

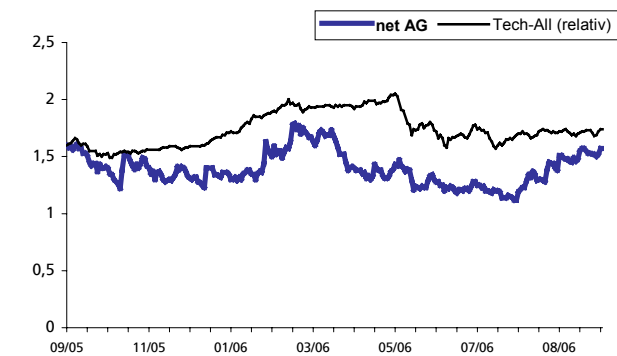
Kaufen
(alt: Kaufen)

Risiko:
hoch

Kursziel: 2,10 €

Schritt ins Softwaregeschäft

Bloomberg: NET GY Kurs: 1,57 €
Reuters: NETG.DE Tec-AS: 837,10
ISIN: DE0007867400
Internet: www.netag.de
Segment: Prime Standard
Branche: Software



Kursdaten: Bloomberg 28.09.2006 / Schlusskurs

Kurs Hoch / Tief 52 Wochen: 1,88 € / 1,06 €
Marktkapitalisierung: 34,54 Mio. €
Aktienzahl: 22,0 Mio.

Aktionäre: Freefloat 94,10%
(nach Kapital- Semi Verwaltung GmbH 5,90%
erhöhung)

Termine: Geschäftszahlen 06/07 21.12.2006

Analyse: SES Research

Veröffentlichung: 29.09.2006
Felix Eillmann (Analyst) +49-(0)40 309537-12

Institutionelle Kundenbetreuung: M.M.Warburg & CO

Barbara C. Effler (Head of Equities) +49-(0)40 3282-2636

Institutional Equity Sales

Matthias Fritsch +49-(0)40 3282-2696
Marina Konzog +49-(0)40 3282-2669
Marco Schumann +49-(0)40 3282-2665
Dr. James F. Jackson +49-(0)40 3282-2664
Dirk Rosenfelder +49-(0)40 3282-2692
Ann-Katrin Gross +49-(0)40 3282-2635
Andreas Wessel +49-(0)40 3282-2663

Sales Trading

Gudrun Bolsen +49-(0)40 3282-2679
Oliver Merckel +49-(0)40 3282-2634
Tobias Rothaler +49-(0)40 3282-2701
Thekla Struve +49-(0)40 3282-2668

Sales Assistance

Wiebke Möller +49-(0)40 3282-2703
Kerstin Muthig +49-(0)40 3282-2632

Die net AG meldete am 22.08.06 die Akquisition der bhv Software GmbH & Co. KG. Wir haben diese Akquisition bereits am 22.08.06 ausführlich kommentiert. Die net AG hat mittlerweile genaue Angaben zu den strategischen und finanziellen Auswirkungen dieser Akquisition gemacht. Dies ist Gegenstand dieser Kommentierung und Basis für eine Anhebung von Prognosen und Kursziel für die Gesellschaft.

Strategische Auswirkungen und Chancen der Übernahme

Neben der net AG Tochter Top Systems ist die bhv Software eine der führenden Software Publisher in Deutschland. Seit mehr als 20 Jahren vermarktet bhv erfolgreich Produkte rund um den Computer. Das Unternehmen besetzt u.a. mit den Marken rund um „Schule-Total“ Top-Positionen im deutschen Edutainment Umfeld. Damit positioniert sich die net AG aussichtsreich im Umfeld der Anwendungssoftware (bis 100 €), welche kontinuierlich weitere Nischen besetzt. Online & E-Tail sind dabei die am stärksten wachsenden Vertriebskanäle. Gleichzeitig verfügt bhv jedoch auch über einen exzellenten Zugang zu wichtigen klassischen Vertriebspartnern wie Saturn, Media Markt oder Weltbild. Hier ergeben sich massive Synergiepotenziale zum bisherigen Softwaregeschäft der net AG.

(Fortsetzung auf Seite 2)

Geschäftsjahresende	09/05	09/06e	09/07e	09/08e	CAGR
Umsatz	34,7	37,2	51,8	55,9	17,2%
Umsatz (alt)		37,2	40,2	43,4	
Delta		0,0%	28,7%	28,7%	
EBITDA	1,9	2,1	3,5	4,7	34,4%
Marge	5,52%	5,57%	6,75%	8,32%	
EBITDA (alt)		2,1	2,8	3,6	
Delta		0,0%	25,3%	31,0%	
EBIT	0,8	1,7	2,8	3,7	70,8%
Marge	2,16%	4,49%	5,46%	6,68%	
EBIT (alt)		1,7	2,2	2,8	
Delta		0,0%	28,7%	33,4%	
Nettoerg.	0,2	9,6	2,8	3,4	141,5%
Marge	0,70%	25,77%	5,34%	6,10%	
Nettoerg. (alt)		9,6	1,7	2,1	
Delta		0,0%	63,9%	62,6%	
EpA	0,02	0,44	0,13	0,15	116,8%
EpA (alt)		0,44	0,08	0,10	
Delta		0,0%	63,9%	62,6%	
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00	n.m.
Rendite	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	
Dividende (alt)		0,00	0,00	0,00	
Delta		n.m.	n.m.	n.m.	
EpA in €, andere Angaben in Mio. €, Kurs: 1,51 €					
KUV	0,69	0,89	0,64	0,59	
KGV	99,39	3,46	12,02	9,75	
EV/Umsatz	0,84	0,78	0,56	0,52	
EV/EBITDA	15,24	14,07	8,37	6,28	

Die Produktbereiche beider Unternehmen sind dabei komplementär. Während die net AG Software-Tochter Top-Systems vor allem Software aus dem Bereich Bildbearbeitung, Komprimierung und Tools & Utilities einbringt, steuert die bhv vor allem Lösungen aus den Bereichen Lernen, Digitale Medien, Software-Werkzeuge und Spiele bei. Diese Komplementarität der Portfolios ergibt optimale Synergien im Vertrieb. Ziel ist, eigene Marken aufzubauen und die Abhängigkeit von Fremdlieferanten zu reduzieren.

Ebenfalls besonders wichtig ist der Aufbau von Online-Distributionskanälen für Produkte, die elektronisch vermarktet werden können. Mittelfristig ist geplant, die Vertriebsaktivitäten in Westeuropa auszuweiten (UK, Frankreich, Benelux). Zunächst einmal bringt die bhv jedoch einen signifikanten Ergebnisbeitrag und festigt die Position der net AG im deutschen Software-Markt.

Finanzielle Auswirkungen der Übernahme

Die bhv wird ab dem Geschäftsjahr 2006/07 (ab 01.10.06) voll konsolidiert. Die net AG rechnet im Konzern mit einer Verbesserung des EBIT auf 2,8 Mio. € für das kommende Jahr und 3,7 Mio. € für das Jahr 2007/08. Gleichzeitig sollte der Umsatz rund 52 Mio. € respektive 56 Mio. € erreichen können. Vor dem Hintergrund der 2005er Geschäftszahlen der bhv erscheint diese Ergebnissteigerung konservativ. Hierzu ist allerdings auch anzumerken, dass die net AG in den Ausbau der Online-Vermarktung investieren wird. Dadurch, dass ein Großteil dieser Investitionen über die holländische Tochter getätigt werden, ergibt sich in Holland ein Verlust, der zu einer Steuergutschrift führt. Dies führt zu einer optischen Diskrepanz in der Prognoseanpassung. Das EBIT steigt nur um ca. 30% an, das EPS hingegen um rund 60%.

Neues Kursziel, Bewertung, Newsflow

Wir gehen davon aus, dass die net AG nach der Akquisition noch über eine Net-Cash-Position von rund 4,5 Mio. € verfügt (0,20 € je Aktie). Damit beträgt das bereinigte KGV für 2007/08 rund 8,7. Der DCF-Wert für die Gesellschaft beträgt auf Basis unserer neuen Prognosen 2,10 €. Kurse um 1,50 € bieten eine interessante Einstiegsmöglichkeit. Unser Rating für die net AG lautet weiter Kaufen.

GuV (Mio. €)	2005	2006e	2007e	2008e
Umsatz	34,7	37,2	51,8	55,9
Herstellungskosten	27,3	29,3	40,1	42,8
Rohertrag	7,4	7,9	11,6	13,1
Vertriebs- und Verwaltungskosten	6,0	6,3	8,8	9,4
F&E-Kosten	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges betriebliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	1,9	2,1	3,5	4,7
Abschreibungen	1,2	0,4	0,7	0,9
- davon Goodwill-Abschreibungen	0,7	0,0	0,0	0,0
EBIT	0,8	1,7	2,8	3,7
Finanzergebnis	-0,7	8,8	0,2	0,2
Außerordentliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	0,0	10,5	3,0	3,9
Steuern	0,0	0,9	0,2	0,5
Nettoergebnis vor Minoritäten	0,3	9,6	2,8	3,4
Nettoergebnis	0,2	9,6	2,8	3,4
Ausschüttung	0,0	0,0	0,0	0,0

Cash-Flow (Mio. €)	2005	2006e	2007e	2008e
Operativer Cash Flow	1,4	10,0	3,4	4,3
Free Cash Flow	-1,1	-9,7	0,8	2,7
Investitionen	0,3	0,4	1,0	1,1

Bilanz (Mio. €)	2005	2006e	2007e	2008e
Sachanlagen	0,5	0,5	0,9	1,1
Immat. Vermögen	4,5	4,4	4,4	4,4
Net Working Capital	2,7	5,1	6,6	7,1
Umlaufvermögen	11,5	15,8	18,3	21,8
Liquide Mittel	6,2	6,5	7,3	9,9
Eigenkapital	8,6	24,0	26,8	30,2
Rückstellungen	1,9	2,1	2,1	2,1
Finanzverbindlichkeiten	2,4	2,0	2,0	1,9
Bilanzsumme	17,5	15,9	18,9	22,5

Rechnungslegung	US-GAAP	US-GAAP	US-GAAP	US-GAAP
Geschäftsjahresende	30.09.05	30.09.06	30.09.07	30.09.08

Wachstumsraten	2005	2006e	2007e	2008e
Umsatz	-43,6%	7,2%	39,0%	8,0%
EBITDA	n.m.	8,3%	68,2%	33,2%
EBIT	n.m.	122,9%	69,1%	32,2%
EBT	n.m.	n.m.	-71,1%	28,7%
Nettoergebnis	n.m.	n.m.	-71,2%	23,3%
Dividende	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

Kostenintensitäten	2005	2006e	2007e	2008e
Herstellungskosten / Umsatz	78,7%	78,7%	77,5%	76,5%
V- und V.kosten / Umsatz	17,1%	16,8%	17,0%	16,8%
F&E-Kosten / Umsatz	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%

Kursdaten

Kurs (€)	1,51
Marktkap. (Mio. €)	33,2
Enterprise Value (Mio. €)	29,2

Aktienkennzahlen (€)

	2005	2006e	2007e	2008e
Ergebnis je Aktie	0,02	0,44	0,13	0,15
Umsatz je Aktie	2,18	1,69	2,35	2,54
Free Cash Flow je Aktie	-0,07	-0,44	0,04	0,12
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Bewertungskennzahlen

	2005	2006e	2007e	2008e
KGV	99,39	3,46	12,02	9,75
KUV	0,69	0,89	0,64	0,59
EV/SALES	0,84	0,78	0,56	0,52
EV/EBITDA	15,24	14,07	8,37	6,28
EV/EBIT	38,96	17,48	10,34	7,82
KBV	3,88	1,38	1,24	1,10
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Aktienanzahl (Mio.)

	2005	2006e	2007e	2008e
Stammaktien ausstehend	15,9	22,0	22,0	22,0

Rentabilität

	2005	2006e	2007e	2008e
EBITDA / Umsatz	5,5%	5,6%	6,7%	8,3%
EBIT / Umsatz	2,2%	4,5%	5,5%	6,7%
EBT / Umsatz	0,1%	28,1%	5,8%	7,0%
Nettoergebnis / Umsatz	0,8%	25,8%	5,4%	6,1%
EK-Rendite	2,8%	40,0%	10,3%	11,3%
GK-Rendite	2,3%	61,3%	15,4%	15,7%
ROCE	9,0%	15,5%	22,3%	27,9%

Unternehmensprofil

Die net AG ist in zwei Bereichen tätig. Zum einen sind dies Projekte im Bereich der IT- und Telekommunikationssysteme und zum anderen ist es das Republishing von Software. Rund 80% ihrer Umsätze macht die Gesellschaft im Bereich der IT- und TK-Projekte. Die net AG ist hier reiner Dienstleister und verfügt nicht über eigene Technologien, sondern kauft Hard- und Software bei Dritten ein. Zu der breiten Kundenbasis der Gesellschaft zählen fast alle Dax-30 Unternehmen. Aufträge gewinnt die Gesellschaft natürlich aus dieser Kundenbasis (Folgeaufträge) oder aus Ausschreibungen und im Wege des klassischen Vertriebs. Im Rahmen der Projekte sind rund ¼ der Umsätze Hardware und ¾ hochmarginige Dienstleistungen. Rund 20% der Umsätze macht die net AG im Softwaregeschäft (über die niederländische Top Systems). Die Gesellschaft betreibt Republishing von Software (vornehmlich aus Nordamerika) für den deutschsprachigen Raum.

Management

Dr. Stefan Immes (CEO)

Aktionäre

Streubesitz	94,10%
Semi Verwaltung GmbH	5,90%

Quellen: Unternehmen (berichtete Daten), SES Research (Prognosen und Kennzahlen), Bloomberg (Kursdaten)

Rechtshinweis: Der Rechtshinweis sowie aktualisierte Veröffentlichungen gemäß § 34b WpHG und FinAnV bezüglich des/der hier analysierten Wertpapiers/Wertpapiere können im Internet unter der Adresse <http://www.mmwarburg.com/research/disclaimer/disclaimer.htm> abgerufen werden. Der Rechtshinweis und die Veröffentlichungen sind Bestandteil dieser Analyse und sollten bei Entscheidungen, die auf dieser Analyse beruhen, berücksichtigt werden.

Urheberrechte: Das Werk einschließlich aller Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhaltes oder von Teilen