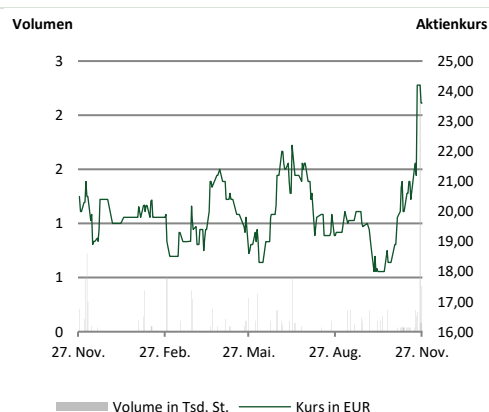


Empfehlung: Kaufen**Kursziel:** 28,00 Euro**Kurspotenzial:** +18 Prozent**Aktien**daten

KURS (Schlusskurs Vortag)	23,80 Euro (XETRA)
Aktienanzahl (in Mio.)	2,11
Marktkap. (in Mio. Euro)	50,2
Enterprise Value (in Mio.)	50,9
Ticker	NF4
ISIN	DE000A1MME74

Kursperformance

52 Wochen-Hoch (in Euro)	25,20
52 Wochen-Tief (in Euro)	18,00
3 M relativ zum CDAX	+12,6%
6 M relativ zum CDAX	+13,6%



Quelle: Capital IQ

Aktionärsstruktur

Streubesitz	46,0%
Vorstände und deren Familien	54,0%

Termine

Hamburger Investorentag	04. Februar 2020
-------------------------	------------------

Prognoseanpassung

	2019e	2020e	2021e
Umsatz (alt)	107,6	121,1	133,2
Δ in %	-	-	-
EBIT (alt)	0,5	1,8	2,9
Δ in %	-	-	-
EPS (alt)	0,10	0,52	0,89
Δ in %	-	-	-

Analyst

Benjamin Marenbach
+49 40 41111 37 82
b.marenbach@montega.de

Publikation

Comment 28. November 2019

9M-Zahlen noch leicht unter unserer Prognose – Netfonds wird Abwicklungspartner der Pflegeversicherung der IG BCE

Netfonds hat Anfang der Woche 9M-Zahlen veröffentlicht. Zuvor informierte der Konzern über eine Abwicklungspartnerschaft für die tarifliche Pflegeversicherung der Industriegewerkschaft Bergbau, Chemie, Energie (IG BCE).

Auf der **Umsatzebene** gewann der Brutto-Umsatz in Q3 an Dynamik und legte um 16,5% auf 26,2 Mio. Euro zu. Der wichtigere Netto-Umsatz stieg dagegen unterproportional um 10,7% auf 6,2 Mio. Euro an. Nach 9M erzielte der Konzern einen Brutto-Umsatz von 78,2 Mio. Euro, was einem Zuwachs von 11,2% yoy entspricht. Das Wachstumstempo blieb damit noch leicht hinter unserer Gesamtjahresplanung von +15,0% zurück. Das Segment Technology & Regulatory lag mit einem Wachstum nach 9M von +17,5% weiterhin deutlich unter unserer Gesamtjahreserwartung (+27,5%). Die Segmente Wholesale (+6,6%) und Marketing and Products (+200,0%) entwickelten sich jedoch erheblich besser als antizipiert. Dem Segment Marketing and Products wurden dabei auch die Erträge aus den jüngsten Immobilienprojekten zugeordnet. Das **EBITDA** verbesserte das Unternehmen in Q3/19 auf 0,5 Mio. Euro (Q3/18: 0,2 Mio. Euro). Nach 9M lag es bei 0,9 Mio. Euro (+12,5% yoy).

Zur Erreichung **unserer Prognosen** (MONE: Umsatz 107,6 Mio. Euro; EBITDA 2,1 Mio. Euro) sind in Q4 insbesondere ergebnisseitig noch signifikante Zuwächse notwendig, allerdings sollen die Immobilienerträge nochmals deutlich zulegen. Die aktuelle **Guidance** für das Gesamtjahr (Umsatz 105,0 bis 110,0 Mio. Euro; EBITDA 1,8 bis 2,3 Mio. Euro) wurde im Rahmen der Zahlen bestätigt. Für Q4 erwartet der Vorstand einen Umsatz von 30,0 Mio. Euro, womit Netfonds im Gesamtjahr in etwa auf Höhe unserer Umsatz-Schätzung landen dürfte. Die Zielbandbreite für das EBITDA impliziert in Q4 eine 50%ige Ergebnissteigerung.

Die gemeldete Exklusivpartnerschaft zur **technischen und administrativen Abwicklung der tariflichen Pflegeversicherung (PV)** der IG BCE ist u.E. ein Meilenstein für Netfonds' Versicherungsbereich. Wir gehen davon aus, dass der Konzern sein Versicherungsgeschäft mit der Abwicklung der PV verdoppeln kann. Mit 450 Tsd. Tarifverträgen handelt es sich zudem um ein interessantes Leuchtturmprojekt, das andere Gewerkschaften auf die Partner aufmerksam machen könnte. Wir gehen davon aus, dass mit Veröffentlichung des Jahresabschlusses erstmals Angaben zu potenziellen Umsatz- und Ergebnisbeiträgen sowie möglichen Investitionsaufwendungen gemacht werden. Die Mittelfristprognose (200 Mio. Euro Umsatz und 3 bis 9% EBITDA-Marge in 2023) hat Netfonds bislang nicht geändert.

Fazit: Insgesamt setzt der Konzern seinen Wachstumskurs weiter fort. Wenngleich die Erreichung des diesjährigen Ergebnisziels ambitioniert erscheint, konnte Netfonds mit der jüngsten Gewinnung der Exklusivpartnerschaft die Stärke seiner Abwicklungsplattform auch für den Versicherungsbereich untermauern. Wir bestätigen daher unsere Kaufempfehlung bei unverändertem Kursziel von 28,00 Euro.

Geschäftsjahresende: 31.12.	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Umsatz	86,0	93,6	107,6	121,1	133,2
Veränderung yoy	n.a.	8,9%	15,0%	12,5%	10,0%
EBITDA	2,2	1,5	2,1	3,3	4,4
EBIT	1,5	0,0	0,5	1,8	2,9
Jahresüberschuss	1,0	-0,7	0,2	1,1	1,9
Rohertagsmarge	18,3%	20,7%	18,2%	19,5%	19,8%
EBITDA-Marge	2,6%	1,6%	1,9%	2,7%	3,3%
EBIT-Marge	1,8%	0,0%	0,5%	1,5%	2,2%
Net Debt	-3,4	0,6	-3,7	-8,5	-14,2
Net Debt/EBITDA	-1,6	0,4	-1,8	-2,6	-3,2
ROCE	70,6%	-0,6%	4,0%	12,8%	19,2%
EPS	0,45	-0,33	0,10	0,52	0,89
FCF je Aktie	0,37	-2,85	-0,35	-0,12	0,34
Dividende	0,19	0,15	0,15	0,15	0,15
Dividendenrendite	0,8%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
EV/Umsatz	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4
EV/EBITDA	23,1	33,8	24,8	15,3	11,5
EV/EBIT	33,6	n.m.	101,6	28,8	17,7
KGV	52,9	n.m.	238,0	45,8	26,7
P/B	10,2	4,4	3,0	2,2	1,7

Quelle: Unternehmen, Montega, CapitalIQ

Angaben in Mio. EUR, EPS in EUR Kurs: 23,80

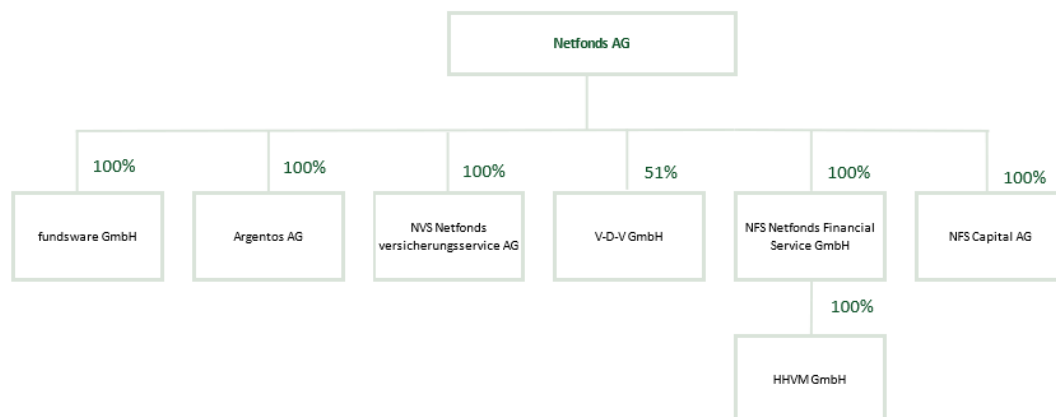
UNTERNEHMENSHINTERGRUND

Die Netfonds AG ist eine europaweit tätige Finanzholding, die mit ihren Beteiligungen als Maklerpool, Haftungsdach, Vermögensverwaltung, Fondsmanager und Mehrfachagent agiert. Im Tagesgeschäft ist sie damit v.a. in der Finanz- und Versicherungswirtschaft aktiv. Durch den Einsatz von professionellen Technologie-Plattformen ermöglicht der B2B-Finanzdienstleister volldigitalisierte Prozessabläufe und eine effiziente Gestaltung der Anlage- und Vermögensverwaltung sowie der Fondsadministration. Zudem umfasst das Serviceportfolio weitere rechtliche und regulatorische Dienstleistungen in den Produktkategorien Investmentfonds, Versicherungen, Vorsorge und Finanzierung. Durch das Angebot von Softwarelizenzen sowie White-Label-Produkten zur Optimierung von Marketing- und Vertriebslösungen für die Kernzielgruppe der Finanzdienstleister und Vermögensverwalter wird das Angebot von Netfonds komplementiert. Einnahmen werden im Wesentlichen durch eine Beteiligung an Abschlussprovisionen, Lizenzgebühren und Nutzungsentgelten für die Netfonds-Lösungen generiert. Im Jahr 2018 erzielte das Unternehmen mit 187 Mitarbeitern einen Jahresumsatz von 93,6 Mio. Euro. Mit mehr als 4.600 Maklerpartnern werden über die Plattformen aktuell gut 350.000 Depots verwaltet.

Wichtige Meilensteine der Unternehmenshistorie sind nachfolgend dargestellt:

- 1999** Gründung der Netfonds24.de GmbH als Online-Discounter für Finanzprodukte
- 2001** Strategiewechsel zum unabhängigen Dienstleister für Versicherungen, Banken und Fondsgesellschaften
- 2004** Gründung des Haftungsdachs NFS Netfonds Financial Service GmbH
- 2011** Umfirmierung in Netfonds AG
- 2012** Gründung des Versicherungsmehrfachagenten NVS Versicherungsservice
- 2012** Gründung des Fondsmanagers NFS Capital AG
- 2012** Akquisition der Hamburger Vermögen GmbH
- 2013** Akquisition des Maklerpools Argentos AG
- 2016** Strategische Forcierung zum Technologieunternehmen der Finanzindustrie
- 2017** Kauf von 50% der FinFire Solution GmbH
- 2018** 13,2 Mrd. Assets under Administration
- 2018** Börsendebüt und Erstnotierung im m:access sowie XETRA
Launch FinFire und Cloudfolio

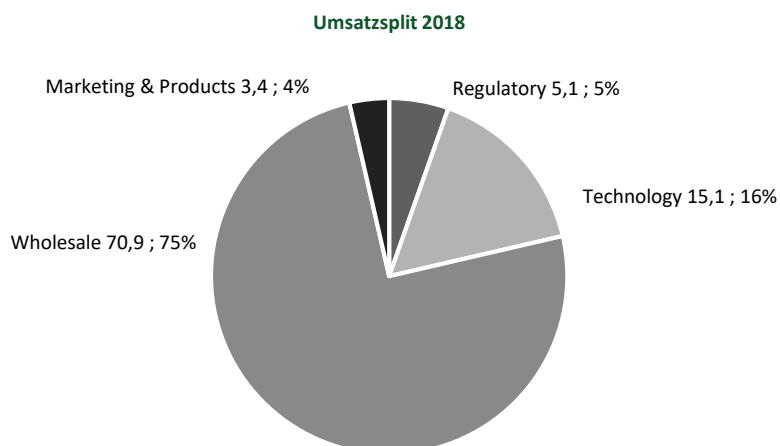
In der Betrachtung der aktuellen Holdingstruktur des Konzerns zeigt sich die in den letzten Jahren vorangetriebene zunehmende Diversifizierung der Geschäftsbereiche, wobei gleichzeitig die starken Positionierungen in den beiden Kernbereichen Maklerpools und Finanzdienstleistung forciert werden. Die folgende Grafik stellt dazu die Organisationsstruktur des Unternehmens dar.



Quelle: Unternehmen

Segmentbetrachtung

Die Netfonds AG gliedert ihr Geschäft seit dem Geschäftsjahr 2018 in vier operative Segmente, die zukünftig über ihre FinFire Plattform gebündelt werden sollen. Die Umsatzbeiträge der Segmente in 2018 lassen sich der nachfolgenden Tabelle entnehmen.



Quelle: Unternehmen

Mit dem Segment **Regulatory** agiert das Unternehmen in Haftungsdach-Funktion als Prozessmanagement-Tool und stellt regulatorikkonforme Datenbasen, Dokumentationsfunktionen und Formularwesen zur Verfügung. Hierin werden die Erlöse aus Haftungsdachbeiträgen, dem Fondsadvisory und der Vermarktung des Grundlagenwissens erfasst.

Das Segment **Wholesale** beinhaltet das klassische Maklerpoolgeschäft, womit angeschlossenen Maklern die Möglichkeit zur Partizipation am Netfonds-Netzwerk geboten wird. In diesem Segment erfolgt die Erlöserzielung über klassisches Provisionsgeschäft, was sowohl Bestands- als auch Abschlussprovisionen beinhaltet.

Über das Segment **Technology** adressiert das Unternehmen Banken und Vermögensverwalter. Mittels Softwarelizenzen und Outsourcing-Mandaten können diese auch nur Teile der Abwicklungstechnologie der Netfonds-Gruppe nutzen und so auf bestimmte Prozesse zurückgreifen. Umsätze generiert das Segment dabei vorwiegend über

verschiedene Arten von Servicegebühren, Lizeineinnahmen und das Vermögensverwaltungsprocessing.

Abgerundet wird die segmentale Berichterstattung von dem Segment **Marketing & Products**, das die Organisation von Messen, Roadshows und White-Label-Produkten für die Kunden abdeckt.

Produkte bzw. Geschäftsmodelle

Mit ihren Produkten betreibt Netfonds im wesentlichen Plattformgeschäfte und adressiert damit vorwiegend Intermediäre der Finanz- und Versicherungsbranche. Dazu zählen v.a. branchenspezifische, standardisierte Lösungen für Finanzberater. Über volldigitalisierte Prozessketten tragen die Netfonds-Angebote dabei zur effizienten und aufsichtsrechtskonformen Umsetzungen von Dienstleistungen im Rahmen der Finanzberatung bei. Wesentliche Zielgruppe der Gesellschaft sind unabhängige Fondsmanager, Vermögensberater und Versicherungsmakler.

Zusätzlich zu den nachstehenden Bereichen offeriert die Gruppe eine Vielzahl von Software-Angeboten für Backoffice-Anwendungen. Alle Dienstleistungen der Gesellschaft sind mit den geltenden rechtlichen und aufsichtsrechtlichen Vorschriften konform, dazu zählt z.B. MiFID II. Netfonds hält allerdings auch alle weiteren erforderlichen Lizenzen der BaFin, sowie die Erlaubnisse nach dem Kreditwesengesetz (KWG) und der Gewerbeordnung (GewO). Nachfolgend werden die vier Kern-Geschäftsbereiche und die für 2018 erwartete neue Plattform FinFire differenzierter betrachtet.

Maklerpool: Mit dem Maklerpool ist die Netfonds-Gruppe seit ihrer Gründung im Jahr 2000 aktiv. Sie deckt damit wesentliche Aspekte der Wertschöpfungskette von Investmentfondsberatern, Versicherungsmaklern, Baufinanzierern und Allfinanzberatern ab. Auf der Einkaufsseite profitieren Kunden von der gebündelten Einkaufsmacht des gesamten Maklerpools, der eine deutlich bessere Abnehmerposition aufweist, als der einzelne Makler allein. Auch für das Backoffice bietet der Konzern automatisierte Prozesse an, für den Bereich Rechtssicherheit ein Haftungsdach. Die konzerneigene Software kann von der Kundenverwaltung bis hin zur Anwendung bei Angebots- und Beratungsprogrammen vielseitig zum Einsatz kommen. Nicht zuletzt profitieren angeschlossene Makler vom Branchennetzwerk und Spezialisten-Team des Konzerns, das im zunehmend komplexeren regulatorischen Umfeld über großes Know-how verfügt.

Haftungsdach: Mit ihrer Tochtergesellschaft NFS Netfonds Financial Service GmbH und dem zugehörigen Haftungsdach adressiert die Gruppe Private Banker, Vermögensverwalter und Fondsmanager. Die angebotenen Investmentmöglichkeiten der Gruppe sind stark gestreut. Neben den klassischen Finanzinstrumenten wie Aktien, Anleihen und Zertifikaten bietet der Wertpapierspezialist auch eine Anlage in Edelmetalle oder die Prüfung von Beteiligungsdepots an. Mit dem Haftungsdach sichert das Unternehmen die rechtlichen Rahmenbedingungen für die operative Tätigkeit von Finanzberatern, die zunehmend unter dem Druck der Regulierung leiden. Mit der Netfonds-Lösung werden die Banker als sogenannte Tied-Agents tätig und können befreit von persönlichen Haftungsrisiken und Produktbeschränkungen auftreten. Außerdem profitieren angeschlossene Berater von der unternehmenseigenen Rechtsabteilung und persönlichen Ansprechpartnern, die umfassende rechtliche Beratung im Bereich der Anlageberatung und Abschlussvermittlung anbieten.

Mehrfachagent: Der Geschäftsbereich Versicherungen wird von Netfonds mit der Gesellschaft NVS Netfonds Versicherungsservice AG bedient. Als Spezialist im Agentur-Geschäft profitieren unabhängige Makler in diesem Bereich von einer hohen Produktauswahl aus einer Vielzahl von Angeboten führender Versicherungsgesellschaften. Mit einem Netzwerk von mehr als 30 Versicherern erhalten angeschlossene Partner u.a. rabattierte Verträge und Deckungskonzepte, onlinebasierte Vertragsverwaltungslösungen, revisionssichere Archivsysteme, Kundenanalyse- und Vergleichssysteme sowie ein modernes CRM-System inklusive Möglichkeiten zum Kunden-Login. Für die individuelle Ausgestaltung von Versicherungsverträgen können neben Sonderlösungen auch Direktvereinbarungen mit Partnerversicherungen in Anspruch genommen werden.

Vermögensverwalter: Im Bereich der Vermögensverwaltung können Berater auf Produktlösungen der Netfonds-Gruppe zurückgreifen. Im Rahmen eines wartungsfreien Depots haben Verwalter Zugriff auf schlanke Standardstrategien und können mithilfe digitalisierter und MiFID II-konformer Abwicklungsprozesse das Tagesgeschäft effizienter gestalten. Weiterhin besteht für externe Advisor die Möglichkeit, eigene Strategien oder Fonds aufzulegen und anderen Vermittlern über das Netzwerk zugänglich zu machen. Ordervorschläge werden über die Plattform abgewickelt, bei der Netfonds auch in diesem Bereich als Haftungsdachpartner aktiv ist. Durch die Kombination der Standardstrategien mit dem Potenzial des angeschlossenen Netzwerks aus Experten ist langfristig für diesen Geschäftsbereich eine Weiterentwicklung zu einem rein online-gestützten digitalen Marktplatz für Vermögensverwaltungsstrategien geplant. Der Grundstein für diese Entwicklung soll durch den FinFire-Launch im zweiten Halbjahr 2018 erfolgen. Zugleich agiert die Gruppe mit der Hamburger Vermögen selbst als Vermögensverwalter und hat mit NFS Capital auch einen eigenen Fonds, der institutionelle Kunden adressiert.

FinFire: Als erste auf dem Markt verfügbare Technologie ermöglicht FinFire eine volldigitalisierte Abwicklung von Transaktionen und Prozessen in der Finanz- und Versicherungswirtschaft. Sie bündelt die Aktivitäten aus den genannten Geschäftsbereichen und Produkten. Die Plattform bietet maßgeschneiderte Lösungen für die vielfältigen Anforderungen von Finanzintermediären und wirkt sich effizienzsteigernd auf die Hauptgeschäftsbereiche der Netfonds AG aus. Die Innovation der Plattform liegt darin, dass Kunden auf ihr nur die Teile der Wertschöpfungskette buchen können, die sie tatsächlich benötigen. Ähnlich zu gängigen Softwaremodellen sollen so abonnement-basierte Erlösströme (Subscription Fees) generiert und eine größere Kundenbasis angesprochen werden.

Wesentliche Geschäftsvorteile für die Netfonds AG sind der gemeinsame Softwareeinsatz und die Kompatibilität zwischen den einzelnen Plattformen. Daher kann die Gruppe neben Größenvorteilen auch Synergien zwischen den Geschäftsbereichen nutzen.

Märkte und Umsatz

Die Netfonds AG erwirtschaftet 100% ihres Umsatzes in Deutschland. Mit ihren Töchtern und Produkten ist sie dabei v.a. in der Asset Management- und Versicherungsindustrie aktiv. Ihr Geschäftserfolg unterliegt daher den folgenden Marktentwicklungen und Einflussfaktoren.

- Entwicklung der in Deutschland verwalteten Anlagevolumen und des deutschen Versicherungsgeschäfts
- Anzahl freier Makler, Vermögensverwalter und Mehrfachagenten und deren Erfolg im Wettbewerb mit Banken und Versicherern
- Digitalisierungs-Trends im Bereich von Plattformgeschäften und FinTechs
- Strenger werdenden regulatorischen Rahmenbedingungen

Erfahrenes Management

Karsten Dümmler (CEO) ist ausgebildeter Industrie- sowie Diplomkaufmann. Herr Dümmler sammelte bereits mehrere Jahre Erfahrung im Bereich IT-Consulting und in leitender Position im Außenhandel einer großen hanseatischen Firma, bevor er im Jahr 2000 zusammen mit einem Partner die Netfonds24.de GmbH gründete. Bevor Herr Dümmler zum Vorstand der Netfonds bestellt wurde, war er zunächst als geschäftsführender Gesellschafter des Unternehmens tätig.

Martin Steinmeyer ist Gründungspartner und Gesellschafter der Netfonds AG. Herr Steinmeyer ist für den Vertrieb sowie die technische und administrative Entwicklung des Unternehmens verantwortlich. Als Gründungsmitglied und gelernter Kaufmann verfügt Herr Steinmeyer über langjährige und fundierte Erfahrung in seinem Tätigkeitsbereich.

Oliver Kieper ist seit 2004 im Unternehmen und ergänzt seit 2013 den Vorstand. In seiner Position ist er verantwortlich für den Versicherungsbereich. Herr Kieper ist geprüfter Versicherungskaufmann und war maßgeblich am Aufbau der Versicherungssparte im Unternehmen beteiligt. Er kann mithin ein hohes Maß an Expertise für seinen Verantwortungsbereich vorweisen.

Peer Reichelt ist Mitglied des Vorstands und Geschäftsführer des Haftungsdachs. Herr Reichelt ist studierter Wirtschaftsingenieur und trug durch seinen Unternehmenseintritt im Jahr 2001 wesentlich zur strategischen Ausrichtung der Netfonds AG bei.

Aktionärsstruktur

Das Grundkapital der Netfonds AG beträgt 2.110.583 Euro, eingeteilt in 2,11 Mio. Stückaktien zu je 1,00 Euro. Etwa 54% des Aktienbestandes werden vom Führungsteam der Netfonds AG, bestehend aus Vorstand, Aufsichtsrat und deren Familien gehalten. Die übrigen etwa 46% der Aktien befinden sich im Streubesitz.

ANHANG

DCF Modell

Angaben in Mio.Euro	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	Terminal Value
Umsatz	107,6	121,1	133,2	146,5	160,5	175,7	191,5	195,3
Veränderung	15,0%	12,5%	10,0%	10,0%	9,5%	9,5%	9,0%	2,0%
EBIT	0,5	1,8	2,9	3,2	4,8	6,1	7,2	6,8
EBIT-Marge	0,5%	1,5%	2,2%	2,2%	3,0%	3,5%	3,8%	3,5%
NOPAT	0,4	1,2	2,0	2,2	3,4	4,3	5,0	4,8
Abschreibungen	1,6	1,6	1,6	1,6	1,0	1,1	1,1	1,2
in % vom Umsatz	1,4%	1,3%	1,2%	1,1%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
Liquiditätsveränderung								
- Working Capital	-1,1	-0,5	-0,3	-0,5	4,5	-0,5	-0,5	-0,1
- Investitionen	-1,4	-2,4	-2,4	-2,4	-1,1	-1,1	-1,1	-1,2
Investitionsquote	1,3%	2,0%	1,8%	1,6%	0,7%	0,6%	0,6%	0,6%
Übriges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Free Cash Flow (WACC-Modell)	-0,6	-0,1	0,9	0,9	7,7	3,9	4,6	4,7
WACC	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%
Present Value	-0,6	-0,1	0,7	0,7	5,7	2,7	2,9	47,7
Kumuliert	-0,6	-0,7	0,0	0,7	6,4	9,1	12,0	59,7

Wertermittlung (Mio. Euro)

Total present value (Tpv)	59,7
Terminal Value	47,7
Anteil vom Tpv-Wert	80%
Verbindlichkeiten	6,1
Liquide Mittel	5,4
Eigenkapitalwert	59,1

Annahmen: Umsatzwachstumsraten und Margenerwartungen

Kurzfristiges Umsatzwachstum	2019-2022	10,8%
Mittelfristiges Umsatzwachstum	2019-2025	10,1%
Langfristiges Umsatzwachstum	ab 2026	2,0%
EBIT-Marge	2019-2022	1,6%
EBIT-Marge	2019-2025	2,4%
Langfristige EBIT-Marge	ab 2026	3,5%

Aktienzahl (Mio.) 2,11

Wert je Aktie (Euro) 27,99**+Upside / -Downside 18%**

Aktienkurs (Euro) 23,80

Modellparameter

Fremdkapitalquote	35,0%
Fremdkapitalzins	4,5%
Marktrendite	9,0%
risikofreie Rendite	2,50%

Beta 1,20

WACC 7,8%

ewiges Wachstum 2,0%

Quelle: Montega

Sensitivität Wert je Aktie (Euro)

ewiges Wachstum

WACC	1,25%	1,75%	2,00%	2,25%	2,75%
8,30%	23,26	24,64	25,41	26,24	28,13
8,05%	24,29	25,80	26,64	27,56	29,66
7,80%	25,40	27,05	27,99	29,01	31,35
7,55%	26,60	28,42	29,46	30,59	33,21
7,30%	27,90	29,91	31,07	32,33	35,28

Sensitivität Wert je Aktie (Euro)

EBIT-Marge ab 2026e

WACC	3,00%	3,25%	3,50%	3,75%	4,00%
8,30%	22,46	23,93	25,41	26,88	28,35
8,05%	23,53	25,08	26,64	28,20	29,76
7,80%	24,68	26,34	27,99	29,64	31,29
7,55%	25,95	27,70	29,46	31,21	32,96
7,30%	27,33	29,20	31,07	32,93	34,80

G&V (in Mio. Euro) Netfonds AG	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Umsatz	86,0	93,6	107,6	121,1	133,2
Bestandsveränderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktivierete Eigenleistungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gesamtleistung	86,0	93,6	107,6	121,1	133,2
Materialaufwand	70,3	74,3	88,1	97,5	106,9
Rohhertrag	15,7	19,3	19,5	23,6	26,3
Personalaufwendungen	8,2	11,2	10,6	12,1	13,0
Sonstige betriebliche Aufwendungen	6,7	7,5	8,4	9,7	10,4
Sonstige betriebliche Erträge	1,4	0,8	1,5	1,5	1,5
EBITDA	2,2	1,5	2,1	3,3	4,4
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,1	1,6	1,6	1,6	1,6
EBITA	2,1	0,0	0,5	1,8	2,9
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	1,5	0,0	0,5	1,8	2,9
Finanzergebnis	0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	1,8	-0,3	0,3	1,6	2,7
Außerordentliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	1,8	-0,3	0,3	1,6	2,7
EE-Steuern	0,6	0,4	0,1	0,5	0,8
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	1,3	-0,7	0,2	1,1	1,9
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	1,3	-0,7	0,2	1,1	1,9
Anteile Dritter	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss	1,0	-0,7	0,2	1,1	1,9

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

G&V (in % vom Umsatz) Netfonds AG	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Umsatz	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Bestandsveränderungen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Aktivierete Eigenleistungen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Gesamtleistung	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Materialaufwand	81,7%	79,3%	81,8%	80,5%	80,3%
Rohhertrag	18,3%	20,7%	18,2%	19,5%	19,8%
Personalaufwendungen	9,5%	12,0%	9,8%	10,0%	9,8%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	7,8%	8,0%	7,8%	8,0%	7,8%
Sonstige betriebliche Erträge	1,7%	0,9%	1,4%	1,2%	1,1%
EBITDA	2,6%	1,6%	1,9%	2,7%	3,3%
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,1%	1,7%	1,4%	1,3%	1,2%
EBITA	2,4%	0,0%	0,5%	1,5%	2,2%
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT	1,8%	0,0%	0,5%	1,5%	2,2%
Finanzergebnis	0,4%	-0,3%	-0,2%	-0,2%	-0,2%
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	2,1%	-0,4%	0,3%	1,3%	2,0%
Außerordentliches Ergebnis	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBT	2,1%	-0,4%	0,3%	1,3%	2,0%
EE-Steuern	0,7%	0,4%	0,1%	0,4%	0,6%
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	1,5%	-0,8%	0,2%	0,9%	1,4%
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	1,5%	-0,8%	0,2%	0,9%	1,4%
Anteile Dritter	0,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Jahresüberschuss	1,1%	-0,7%	0,2%	0,9%	1,4%

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

Bilanz (in Mio. Euro) Netfonds AG	2017	2018	2019e	2020e	2021e
AKTIVA					
Immaterielle Vermögensgegenstände	2,3	11,8	12,2	12,6	13,0
Sachanlagen	0,5	0,6	0,1	0,5	1,0
Finanzanlagen	0,0	1,5	1,5	1,5	1,5
Anlagevermögen	2,7	13,9	13,7	14,6	15,4
Vorräte	0,0	4,4	4,4	4,4	4,4
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	15,9	16,0	20,1	22,6	24,8
Liquide Mittel	4,6	5,4	9,7	14,5	20,3
Sonstige Vermögensgegenstände	2,7	1,7	1,7	1,7	1,7
Umlaufvermögen	23,2	27,5	35,9	43,2	51,2
Bilanzsumme	26,0	41,4	49,6	57,8	66,6
PASSIVA					
Eigenkapital	4,9	11,5	16,7	22,9	29,7
Anteile Dritter	0,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Rückstellungen	4,7	5,8	5,8	5,8	5,8
Zinstragende Verbindlichkeiten	1,1	5,8	5,8	5,8	5,8
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	13,2	13,6	16,6	18,6	20,5
Sonstige Verbindlichkeiten	1,2	4,8	4,8	4,8	4,8
Verbindlichkeiten	20,2	29,9	32,9	34,9	36,8
Bilanzsumme	26,0	41,4	49,6	57,8	66,6

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

Bilanz (in % der Bilanzsumme) Netfonds AG	2017	2018	2019e	2020e	2021e
AKTIVA					
Immaterielle Vermögensgegenstände	8,7%	28,4%	24,5%	21,7%	19,5%
Sachanlagen	1,8%	1,5%	0,2%	0,9%	1,5%
Finanzanlagen	0,0%	3,6%	3,0%	2,6%	2,2%
Anlagevermögen	10,5%	33,5%	27,7%	25,2%	23,1%
Vorräte	0,0%	10,6%	8,9%	7,6%	6,6%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	61,3%	38,7%	40,5%	39,1%	37,2%
Liquide Mittel	17,5%	13,1%	19,6%	25,1%	30,5%
Sonstige Vermögensgegenstände	10,5%	4,1%	3,4%	2,9%	2,5%
Umlaufvermögen	89,4%	66,5%	72,4%	74,8%	76,9%
Bilanzsumme	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
PASSIVA					
Eigenkapital	19,0%	27,8%	33,7%	39,6%	44,7%
Anteile Dritter	3,3%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
Rückstellungen	17,9%	13,9%	11,6%	10,0%	8,7%
Zinstragende Verbindlichkeiten	4,3%	13,9%	11,6%	10,0%	8,7%
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	50,9%	32,9%	33,5%	32,2%	30,8%
Sonstige Verbindlichkeiten	4,4%	11,5%	9,6%	8,2%	7,1%
Verbindlichkeiten	77,5%	72,3%	66,3%	60,4%	55,3%
Bilanzsumme	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

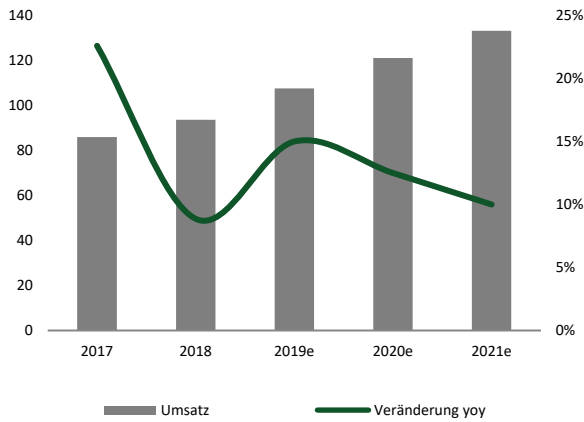
Kapitalflussrechnung (in Mio. Euro) Netfonds AG	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	1,3	-0,7	0,2	1,1	1,9
Abschreibung Anlagevermögen	0,1	1,6	1,6	1,6	1,6
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung langfristige Rückstellungen	1,1	1,3	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	0,0	-6,3	0,0	0,0	0,0
Cash Flow	3,0	-4,2	1,8	2,6	3,4
Veränderung Working Capital	-1,4	-0,2	-1,1	-0,5	-0,3
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	1,6	-4,4	0,7	2,1	3,1
CAPEX	-0,8	-1,6	-1,4	-2,4	-2,4
Sonstiges	-0,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	-1,4	-1,6	-1,4	-2,4	-2,4
Dividendenzahlung	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	0,9	8,2	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	0,0	-1,1	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	0,7	6,9	-0,3	-0,3	-0,3
Effekte aus Wechselkursänderungen	3,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung liquide Mittel	0,9	0,9	-1,1	-0,6	0,4
Endbestand liquide Mittel	4,5	5,4	4,4	9,2	14,9

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

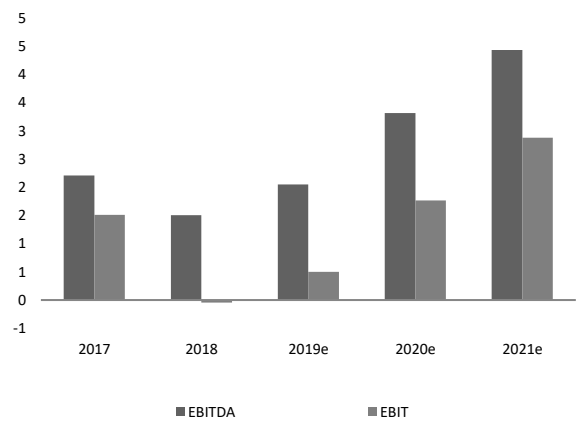
Kennzahlen Netfonds AG	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Ertragsmargen					
Rohertragsmarge (%)	18,3%	20,7%	18,2%	19,5%	19,8%
EBITDA-Marge (%)	2,6%	1,6%	1,9%	2,7%	3,3%
EBIT-Marge (%)	1,8%	0,0%	0,5%	1,5%	2,2%
EBT-Marge (%)	2,1%	-0,4%	0,3%	1,3%	2,0%
Netto-Umsatzrendite (%)	1,5%	-0,8%	0,2%	0,9%	1,4%
Kapitalverzinsung					
ROCE (%)	70,6%	-0,6%	4,0%	12,8%	19,2%
ROE (%)	20,1%	-11,9%	1,8%	6,5%	8,2%
ROA (%)	3,7%	-1,7%	0,4%	1,9%	2,8%
Solvanz					
Net Debt zum Jahresende (Mio. Euro)	-3,4	0,6	-3,7	-8,5	-14,2
Net Debt / EBITDA	-1,6	0,4	-1,8	-2,6	-3,2
Net Gearing (Net Debt/EK)	-0,6	0,1	-0,2	-0,4	-0,5
Kapitalfluss					
Free Cash Flow (Mio. EUR)	0,8	-6,0	-0,7	-0,3	0,7
Capex / Umsatz (%)	2%	2%	1%	2%	2%
Working Capital / Umsatz (%)	2%	5%	7%	7%	6%
Bewertung					
EV/Umsatz	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4
EV/EBITDA	23,1	33,8	24,8	15,3	11,5
EV/EBIT	33,6	-	101,6	28,8	17,7
EV/FCF	65,8	-	-	-	70,1
KGV	52,9	-	238,0	45,8	26,7
P/B	10,2	4,4	3,0	2,2	1,7
Dividendenrendite	0,8%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

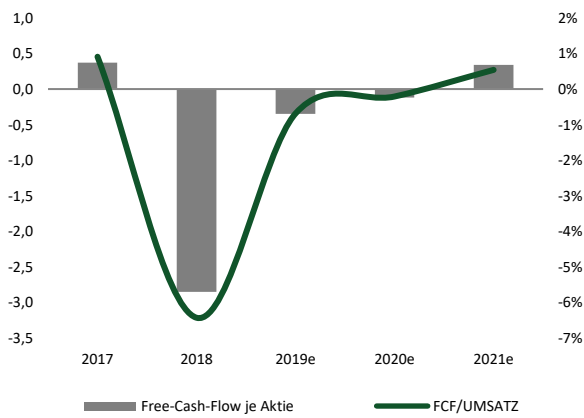
Umsatzentwicklung



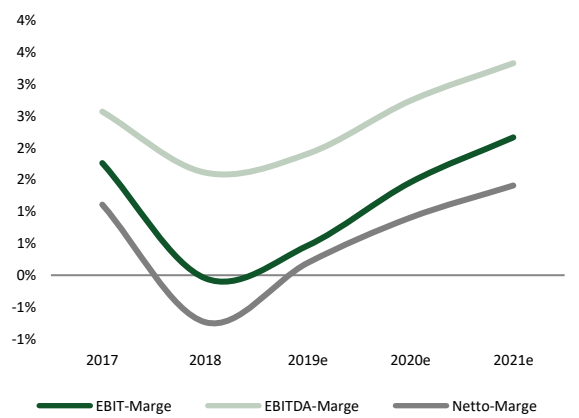
Ergebnisentwicklung



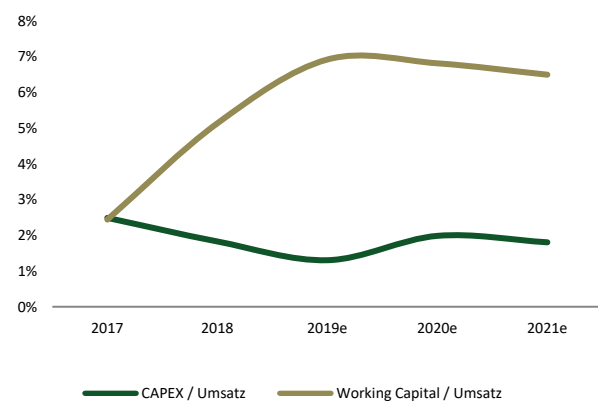
Free-Cash-Flow Entwicklung



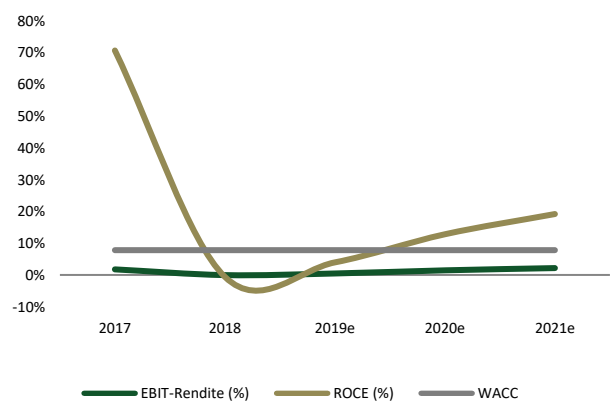
Margenentwicklung



Investitionen / Working Capital



EBIT-Rendite / ROCE



DISCLAIMER

Dieses Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zu einem Kauf oder einem Verkauf irgendwelches Wertpapiers dar. Es dient ausschließlich zu Informationszwecken. Dieses Dokument enthält lediglich eine unverbindliche Meinungsäußerung zu den angesprochenen Anlageinstrumenten und den Marktverhältnissen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung des Dokuments. Aufgrund des Inhalts, der der allgemeinen Information dient, ersetzt dieses Dokument bei Anlageentscheidungen nicht die persönliche anleger- und objektgerechte Beratung und vermittelt nicht die für eine Anlageentscheidung grundlegenden Informationen, die in anderen Quellen, insbesondere in ordnungsgemäß genehmigten Prospekten, formuliert sind.

Alle in diesem Dokument verwendeten Daten und die getroffenen Aussagen basieren auf Quellen, die wir für zuverlässig halten. Wir übernehmen jedoch keine Gewähr für deren Richtigkeit oder für deren Vollständigkeit. Enthaltene Meinungsäußerungen geben die persönliche Einschätzung des Autors zu einem bestimmten Zeitpunkt wieder. Diese Meinungen können jederzeit und ohne Ankündigung geändert werden. Eine Haftung des Analysten oder der ihn beauftragenden Institutionen sowohl für direkte als auch für indirekte Schäden ist ausgeschlossen. Dieser vertrauliche Bericht wird nur einem begrenzten Empfängerkreis zugänglich gemacht. Eine Weitergabe oder Verteilung an Dritte ist nur mit Genehmigung durch Montega zulässig. Alle gültigen Kapitalmarktregeln, die Erstellung, Inhalt und Vertrieb von Research in den verschiedenen nationalen Rechtsgebieten betreffen, sind anzuwenden und sowohl vom Lieferanten als auch vom Empfänger einzuhalten.

Verbreitung im Vereinigten Königreich: Das Dokument ist nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die berechnete Personen oder freigestellte Personen im Sinne des Financial Services Act 1986 oder eines auf seiner Grundlage erfolgten Beschlusses sind, oder an Personen, die in Artikel 11 (3) des Financial Act 1986 (Investments Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (in der jeweils geltenden Fassung) beschrieben sind, und es ist nicht beabsichtigt, dass sie direkt oder indirekt an einen anderen Kreis von Personen weitergeleitet werden. Weder das Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika, Kanada, Japan oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden.

Erklärung gemäß § 34b WpHG und FinAnV über mögliche Interessenkonflikte (Stand: 28.11.2019):

Bei Veröffentlichung dieser Publikation liegen folgende Interessenkonflikte im Sinne der FinAnV vor: Montega AG hat mit diesem Unternehmen eine Vereinbarung über die Erstellung einer Finanzanalyse getroffen. Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht und danach geändert. Ein mit Montega AG verbundenes Unternehmen kann am Grundkapital des Emittenten beteiligt sein.

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Finanzanalyse angegeben werden, sind Schlusskurse des in der Analyse angegebenen Datums (bzw. des Vortags), soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird.

Erklärung gemäß § 34b WpHG und FinAnV über zusätzliche Angaben (Stand: 28.11.2019):

Die Aktualisierung der vorliegenden Publikation erfolgt bei Anlässen, die nach Einschätzung von Montega kursrelevant sein können. Auf das Einstellen der regelmäßigen Kommentierung von Anlässen im Zusammenhang mit dem Emittenten (Coverage) wird vorab hingewiesen.

Hinweis gemäß MiFID II (Stand: 28.11.2019):

Die vorliegende Publikation wurde auf Basis einer vertraglichen Vereinbarung zwischen der Montega AG und dem Emittenten erstellt und von diesem vergütet. Dieses Dokument wurde weitreichend veröffentlicht sowie allen Interessenten zeitgleich zugänglich gemacht. Der Erhalt gilt somit als zulässiger geringfügiger nichtmonetärer Vorteil im Sinne des § 64 Abs. 7 Satz 2 Nr. 1 und 2 des WpHG.

Wesentliche Grundlagen und Maßstäbe der im Dokument enthaltenen Werturteile:

Die Bewertungen, die den Anlageurteilen der Montega AG zugrunde liegen, stützen sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie das DCF-Modell, Peer-Group-Vergleiche, gegebenenfalls auf ein Sum-of-the-parts-Modell.

Bedeutung des Anlageurteils:

Kaufen: Nach Auffassung des Analysten der Montega AG steigt der Aktienkurs innerhalb der kommenden zwölf Monate, sofern textlich nicht ein anderer Zeithorizont explizit genannt wird.

Halten: Nach Auffassung des Analysten der Montega AG bleibt der Aktienkurs innerhalb der kommenden zwölf Monate stabil, sofern textlich nicht ein anderer Zeithorizont explizit genannt wird.

Verkaufen: Nach Auffassung des Analysten der Montega AG fällt der Aktienkurs innerhalb der kommenden zwölf Monate, sofern textlich nicht ein anderer Zeithorizont explizit genannt wird.

Zuständige Aufsichtsbehörde:

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Graurheindorfer Str. 108 und Marie-Curie-Str. 24-28
53117 Bonn 60439 Frankfurt

Kontakt Montega AG:

Schauenburgerstraße 10
20095 Hamburg
www.montega.de
Tel: +49 40 4 1111 37 80

Kurs- und Empfehlungs-Historie

Empfehlung	Datum	Kurs	Kursziel	Potenzial
Kaufen (Erststudie)	29.10.2018	21,50	26,00	+21%
Kaufen	18.01.2019	20,13	26,00	+29%
Kaufen	27.03.2019	19,47	28,00	+44%
Kaufen	29.05.2019	19,10	28,00	+47%
Kaufen	20.06.2019	20,20	28,00	+39%
Kaufen	25.09.2019	19,50	28,00	+44%
Kaufen	28.11.2019	23,80	28,00	+18%