

net AG

Zusammenfassung

- **Operative Erfolge:** Dank eines erfolgreichen Projektgeschäfts bei der Tochter Stemmer konnte die net AG die Umsätze in den ersten neun Monaten um 11,2 Prozent auf 29,2 Mio. Euro ausweiten. Auch der Auftragseingang lag mit 30,6 Mio. Euro deutlich über dem Vorjahr.
- **Hoher Gewinn:** Durch die endgültige Trennung von der ehemaligen Tochter net mobile konnten hohe außerordentliche Erträge erzielt werden, woraus unter dem Strich eine Überschuss von 9,2 Mio. Euro (+776 Prozent) resultierte.
- **Verstärkung des Kerngeschäfts:** Mit der Akquisition des Software Publishers bhv wurde die Marktposition der Tochter Top Systems deutlich gestärkt. Die zweite Sparte IT-Systeme soll dagegen vor allem organisch wachsen. Um die Potenziale der beiden Teilbereiche besser ausschöpfen zu können, erwägt das Management eine Aufspaltung des Konzerns in zwei börsennotierte Einheiten.
- **Kurspotenzial:** Unser Bewertungsmodell sieht aktuell einen fairen Aktienkurs von 2,13 Euro und damit ein Aufwärtspotenzial von 46 Prozent.

Kaufen (unverändert)

Aktueller Kurs 1,46 Euro

ISIN	DE0007867400
Branche	IT-Services
Sitz der Gesellschaft	Koblenz
Internet	www.netag.de
Ausstehende Aktien	22 Mio. Stück
Datum der Erstnotiz	März 2000
Marktsegment	Prime Standard
Marktkapitalisierung	32,1 Mio. Euro
Free Float	ca. 94 %



Quelle: Market Maker

Hoch / Tief (12 Monate)	1,85 Euro / 1,12 Euro
Performance (12 Monate)	-17,2 %
Ø-Umsatz (30 Tage)	ca. 308 Tsd. Euro / Tag

Geschäftsjahr (bis 30.09)	2003/04	2004/05	2005/06 (e)	2006/07 (e)
Umsatz (Mio. Euro)	29,4	34,7	40,0	50,0
Umsatzwachstum		18,0%	15,3%	25,0%
EpS (Euro)*	-0,27	0,01	0,05	0,10
EpS-Wachstum		-	313,2%	112,5%
Dividende je Aktie (Euro)	-	-	-	-
KGV	-	132,7	32,1	14,9
KUV	1,09	0,93	0,80	0,64
Dividendenrendite	-	-	-	-

* bereinigt um Veräußerungsgewinne aus der net mobile-Beteiligung.

Jüngste Geschäftsentwicklung

Operatives Geschäft entwickelt sich erfreulich

Die net AG hat im abgelaufenen dritten Quartal den positiven Trend aus den Vormonaten fortgesetzt. Zwischen April und Juni konnte das Unternehmen den Umsatz zum vergleichbaren Vorjahreszeitraum um 17,3 Prozent auf 9,77 Mio. Euro steigern. Verantwortlich dafür war unter anderem ein größeres Storage-Projekt der Tochter Stemmer, das für einen Auftraggeber aus dem Automobilsektor realisiert wurde. Ähnlich erfolgreich verlief auch die Kundenakquise bei der IP-Telefonie, so dass der Auftragseingang im Dreimonatszeitraum 9,9 Mio. Euro (Vorjahr: 8,7 Mio. Euro) erreichte. Für die ersten neun Monate des laufenden Geschäftsjahres berechnet sich als Summe aus den veröffentlichten Quartalswerten damit ein gewonnenes Ordervolumen von rund 30,6 Mio. Euro (+15,9 Prozent). Da die Aufträge im Dienstleistungsgeschäft zum Teil relativ kurzfristig umgesetzt werden können, spiegelt sich dieser Zuwachs in einem ähnlichen Umfang auch in den Erlösen von Oktober bis Juni wieder, die um rund 3,0 Mio. Euro auf 29,2 Mio. Euro zugelegt haben.

Hoher Gewinn durch net mobile Verkauf

Das Konzernergebnis ist im Vergleich dazu deutlich überproportional gestiegen, wobei dafür allerdings ein Sonderertrag aus dem vollständigen Verkauf des ehemaligen Tochterunternehmens net mobile verantwortlich war. Die Erträge aus dieser Transaktion beliefen sich in den ersten neun Monaten auf 9,49 Mio. Euro, wovon 1,76 Mio. Euro im dritten Quartal durch die Veräußerung eines Aktienpakets angefallen sind. Da die net AG die Abspaltung zum Teil über eine Wandelanleihe abgewickelt hat, schmälerten die Zinszahlungen für dieses Finanzinstrument allerdings einmalig den Gewinn und sorgten für ein negatives Zinsergebnis von 1,29 Mio. Euro. Per Saldo steuerte der Verkauf damit mehr als 8 Mio. Euro zum Vorsteuergewinn über 9,6 Mio. Euro nach neun Monaten bei. Einen besseren Einblick in die Ergebnissituation des operativen Geschäfts gibt hingegen das Betriebsergebnis, das im gleichen Zeitraum von 1,73 auf 1,42 Mio. Euro zurückging. Ursächlich dafür war vor allem ein vergleichsweise schwaches erstes Vierteljahr, in dem der Verlust eines Auftraggebers in der Sparte Software Publishing nachwirkte, während der operative Profit in den beiden Folgequartalen bereits wieder um 36,9 bzw. 193,2 Prozent zu den entsprechenden Perioden des letzten Geschäftsjahres gesteigert werden konnte.

Sparte Software Publishing gestärkt

Durch die Trennung von net mobile und eine erfolgreich durchgeführte Kapitalerhöhung hat sich der finanzielle Spielraum des Unternehmens wieder deutlich erhöht. Auf schuldenfreier Basis verfügte die Gesellschaft zum letzten Bilanzstichtag über eine Liquidität von 13,75 Mio. Euro. Wie bereits zuvor von Vorstand Dr. Immes angekündigt, wurde ein Teil dieser Mittel im Anschluss für eine Akquisition zur Stärkung des Kerngeschäfts verwendet. Im Rahmen dessen hat die net AG Mitte August die bhv GmbH & Co KG aus Kaarst vollständig übernommen. Die Neuerwerbung ist als Software Publisher im gleichen Markt tätig

wie der net AG-Ableger Top Systems und erwirtschaftete im vergangenen Jahr bei einem Umsatz von 7,4 Mio. Euro ein Vorsteuergewinn von 1,1 Mio. Euro. Da der ehemalige Konkurrent vor allem Produkte aus den Bereichen Lernen, Digitale Medien, Software-Werkzeuge und Spiele verkauft, stellt das Sortiment eine ideale Ergänzung zu dem bestehenden Angebot der Konzerntochter (Bildbearbeitung, Komprimierung, Tools & Utilities) dar.

Ausblick

Entwicklung zum führenden Software Publisher

Mit der Akquisition wurde die Bedeutung der Sparte Software Publishing im net AG-Konzern deutlich gestärkt. Das Management strebt eine europaweit führende Position bei der Vermarktung von Anwendungssoftware bis zu einem Preis von 100 Euro an und schließt in diesem Zusammenhang auch eine weitere Übernahme im nächsten Geschäftsjahr nicht aus. Bei der geplanten regionalen Ausweitung der Aktivitäten kommen als mögliche Destinationen zunächst Großbritannien, Frankreich und die Benelux-Staaten in Frage, da Westeuropa rund 90 Prozent des EU-Softwaremarktes auf sich vereint. Die bereits bestehende starke Position im deutschsprachigen Raum soll darüber hinaus insbesondere durch eine Intensivierung des Onlinevertriebs der Produkte weiter verbessert werden. Flankiert werden diese Expansionsbemühungen durch eine Vertiefung der Wertschöpfungskette. Die Entwicklung eigener Marken und Produkte dient aber nicht nur zur Vergrößerung des Sortiments, sondern auch zur Verringerung der Abhängigkeit von externen Lieferanten.

Vorrangig organisches Wachstum bei Stemmer

Bei der zweiten Sparte, IT-Systeme, sind im Gegensatz dazu kleinere Akquisitionen aus dem Cash-Flow der zuständigen Tochter Stemmer geplant, die vor allem der Gewinnung qualifizierter Mitarbeiter dienen. Aufgrund der hohen Dynamik der adressierten Märkte und der bereits erarbeiteten starken Stellung – insbesondere im Bereich VoIP – liegt der Schwerpunkt damit auf dem organischen Wachstum. Dabei dürfte das Unternehmen seine Dienstleistungen verstärkt auch in Osteuropa anbieten, da die bestehenden und potenziellen Kunden aus den Segmenten Handel und Industrie zunehmend in diesen Regionen expandieren und für die dabei notwendige Optimierung der IT-Infrastruktur bevorzugt auf den Kontraktpartner aus dem Heimatmarkt zurückgreifen.

Differenzierte Wachstumsstrategie

Damit verfolgen die beiden verbliebenen Geschäftsbereiche der net AG separate Wachstumsstrategien mit differierenden regionalen Schwerpunkten und unterschiedlichen Ertragspotenzialen. Während Stemmer für die Expansion in Osteuropa zusätzliches Personal benötigt und der Gewinn daher nur in etwa parallel zum Umsatz gesteigert werden kann, versprechen zusätzliche Erlöse im Softwarevertrieb bei einer bestehenden Infrastruktur deutlich größere Skaleneffekte mit einer entsprechenden Hebelwirkung auf die Ertragsentwicklung.

Trennung der Sparten

Um diese Unterschiede auch organisatorisch nachzuvollziehen, soll das Unternehmen entlang der Spartengrenzen klar in zwei Teilkonzerne untergliedert werden. Neben den dadurch verbesserten internen Steuerungs- und Kontrollmöglichkeiten bietet dieser Schritt auch den Vorteil einer erhöhten Transparenz für die Kapitalmarktteilnehmer. Diese werden in die Lage versetzt, die Segmente separat zu betrachten und zu bewerten. In konsequenter Fortsetzung dieses Ansatzes prüft die Gesellschaft derzeit die Möglichkeit, den Konzern komplett aufzuspalten und in zwei eigenständige, börsennotierte Unternehmen zu überführen. Eine abschließende Entscheidung steht in diesem Punkt allerdings noch aus.

Anhebung der Schätzungen

Die Entwicklung von Umsätzen und operativen Erträgen ist im aktuellen Geschäftsjahr besser verlaufen, als von uns zuletzt geschätzt, weswegen wir unsere Prognosen geringfügig anheben. Ab dem nächsten Geschäftsjahr dürfte dann insbesondere die Akquisition von bhv für eine deutliche Verbesserung bei den Erfolgskennzahlen des Konzerns sorgen. Damit hat sich unsere Erwartung erfüllt, dass das Unternehmen den hohen, nicht betriebsnotwendigen Bargeldbestand zügig für externes Wachstum einsetzt. Eine weitere Übernahme im Bereich Software Publishing hat das Management zuletzt in Aussicht gestellt. Bis zur Umsetzung dieser Maßnahme werden wir die möglichen Auswirkungen dieser Akquisition allerdings noch nicht berücksichtigen. Stattdessen wird der vorhandene Netto-Liquiditätsüberschuss explizit in die Bewertung einbezogen.

Höhere Zielmarge möglich

Im operativen Geschäft rechnen wir – nach dem Umsatzsprung im laufenden Jahr – mit relativ moderaten Zuwächsen von 10,0 Prozent p.a., die zudem gegen Ende des Detailprognosezeitraums auf 6,0 Prozent abschmelzen. Das steigende Geschäftsvolumen sollte zudem zu einer sukzessiven Margenverbesserung führen, wobei wir nach dem Zukauf im Bereich Software Publishing nun eine Zielmarge von 5,0 Prozent (vorher: 4,2 Prozent) für erreichbar halten. Eine mögliche Aufspaltung des Konzerns in zwei separate Unternehmen, wie sie von der Geschäftsführung angedacht wird, werden wir erst ab dem Umsetzungszeitpunkt nachvollziehen. Auf der Grundlage der bisherigen Annahmen stellt sich der von uns geschätzter Geschäftsverlauf der net AG wie folgt dar:

Geschäftsjahr (endet 30.09)	05/06	06/07	07/08	08/09	09/10	10/11	11/12	12/13
Gesamterlöse (Mio. EUR)	40,0	50,0	55,0	60,5	66,6	73,2	79,1	83,8
Erlöswachstum		25%	10%	10%	10%	10%	8%	6%
Nettorendite	2,5%	4,3%	4,5%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Gewinn (Mio. EUR)	1,00	2,15	2,48	3,03	3,33	3,66	3,95	4,19
Gewinnwachstum		115%	15,1%	22,2%	10,0%	10,0%	8,0%	6,0%

Fairer Wert 2,13 Euro je Aktie

Auf Basis unserer Kalkulation ergibt sich aus dem operativen Geschäft bei einem Eigenkapitalkostensatz von 10,2 Prozent (risikoloser Zins 3,8 Prozent, Risikoprämie 5,3 Prozent, Beta 1,2) und einem ewigen Wachstum von 2,0 Prozent ein

Ertragswert des Unternehmens von 42,4 Mio. Euro. Umgerechnet auf die aktuell umlaufenden 22,0 Mio. Aktien entspricht das einem fairen Wert pro Aktie von 1,93 Euro. Unter Berücksichtigung der aktuellen, nicht betriebsnotwendigen Netto-Liquidität von etwa 4,5 Mio. Euro liegt die faire Marktkapitalisierung bei 46,9 Mio. Euro, oder 2,13 Euro je Aktie, gleichbedeutend mit einem Kurspotenzial von 46 Prozent.

***Unverändertes Urteil:
„Kaufen“***

Nach der erfolgreichen Restrukturierung und der Trennung von net mobile forciert das Management der net AG nun das Wachstum. Gestützt auf eine starke Marktposition in den Bereichen Software Publishing und VoIP konnte die Gesellschaft dabei zuletzt gute Ergebnisse erzielen. Nach der Akquisition von bhv und der damit verbundenen Stärkung der Tochter Top Systems wird das Profil des Unternehmens nun durch die Bildung von zwei eigenständigen Teilkonzernen zusätzlich geschärft. Für die Zukunft erwägt die net AG sogar die Aufspaltung in zwei separate, börsennotierte Einheiten, um die verschiedenen Expansionsstrategien besser am Markt kommunizieren zu können. Unabhängig von dieser Maßnahme besteht bei der Gesellschaft aufgrund der überzeugenden Wachstumspläne nach wie vor eine deutliche Unterbewertung. Auf Basis unserer fundamentalen Einschätzung sehen wir ein Kurspotenzial von 46 Prozent und bekräftigen unsere Einstufung als „Kauf“.

Über Performaxx

Die Performaxx Research GmbH betreibt unabhängige Wertpapier- und Finanzmarktanalyse. Unsere Leistungen umfassen das gesamte Spektrum unternehmens- und kapitalmarktbezogener Analyseprodukte, von maßgeschneiderten Research-Projekten für institutionelle Kunden bis zur regelmäßigen Coverage börsennotierter Unternehmen.

Wir betreuen ausschließlich professionelle Marktteilnehmer. Durch die projektbezogene Arbeit gehen wir konkret auf die individuelle Themenstellung des Kunden ein und garantieren eine schnelle, flexible und kostenbewusste Abwicklung. Unser Leistungskatalog umfasst:

- Pre-IPO-Research
- IPO-Research
- Follow-up-Research
- Markt-Research

Weiterführende Informationen geben wir Ihnen gerne in einem persönlichen Gespräch. Sie erreichen uns unter:

Performaxx Research GmbH
Innere Wiener Strasse 5b
81667 München

Tel.: + 49 (0) 89 / 44 77 16-0
Fax: + 49 (0) 89 / 44 77 16-20

Internet: <http://www.performaxx.de>
E-Mail: kontakt@performaxx.de

Disclaimer

Haftungsausschluss

Diese Finanzanalyse ist ausschließlich für Kapitalmarktteilnehmer in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt. Sie stellt weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Anlageinstrumenten oder zum Tätigen sonstiger Transaktionen 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 Performaxx Research GmbH für zuverlässig hält. Bezüglich der Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten übernimmt die Performaxx Research GmbH jedoch keine Gewähr. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle Einschätzung der Ersteller wider. Diese Einschätzung kann sich ohne vorherige Ankündigung ändern. **Weder die Ersteller noch die Performaxx Research GmbH haften für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art, die im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Finanzanalyse oder deren Befolgung stehen.**

Angaben gemäß §34b WpHG i.V.m. FinAnV

Bei den in der vorliegenden Finanzanalyse verwendeten Kursen handelt es sich, sofern nicht anders angegeben, um Schlusskurse des vorletzten Börsentages vor dem Veröffentlichungsdatum. Als wesentliche Informationsquellen für die Finanzanalyse dienen die übergebenen Unterlagen und erteilten Auskünfte des Unternehmens sowie für glaubhaft und zuverlässig erachtete Informationen von Drittanbietern (z. B. Newsagenturen, Research-Häuser, Fachpublikationen), die ggf. im Studientext benannt werden.

Ersteller der Studie ist Dipl.-Kfm. Holger Steffen (Finanzanalyst). Das für die Erstellung verantwortliche Unternehmen ist die Performaxx Research GmbH. Die Performaxx Research GmbH erstellt und veröffentlicht zu dem hier analysierten Unternehmen pro Jahr voraussichtlich eine Studie und zwei Updates. **Die genauen Zeitpunkte der nächsten Veröffentlichungen stehen noch nicht fest.** In den vorausgegangenen zwölf Monaten hat die Performaxx Research GmbH folgende Studien zu dem hier analysierten Unternehmen veröffentlicht:

Datum der Veröffentlichung	Kurs bei Veröffentlichung	Anlageurteil
13.06.2006	1,24 Euro	Kaufen
15.02.2006	1,60 Euro	Kaufen
04.10.2005	1,62 Euro	Kaufen

Sofern im Studientext nicht anders angegeben, bezieht sich das Anlageurteil in dieser Studie auf einen langfristigen Anlagezeitraum von mindestens zwölf Monaten. Innerhalb dieses Zeitraums bedeutet das Anlageurteil „Kaufen“ eine erwartete Steigerung des Börsenwertes von über 25 Prozent, „Übergewichten“ eine erwartete Wertsteigerung zwischen 10 und 25 Prozent, „Halten“ eine erwartete Wertsteigerung bis zu 10 Prozent, „Untergewichten“ eine erwartete Wertminderung um bis zu 10 Prozent und „Verkaufen“ eine erwartete Wertminderung von über 10 Prozent. „Spekulativ kaufen“ bedeutet eine mögliche Wertsteigerung von über 25 Prozent bei überdurchschnittlichem Anlagerisiko, „Spekulatives Investment“ eine mögliche Wertsteigerung von über 25 Prozent bei sehr hohem Anlagerisiko bis zum Totalverlust.

Die Performaxx Research GmbH hat durch eine interne Betriebsrichtlinie zur Erstellung von Finanzanalysen, die für alle an der Studienerstellung mitwirkenden Personen bindend ist, die notwendigen organisatorischen und regulativen Vorkehrungen zur Prävention und Behandlung von Interessenkonflikten getroffen. Folgende Interessenkonflikte können bei der Performaxx Research GmbH im Zusammenhang mit der Erstellung von Finanzanalysen grundsätzlich auftreten:

- 1) Die Finanzanalyse ist im Auftrag des analysierten Unternehmens entgeltlich erstellt worden.
- 2) Die Finanzanalyse wurde dem analysierten Unternehmen vor Veröffentlichung vorgelegt und hinsichtlich berechtigter Einwände geändert.
- 3) Die Performaxx Research GmbH und/oder ein verbundenes Unternehmen halten Long- oder Shortpositionen an dem analysierten Unternehmen.
- 4) Der Ersteller und/oder an der Erstellung mitwirkende Personen/Unternehmen halten Long- oder Shortpositionen an dem analysierten Unternehmen.
- 5) Die Performaxx-Anlegermedien GmbH, ein verbundenes Unternehmen der Performaxx Research GmbH, führt Aktien des hier analysierten Unternehmens in einem (virtuellen) Musterdepot ihres Börsenbriefs „Performaxx-Anlegerbrief“.

In der vorliegenden Finanzanalyse sind folgende der o.g. möglichen Interessenkonflikte gegeben: 1), 2)

Urheberrecht

Dieses Werk ist einschließlich aller seiner Teile urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung von Performaxx unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung sowie Verarbeitung in elektronischen Systemen.