Unternehmensprofil	Equity-Story	Marktumfeld	Finanzen	Bewertung	Kennzahlen
-------------------	--------------------	--------------	-------------	-----------------	-----------	------------



Grafik 10; Quelle: net AG



Grafik 11; Quelle: net AG, SES Research

Umsatz & Ertrag

Die Net AG positioniert sich nach der Dekonsolidierung der Net Mobile in zwei übersichtliche Bereiche, deren Umsätze und Erträge separat prognostiziert werden. Für den Bereich IT/TK-Services gehen wir davon aus, dass das Unternehmen vor allem getrieben von seiner guten Position im VoIP-Umfeld in den kommenden Jahren stetig wachsen sollte. Wir erwarten dort Wachstumsraten von 10-15% p.a. Wir gehen zudem davon aus, dass das Unternehmen dort wie in der Vergangenheit eine E-BIT-Marge von rund 8% vor Konzernkosten erwirtschaften sollte.

Für den Bereich Software gehen wir ebenfalls davon aus, dass das Unternehmen weiter wächst. Wir rechnen hier jedoch damit, dass das Wachstum in den kommenden zwei Jahren unter 10% liegt und erst danach ein deutlicherer Umsatzsprung stattfindet, da derzeit mit weiteren Software-Anbietern über Republishing Verträge verhandelt wird. Die Ergebnisse dieser Verhandlungen werden sich vermutlich erst mit einem gewissen Zeitverzug niederschlagen. Für diesen Bereich sind EBIT-Margen (vor Konzernkosten) von ca. 15% realistisch.

Hieraus ergeben sich unter Berücksichtigung der Konzernkosten von gut 1 Mio. € p.A. nebenstehende Umsatz- und Ertrags-erwartungen für den Konzern. Da das Unternehmen über steuerlich wirksame Verlustvorträge in Höhe von gut 40 Mio. € verfügt, kalkulieren wir mit verminderten Steuersätzen auf Konzernebene. Diese können allerdings nur für die deutschen Töchter verwendet werden und nicht für die niederländische Top Systems (Softwaregeschäft). Auf Basis der gewichteten Ergebnisbeiträge errechnet sich dennoch nur ein Steuersatz von rund 25%, der in den nächsten Jahren - im Zuge steigender Erträge der deutschen Konzernteile - sukzessive ansteigen wird. (Umsatz und Ertrags-erwartungen verstehen sich ohne den außerordentlichen Buchgewinn aus dem Börsengang der Net Mobile AG).

In den ersten 9 Monaten lag das EBIT der Net AG bei 1,7 Mio. € und der Umsatz betrug 26,3 Mio. €. Für das Gesamtjahr rechnen wir mit einem EBIT in Höhe von lediglich vorsichtigen 2 Mio. €. Dies liegt vor allem darin begründet, dass das in der Branche sehr starke vierte Kalenderquartal nicht mehr im Geschäftsjahr (per 30.09.05) enthalten ist.

Bilanzsituation

Die Bilanz der Net AG enthält als wesentliche Aktiva liquide Mittel in Höhe von rund 2,3 Mio. €. Aktuell dürften es deutlich mehr sein (2,5 Mio. € aus aktueller KE und 0,6 Mio. € aus Net-Mobile Greenshoe). Allerdings wies die Gesellschaft auch erhebliche Geschäfts- und Firmenwerte (rd. 5 Mio. €) und Finanzanlagen in Höhe von 8 Mio. € (4 Mio. € Net Mobile AG Beteiligung und 4 Mio. € Darlehen an dieser) aus. Im Rahmen des Net Mobile Börsenganges wird das Darlehen zurückgezahlt.

Chancen & Risiken	Unternehmensprofil	Equity-Story	Marktumfeld	Finanzen	Bewertung	Kennzahlen
-------------------	--------------------	--------------	-------------	-----------------	-----------	------------

Zu den wesentlichen Passiva zählen zinstragende Verbindlichkeiten in Höhe von rund 5,5 Mio. €. Insgesamt ist die bilanzielle Situation der Net AG als solide zu bezeichnen.

	2003/04	2004/05e	2005/06e	2006/07e
Umsatz in Mio. €	61,58	34,10	37,25	41,26
<i>Veränderung in %</i>	<i>7,38%</i>	<i>-44,62%</i>	<i>9,23%</i>	<i>10,77%</i>
EBITDA in Mio. €	-1,45	2,48	2,97	3,79
<i>in % vom Umsatz</i>	<i>-2,35%</i>	<i>7,27%</i>	<i>7,97%</i>	<i>9,17%</i>
EBIT in Mio. €	-8,08	1,96	2,41	3,11
<i>in % vom Umsatz</i>	<i>-13,12%</i>	<i>5,75%</i>	<i>6,46%</i>	<i>7,53%</i>
Ergebnis in Mio. €	-9,48	1,15	1,56	2,13
<i>in % vom Umsatz</i>	<i>-15,40%</i>	<i>3,38%</i>	<i>4,19%</i>	<i>5,16%</i>
Ergebnis je Aktie in €	-0,70	0,08	0,11	0,15
<i>Veränderung in %</i>	<i>n.m.</i>	<i>n.m.</i>	<i>35,50%</i>	<i>36,47%</i>

Tabelle: 1; Quelle: SES Research

Chancen & Risiken	Unternehmensprofil	Equity-Story	Marktumfeld	Finanzen	Bewertung	Kennzahlen
-------------------	--------------------	--------------	-------------	----------	------------------	------------

Bewertung: net AG		Kurs in €: 1,70			
	2003/04	2004/05e	2005/06e	2006/07e	
KGV	-	21,36	15,77	11,55	
PEG	-	-	-	-	
KCV	-	14,73	11,59	8,77	
KUV	0,37	0,72	0,66	0,60	

Tabelle 2; Quelle: SES Research

Auf den ersten Blick angemessen bezahlt

Mit einem KGV von 15 für das kommende Geschäftsjahr erscheint das Unternehmen auf den ersten Blick angemessen bezahlt. Auch der Umsatzmultiplikator von 0,65 scheint für die Net AG auf den ersten Blick fair. Die reine Multiplikatorenbewertung berücksichtigt jedoch nicht, dass die Gesellschaft über erhebliche, nicht betriebsnotwendige Aktiva verfügt (s.u.).

Bewertungsvergleich

Der Bewertungsvergleich zeigt zwei Vergleichsgruppen „Services“ (IT/TK Services) und „Software“ (Software Republishing).

Basisdaten der Vergleichsanalyse							
Unternehmen in Mio. €, Landeswährung	Kurs (LW)	EPS (in LW)			Umsatz (in Mio. LW)		
		04	05e	06e	04	05e	06e
Bechtle	17,10	1,40	1,22	1,48	1088,13	1223,00	1480,00
Cancom	2,83	0,07	0,17	0,27	209,45	239,00	256,85
PC-Ware	13,67	0,72	0,64	0,83	503,90	502,63	556,24
Secunet	11,32	0,5	0,40	0,45	30,56	43,20	52,7
BVRP	18,59	0,48	1,06	1,25	57,00	72,82	83,04
Computerlinks	12,50	1,18	1,19	1,43	182,22	253,53	292,75
CDV	9,56	1,56	-	-	16,90	-	-
Net AG	1,70	-0,70	0,08	0,11	61,58	34,10	37,25
	EV (Mio. LW)	EBIT (in Mio. LW)			Market- cap. (Mio.)	Ver- bindl. (Mio.)	Liq. Mittel (Mio.)
		04	05e	06e			
Bechtle	326,0	38,51	38,06	46,90	362,5	27,2	63,8
Cancom	33,5	1,35	3,81	4,38	26,4	13,8	6,7
PC-Ware	55,9	6,90	6,28	7,60	83,1	9,9	37,1
Secunet	65,2	0,62	4,20	4,90	73,6	0,4	8,8
BVRP	99,5	5,00	8,82	11,00	111,9	7,4	19,8
Computerlinks	57,1	10,38	12,61	14,50	73,2	0,0	16,1
CDV	14,2	2,19	-	-	15,5	0,0	1,3
Net AG	20,8	-8,08	1,96	2,41	24,62	5,5	9,3

Tabelle 3; Quelle: SES Research, Bloomberg

Chancen & Risiken	Unternehmensprofil	Equity-Story	Marktumfeld	Finanzen	Bewertung	Kennzahlen
-------------------	--------------------	--------------	-------------	----------	-----------	------------

Hieraus ergeben sich folgende Multiplikatoren:

Peer-Group net AG							
Unternehmen	Kurs	KUV			KGV		
		04	05e	06e	04	05e	06e
Vergleichswerte Services							
Bechtle	17,10	0,33	0,30	0,24	12,21	14,02	11,55
Cancom	2,83	0,13	0,11	0,10	40,43	16,65	10,48
PC-Ware	13,67	0,16	0,17	0,15	18,99	21,36	16,47
Secunet	11,32	2,41	1,70	1,40	22,64	28,30	25,16
Durchschnitt Services		0,76	0,57	0,47	23,57	20,08	15,92
Vergleichswerte Software							
BVRP	18,59	1,96	1,54	1,35	38,73	17,54	14,93
Computerlinks	12,50	0,40	0,29	0,25	10,57	10,53	8,72
CDV	9,56	0,92	-	-	6,13	-	-
Durchschnitt Software		1,09	0,91	0,80	18,47	14,03	11,83
Gesamt Durchschnitt		0,90	0,68	0,58	21,38	18,07	14,55
Net AG	1,70	0,37	0,72	0,66	n.m.	21,36	15,77
Enterprise Value Analyse							
Unternehmen	EV (Mio. LW)	EV / Umsatz			EV / EBIT		
		04	05e	06e	04	05e	06e
Vergleichswerte Services							
Bechtle	325,99	0,30	0,27	0,22	8,47	8,57	6,95
Cancom	33,51	0,16	0,14	0,13	24,83	8,80	7,65
PC-Ware	55,93	0,11	0,11	0,10	8,11	8,91	7,36
Secunet	65,20	2,13	1,51	1,24	105,16	15,52	13,31
Durchschnitt Services		0,68	0,51	0,42	36,64	10,45	8,82
Vergleichswerte Software							
BVRP	99,53	1,75	1,37	1,20	19,91	11,28	9,05
Computerlinks	57,09	0,31	0,23	0,20	5,50	4,53	3,94
CDV	14,19	0,84	-	-	6,47	-	-
Durchschnitt Software		0,97	0,80	0,70	10,63	7,91	6,49
Gesamt Durchschnitt		0,80	0,60	0,51	25,49	9,60	8,04
Net AG	20,82	0,34	0,61	0,56	-2,58	10,62	8,65

Tabelle 4 ; Quelle: SES Research, Bloomberg

Chancen & Risiken	Unternehmensprofil	Equity-Story	Marktumfeld	Finanzen	Bewertung	Kennzahlen
-------------------	--------------------	--------------	-------------	----------	------------------	------------

Es fällt auf, dass die Betrachtung der (sehr inhomogenen) Multiplikatoren ebenfalls auf den ersten Blick eine recht angemessene Bewertung der Net AG im Vergleich zeigt. Wie bereits erwähnt, ist hier jedoch die sehr wertvolle Beteiligung an der Net Mobile zu berücksichtigen.

Als zentralen Vergleichsansatz führen wir daher eine Sum-of-the Parts Bewertung auf Enterprise Value/EBIT Basis durch. Eine EV-Betrachtung eliminiert weitgehend die Unterschiede im nicht betriebsnotwendigen Vermögen. Speziell kann die besondere Situation der Minderheitsbeteiligung an der Net Mobile AG abgebildet werden.

Als zentralen Bewertungsmultiplikator wählen wir den EV/EBIT Multiplikator der Bereiche für 2006 nach Bereichen (70% IT/TK, 30% Software Republishing):

Sum-of-the-Parts Wertkomponenten			
			Mio. €
Bereichswert Services			
EBIT 2006 (nach Konzernkosten)	EV-Multiplikator		
1,68	8,82		14,8
Bereichswert Software			
EBIT 2006 (nach Konzernkosten)	EV-Multiplikator		
0,72	8,04		5,8
Liquide Mittel (nicht betriebsnotwendig*)			5,3
Ausstehende Darlehen an die Net Mobile AG**			4,0
Wertansatz der Net Mobile AG (15,55 %***)			7,9
	Kurs:	11,70 €	
Verbindlichkeiten			-5,5
Summe			32,3
<i>je Aktie</i>			<i>2,23</i>

Tabelle x; Quelle: SES Research *geschätzt,
 ** bereits zurückgezahlt ***Aktueller Börsenwert

Es ergibt sich als grober Indikator ein Wert je Aktie in Höhe von 2,24 €. Das folgende Discounted-Cash-Flow-Modell liefert auf Basis der erwarteten, abgezinsten Free-Cash-Flows eine präzisere Wertindikation, die ähnlich hoch ist.

Chancen & Risiken	Unternehmensprofil	Equity-Story	Marktumfeld	Finanzen	Bewertung	Kennzahlen
-------------------	--------------------	--------------	-------------	----------	------------------	------------

Basisdaten des Discounted-Cash-Flow-Modells	
Prämissen Abzinsungsfaktor	
Risikoloser Zinssatz	4,30%
erw. Rendite des Marktportfolios	10,20%
Fremdkapital-Kostensatz (nach Steuern)	
Zielquote Fremdkapital	10,00%
Eigenkapital-Kostensatz	
Systematisches Risikomaß BETA	1,30
WACC	
11,21%	
Wachstumsraten Umsatz	
CAGR: 2004-2009	-4,81%
CAGR: 2009-2019	7,00%
Wachstumsraten Free-Cash-Flow	
CAGR: 2004-2009	n.m
CAGR: 2009-2019	6,92%
Ewige Wachstumsrate	3,00%
EBIT-Margen	
2004	-13,12%
2009	7,83%
Zielmarge ab 2010	8,00%

Tabelle 6; Quelle: SES Research

Discounted-Cash-Flow-Modell

Die Ausgangsbasis für die in das DCF-Modell eingehenden Daten bilden die Detailschätzungen für die kommenden Jahre. Diese Parameter sowie die Annahmen zur langfristigen Ergebnisentwicklung und Finanzierungsstruktur und zur Herleitung der Eigenkapitalkosten sind der nebenstehenden Tabelle zu entnehmen.

Der rückläufige Umsatz 2004-2009 errechnet sich aus der Dekonsolidierung der Net Mobile AG. Die langfristige Margenannahme von 8% erachten wir aus heutiger Sicht als sehr defensiv, da es bereits im vierten Kalenderquartal gelungen ist, eine EBIT-Marge von 12% zu erzielen. Da das vierte Kalenderquartal in der Branche zu den stärksten zählt, rechnen wir mit einer deutlich geringeren Marge in den Folgequartalen. Dennoch sollte im Geschäftsjahr 2004/05 (30.09.05) nach unserer Prognose bereits eine Marge von über 6% gezeigt werden können. Diese Margenprognose erachten wir als sehr konservativ.

Eine wesentliche Wertkomponente bei der Bewertung der Net AG stellen allerdings die Finanzanlagen dar. Rund 8 Mio. € stellen ein Darlehen/Anteil an der Net AG dar (siehe „Equity-story“). Folgende Tabelle 7 gibt einen Überblick über die Wertkomponenten der net AG:

DCF-Wertkomponenten		Mio. €
Diskontierte Free-Cash-Flows		25,1
Liquide Mittel (nicht betriebsnotwendig*)		5,3
Ausstehende Darlehen an die Net Mobile AG**		4,0
Wertansatz der Net Mobile AG (15,55 %***)		7,9
Verbindlichkeiten	Kurs: 11,70 €	-5,5
Summe		36,7
<i>je Aktie***</i>		<i>2,54</i>

Tabelle x; Quelle: SES Research *geschätzt, ** bereits zurückgezahlt ***Aktueller Börsenwert

Chancen & Risiken	Unternehmensprofil	Equity-Story	Marktumfeld	Finanzen	Bewertung	Kennzahlen
-------------------	--------------------	--------------	-------------	----------	------------------	------------

Auf Basis der skizzierten Annahmen und Prognosen resultiert aus dem DCF-Modell ein fairer Wert von 2,50 € je Aktie. Die folgende Sensitivitätsanalyse weist den fairen Wert je Aktie in Abhängigkeit alternativer Abzinsungsfaktoren und ewiger Wachstumsraten aus:

Sensitivitätsanalyse								
Abzinsungsfaktor	ewige Wachstumsrate							
	1,50%	2,25%	2,75%	3,00%	3,25%	3,75%	4,50%	
13,71%	2,03	2,05	2,07	2,08	2,09	2,11	2,14	
12,71%	2,17	2,20	2,22	2,23	2,25	2,27	2,32	
11,71%	2,33	2,37	2,41	2,42	2,44	2,48	2,55	
11,21%	2,43	2,48	2,52	2,54	2,56	2,61	2,69	
10,71%	2,54	2,60	2,64	2,66	2,69	2,75	2,85	
9,71%	2,79	2,88	2,94	2,98	3,02	3,11	3,28	
8,71%	3,13	3,25	3,35	3,41	3,47	3,62	3,90	

Tabelle 8; Quelle: SES Research

Fair Value: 2,50 €

Konklusion

Wir halten die Aktie derzeit bei 2,50 € für angemessen bezahlt. Der Bewertungsvergleich indiziert eine etwas geringere Bewertungsreserve.

Generell ist unser Prognosemodell jedoch relativ konservativ. Es ist denkbar, dass die Net AG bereits kurzfristig deutlich höhere Margen zeigt, als von uns erwartet. Diese würde auch eine Erhöhung des Fair Value nach sich ziehen.

Unsere Ersteinschätzung für die Net AG lautet Outperformer.

Chancen & Risiken	Unternehmensprofil	Equity-Story	Marktumfeld	Finanzen	Bewertung	Kennzahlen
Kennzahlen net AG						
alle Angaben nach US-GAAP, Geschäftsjahr per 30.09						
		2004	2005e	2006e	2007e	
Umsatz in Mio. €		61,58	34,10	37,25	41,26	
<i>Steigerung in % gg. Vorjahr</i>		<i>7,38%</i>	<i>-44,62%</i>	<i>9,23%</i>	<i>10,77%</i>	
Je Aktie in €		4,57	2,36	2,57	2,85	
KUV		0,37	0,72	0,66	0,60	
EBITDA in Mio. €		-1,45	2,48	2,97	3,79	
<i>Steigerung in % gg. Vorjahr</i>		<i>-62,94%</i>	<i>n.m.</i>	<i>19,74%</i>	<i>27,55%</i>	
<i>in % vom Umsatz</i>		<i>-2,35%</i>	<i>7,27%</i>	<i>7,97%</i>	<i>9,17%</i>	
EBITA in Mio. €		-3,00	1,96	2,41	3,11	
<i>Steigerung in % gg. Vorjahr</i>		<i>-47,85%</i>	<i>n.m.</i>	<i>22,75%</i>	<i>29,23%</i>	
<i>in % vom Umsatz</i>		<i>-4,88%</i>	<i>5,75%</i>	<i>6,46%</i>	<i>7,53%</i>	
EBIT in Mio. €		-8,08	1,96	2,41	3,11	
<i>Steigerung in % gg. Vorjahr</i>		<i>-34,96%</i>	<i>n.m.</i>	<i>22,75%</i>	<i>29,23%</i>	
<i>in % vom Umsatz</i>		<i>-13,12%</i>	<i>5,75%</i>	<i>6,46%</i>	<i>7,53%</i>	
EBT in Mio. €		-10,18	1,65	2,13	2,91	
<i>in % vom Umsatz</i>		<i>-16,52%</i>	<i>4,84%</i>	<i>5,71%</i>	<i>7,05%</i>	
Steuerquote		0,84%	28,92%	25,52%	26,00%	
Jahresüberschuss in Mio. €		-9,48	1,15	1,56	2,13	
<i>in % vom Umsatz</i>		<i>-15,40%</i>	<i>3,38%</i>	<i>4,19%</i>	<i>5,16%</i>	
je Aktie in €		-0,70	0,08	0,11	0,15	
KGV		-2,42	21,36	15,77	11,55	
Operativer Cash Flow in Mio. €		-2,85	1,67	2,12	2,81	
je Aktie in €		-0,21	0,12	0,15	0,19	
KCV		-8,06	14,73	11,59	8,77	
Dividende je Aktie in €		0,00	0,00	0,00	0,00	
<i>Rendite in %</i>		<i>0,00%</i>	<i>0,00%</i>	<i>0,00%</i>	<i>0,00%</i>	
Aktienanzahl in Mio. Stück		13,48	14,48	14,48	14,48	

Tabelle 9; Quelle: SES Research

SES Research

Die SES Research GmbH ist ein bankenunabhängiges Researchunternehmen mit Sitz in Hamburg. Schwerpunkt der Analysetätigkeiten sind Unternehmen aus dem Bereich Technologie. Primär für institutionelle Kunden werden seit 1996 Researcharbeiten durchgeführt, in denen Unternehmen, Branchen und Märkte kritisch analysiert werden. Zu den Kunden zählen Makler, Banken, Beratungsgesellschaften, Venture-Capital-Gesellschaften und institutionelle Investoren. Das Leistungsspektrum der SES Research umfasst börsennahe Beratungs- und Analysedienstleistungen. Hierzu zählen die institutionelle Wertpapierberatung sowie das Coverage börsennotierter Unternehmen.

Die SES Research GmbH und die mit ihr verbundenen Unternehmen sind bei der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) als Researchinstitute gemeldet.

Ferdinandstraße 29-33
20095 Hamburg

Tel. +49-(0)40-309537-0
Fax: +49-(0)40-309537-11
Mail: Info@ses-online.de
Web: www.ses-online.de



SES RESEARCH

SES-Coverage

Die SES-Analysten beobachteten vornehmlich deutsche Aktien und kommentieren zeitnah die aktuellen Entwicklungen bei diesen Unternehmen. Die kontinuierlich beobachteten Unternehmen werden unter mehreren Gesichtspunkten beurteilt. Zunächst wird auf einer mehrstufigen Skala ein Rating sowohl für die Strategie als auch für die aktuelle Bewertung des jeweiligen Unternehmens vergeben. Aus diesen beiden Ratings ergeben sich dann unsere Performanceeinschätzungen gegenüber der jeweiligen Branche sowie dem Index. Die Ratings und Performanceeinschätzungen sind grundsätzlich als relative Urteile auf Sicht von 6-12 Monaten zu verstehen. Die Ergebnisse unserer Beurteilung werden entsprechend der nebenstehenden Tabelle dargestellt. Maßgeblich ist die Performanceeinschätzung gegenüber dem Index.

Strategie				
--	-	0	+	++

Bewertung				
--	-	0	+	++

Performance innerhalb Branche		
Under	Neutral	Out

Performance gegenüber Index		
Under	Market	Out

(neu) ■ (alt) ■

Kooperationspartner



Ferdinandstraße 29-33
20095 Hamburg

Tel.: +49-(0)40-37 85 52 - 0
Fax: +49-(0)40-37 85 52 - 19
Mail: research@srh-research.de
Web: www.srh-research.de

Die Schlöter, Reidock & Hertrich GmbH wurde im Jahre 1995 gegründet und wendet sich mit ihren Dienstleistungen exklusiv an institutionelle Anleger im In- und Ausland.

Das Team agiert am Markt mit dem Ziel, Aktien- und Rentenanlagen ihrer Kunden-Portefeuilles zu optimieren.

Die Partner können auf mehr als 20 Jahre Erfahrung in der Beratung institutioneller Kunden zurückgreifen, die sie bankenunabhängig ihrer Klientel zur Verfügung stellen.

Die Schlöter, Reidock & Hertrich GmbH unterliegt als Finanzdienstleistungsinstitut der Aufsicht durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

Disclaimer

Dieses Dokument richtet sich **ausschließlich an institutionelle Kapitalmarktteilnehmer in der Bundesrepublik Deutschland** und dient **ausschließlich der Information**. Es stellt keine Aufforderung zu irgendeiner Transaktion irgendeines Wertpapiers dar. Grundsätzlich ist davon auszugehen, dass mit dem Emittenten eine Vereinbarung über die Erstellung dieser Publikation besteht. Der Geschäftserfolg der SES basiert auf direkten und/oder indirekten Zahlungen von Emittenten und institutionellen Investoren im Zusammenhang mit Investmentbankingaktivitäten und verwandten Dienstleistungen, die den Emittenten und dessen Wertpapiere betreffen. Die SES Research GmbH ist nicht befugt, Aussagen im Namen der Emittenten abzugeben. Es muss jedoch davon ausgegangen werden, dass Kommentierungen des Unternehmens im Rahmen der Erstellung dieser Publikation berücksichtigt wurden oder dass diese die zukünftige Meinungsbildung beeinflussen werden. Alle in diesem Dokument verwendeten Daten und die getroffenen Aussagen basieren auf Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit und Vollständigkeit jedoch **keine Garantie** übernommen werden kann. Das Dokument wurde von den namentlich bezeichneten Analysten im Auftrag der SES Research GmbH erstellt. Enthaltene Meinungsäußerungen geben die persönliche Einschätzung des Autors zu einem bestimmten Zeitpunkt wieder. Diese Meinungen können jederzeit und ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Eine **Haftung** des Analysten oder der ihn beauftragenden Institution ist ausgeschlossen. Alle Empfehlungen sind unverbindlich und stellen keine auf eine individuelle Anlagestrategie bezogene Anlageberatung dar. Dieses Dokument stellt **keine Aufforderung zum Kauf, Verkauf oder Handel** irgendeines Wertpapiers oder Derivates dar. Dieser vertrauliche Bericht wird nur einem **begrenzten Empfängerkreis** zugänglich gemacht. Die Weitergabe dieser Publikation an Dritte sowie die Erstellung von Kopien, der Nachdruck oder sonstige Reproduktion des Inhalts oder Teilen des Inhalts ist nur mit vorheriger schriftlicher Genehmigung zulässig.

Die SES Research GmbH und/oder ihre unmittelbaren oder mittelbaren Tochter- oder Beteiligungsunternehmen, Gesellschafter, Führungskräfte, Kooperationspartner, ihre Kunden und/oder ihre festen oder freien Mitarbeiter können eine Long- oder Shortposition in den in dieser Publikation beschriebenen Wertpapieren und/oder Optionen, Futures und andere Derivate, die auf diesen Wertpapieren basieren oder andere Investments, die sich auf in dieser Publikation veröffentlichte Ergebnisse beziehen, halten oder künftig erwerben.