

**Empfehlung:** **Kaufen**

**Kursziel:** **32,00 Euro** (zuvor: 28,00 Euro)

**Kurspotenzial:** **+19 Prozent**

#### Aktien Daten

Kurs (Schlusskurs Vortag)	27,00 Euro (XETRA)
Aktienanzahl (in Mio.)	2,1
Marktkap. (in Mio. Euro)	57,0
Enterprise Value (in Mio.)	57,6
Ticker	NF4
ISIN	DE000A1MME74

#### Kursperformance

52 Wochen-Hoch (in Euro)	29,60
52 Wochen-Tief (in Euro)	18,00
3 M relativ zum CDAX	+13,6%
6 M relativ zum CDAX	+30,4%



#### Aktionärsstruktur

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

#### Termine

HV	23. Juni 2020
H1 Bericht	28. August 2020

#### Prognoseanpassung

	2020e	2021e	2022e
Umsatz (alt)	120,2	144,3	173,1
Δ in %	6,0%	6,0%	6,0%
EBIT (alt)	1,0	1,8	2,1
Δ in %	58,5%	61,6%	62,1%
EPS (alt)	0,28	0,52	0,63
Δ in %	-67,9%	-7,7%	14,3%

#### Analyst

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

#### Publikation

Comment 25. Mai 2020

## Solider Ausblick für 2020 - Covid-19 hinterlässt bislang kaum Spuren

Netfonds hat vergangene Woche Geschäftszahlen für 2019 bekannt gegeben, nachdem bereits Anfang April vorläufige Zahlen veröffentlicht worden waren. Die endgültigen Angaben weichen positiv von den vorläufig berichteten Eckwerten ab.

Das **EBITDA** fiel mit 2,9 Mio. Euro (Montega-Modell) höher aus als zunächst kommuniziert (2,3 Mio. Euro). Netfonds selbst weist ein EBITDA von 3,4 Mio. Euro aus, die Differenz zu unserem Modell ergibt sich aus einer unterschiedlichen Behandlung der Beteiligungserträge (0,5 Mio. Euro), die wir - anders als Netfonds - erst unterhalb des EBITDAs aufführen. Der **Konzernverlust** konnte mit -0,4 Mio. Euro zwar leicht verbessert werden (Vorjahr: -0,7 Mio. Euro), hat unsere Erwartungen an ein positives Jahresergebnis damit aber verfehlt (MONE: 0,2 Mio. Euro). Die **Nettoverschuldung** des Unternehmens erhöhte sich ebenfalls deutlich, was vor allem auf das gesteigerte Immobiliengeschäft zurückzuführen ist. Die zinstragenden Verbindlichkeiten stiegen von 5,8 auf 16,1 Mio. Euro an, dem stehen allerdings **Grundstücke zum Verkauf** mit einem Buchwert von 15,1 Mio. Euro gegenüber.

Auch in der **Segmentberichterstattung** wurden Änderungen vorgenommen. Die alte Segmentierung entfällt mit den aktuellen Geschäftszahlen und wird derzeit überarbeitet (Vorjahre: Wholesale, Technology, Regulatory und Marketing and Products).

Die **Assets under Administration** betragen zum 31.12.2019 ca. 14,6 Mrd. Euro (Vorjahr: 13 Mrd. Euro). Davon entfallen ca. 9 Mrd. Euro auf das Haftungsdach. Der Rest dürfte der eigenen Vermögensverwaltung und dem Fondsadvisory zuzuordnen sein.

Mit den Geschäftszahlen für 2019 hat Netfonds auch eine **Guidance** für 2020 veröffentlicht. Trotz der gegenwärtigen Covid-19 Pandemie rechnet der Vorstand mit einem 10 bis 15%-igen Umsatzanstieg sowie einem deutlich gesteigerten EBITDA (Bandbreite 4,0 bis 4,5 Mio. Euro). Dabei wurde insbesondere betont, dass derzeit keine größeren Pandemie-Auswirkungen auf Netfonds Geschäftsmodell festzustellen sind. Im April hatte der Vorstand noch auf einen Ausblick verzichtet.

Unsere **Prognosen** haben wir an die Unternehmensprognose angepasst. Umsatzseitig orientieren wir uns an der Mitte der von Netfonds avisierten Wachstumsbandbreite (+12,5%). Unsere EBITDA-Schätzung rangiert mit 3,9 Mio. Euro etwas unterhalb der Unternehmensprognose, da wir die Beteiligungserträge (MONE: 0,5 Mio. Euro) unterhalb des EBITDAs einplanen. Auf Nettojahresüberschuss- und Cashflow-Basis erwarten wir ab 2020 leicht positive Ergebnisse und in den Folgejahren sukzessive einsetzenden Operating Leverage. Zudem haben wir das Immobiliengeschäft sowie die daraus entstehenden Working Capital-Anforderungen und höheren Finanzaufwendungen eingeplant.

**Fazit:** Von der aktuellen Krise ist Netfonds nur geringfügig betroffen. Unsere positive Meinung vom Unternehmen sehen wir nach den Zahlen bestätigt, wengleich dezidierte Rückschlüsse auf die Entwicklung der alten Einzelsegmente nicht mehr möglich sind. Für die kommenden Berichte rechnen wir jedoch mit einer neu aufgestellten Segmentberichterstattung. Nach Fortschreibung unseres DCF-Modells ergibt sich ein neues Kursziel von 32,00 Euro (zuvor: 28,00 Euro) bei unveränderter Kaufempfehlung.

Geschäftsjahresende: 31.12.	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Umsatz	93,6	113,3	127,4	152,9	183,5
Veränderung yoy	n.a.	21,0%	12,5%	20,0%	20,0%
EBITDA	1,5	2,9	3,9	5,2	5,7
EBIT	0,0	0,6	1,6	2,9	3,4
Jahresüberschuss	-0,7	-0,3	0,2	1,0	1,5
Rohertagsmarge	20,7%	22,4%	21,2%	20,6%	20,4%
EBITDA-Marge	1,6%	2,6%	3,0%	3,4%	3,1%
EBIT-Marge	0,0%	0,6%	1,2%	1,9%	1,9%
Net Debt	0,6	12,4	11,5	13,2	13,9
Net Debt/EBITDA	0,4	4,2	3,0	2,5	2,5
ROCE	-0,6%	3,7%	7,0%	12,4%	13,2%
EPS	-0,33	-0,14	0,09	0,48	0,72
FCF je Aktie	-2,85	-5,62	0,54	-0,67	-0,25
Dividende	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15
Dividendenrendite	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
EV/Umsatz	0,6	0,5	0,5	0,4	0,3
EV/EBITDA	38,2	19,8	15,0	11,1	10,2
EV/EBIT	n.m.	88,9	36,4	19,8	16,9
KGV	n.m.	n.m.	300,0	56,3	37,5
KBV	5,0	5,2	5,3	4,9	4,3

Quelle: Unternehmen, Montega, CapitalIQ

Angaben in Mio. EUR, EPS in EUR Kurs: 27,00

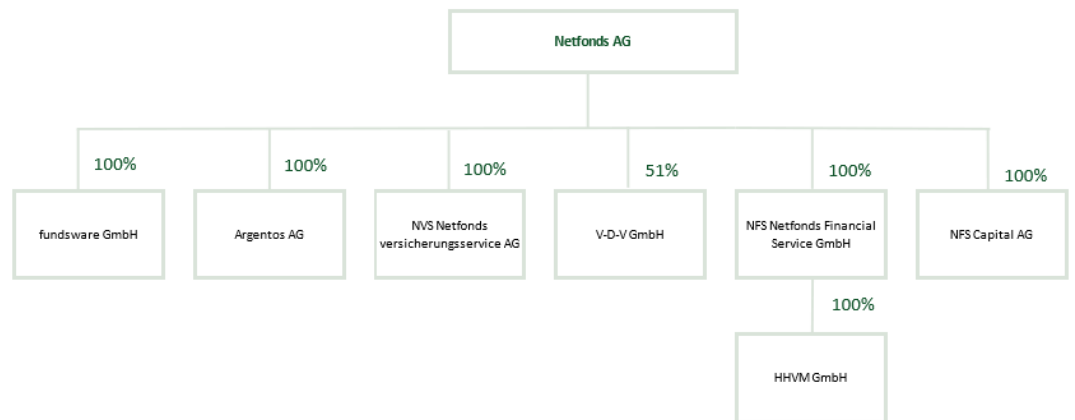
## UNTERNEHMENSHINTERGRUND

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

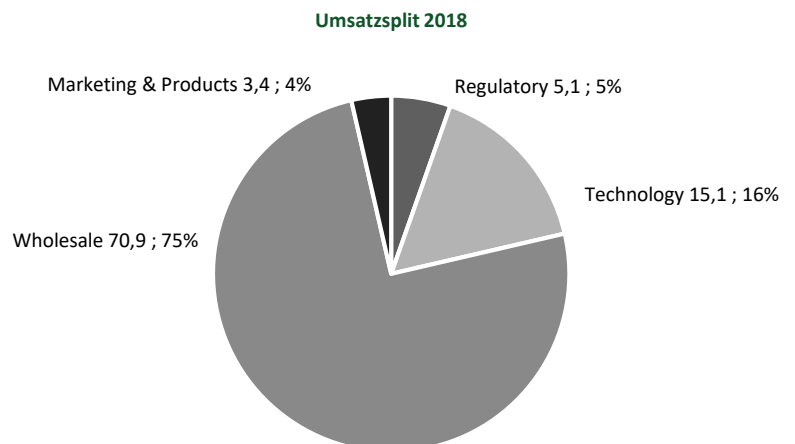
In der Betrachtung der aktuellen Holdingstruktur des Konzerns zeigt sich die in den letzten Jahren vorangetriebene zunehmende Diversifizierung der Geschäftsbereiche, wobei gleichzeitig die starken Positionierungen in den beiden Kernbereichen Maklerpools und Finanzdienstleistung forciert werden. Die folgende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



Quelle: Unternehmen

### Segmentbetrachtung

Die Netfonds AG gliederte ihr Geschäft im Geschäftsjahr 2018 in vier operative Segmente, die zukünftig über ihre FinFire Plattform gebündelt werden sollen. Seit dem Geschäftsjahr 2019 verzichtet Netfonds auf eine dezidierte Segmentberichterstattung. Die Umsatzbeiträge der Segmente in 2018 lassen u.E. aber noch Rückschlüsse auf die Umsatzstruktur zu.



Quelle: Unternehmen

Mit dem Segment **Regulatory** agiert das Unternehmen in Haftungsdach-Funktion als Prozessmanagement-Tool und stellt regulatorikkonforme Datenbanken, 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, Lizenzeinnahmen 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 aufsichtskonformen 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 konzern-eigene 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 Partnersicherungen 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	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	Terminal Value
<b>Umsatz</b>	<b>127,4</b>	<b>152,9</b>	<b>183,5</b>	<b>211,0</b>	<b>237,4</b>	<b>261,2</b>	<b>280,7</b>	<b>286,4</b>
Veränderung	12,5%	20,0%	20,0%	15,0%	12,5%	10,0%	7,5%	2,0%
<b>EBIT</b>	<b>1,6</b>	<b>2,9</b>	<b>3,4</b>	<b>3,9</b>	<b>5,2</b>	<b>6,5</b>	<b>7,9</b>	<b>8,0</b>
EBIT-Marge	1,2%	1,9%	1,9%	1,9%	2,2%	2,5%	2,8%	2,8%
<b>NOPAT</b>	<b>0,4</b>	<b>1,7</b>	<b>2,3</b>	<b>2,8</b>	<b>3,7</b>	<b>4,6</b>	<b>5,5</b>	<b>5,6</b>
<b>Abschreibungen</b>	<b>2,3</b>	<b>2,3</b>	<b>2,3</b>	<b>2,3</b>	<b>2,6</b>	<b>2,9</b>	<b>3,1</b>	<b>3,1</b>
in % vom Umsatz	1,8%	1,5%	1,2%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%
<b>Liquiditätsveränderung</b>								
- Working Capital	1,0	-2,4	-2,0	-1,8	19,2	-0,7	-0,6	-0,2
- Investitionen	-2,4	-2,4	-2,4	-2,4	-2,6	-2,9	-3,1	-3,1
Investitionsquote	1,9%	1,6%	1,3%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%
<b>Übriges</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Free Cash Flow (WACC-Modell)</b>	<b>1,3</b>	<b>-0,8</b>	<b>0,1</b>	<b>0,9</b>	<b>22,9</b>	<b>3,9</b>	<b>4,9</b>	<b>5,5</b>
<b>WACC</b>	<b>7,8%</b>	<b>7,8%</b>	<b>7,8%</b>	<b>7,8%</b>	<b>7,8%</b>	<b>7,8%</b>	<b>7,8%</b>	<b>7,8%</b>
Present Value	1,3	-0,8	0,1	0,7	16,9	2,7	3,2	55,6
<b>Kumuliert</b>	<b>1,3</b>	<b>0,5</b>	<b>0,6</b>	<b>1,3</b>	<b>18,3</b>	<b>20,9</b>	<b>24,1</b>	<b>79,7</b>

## Wertermittlung (Mio. Euro)

Total present value (Tpv)	79,7
Terminal Value	55,6
Anteil vom Tpv-Wert	70%
Verbindlichkeiten	16,3
Liquide Mittel	4,0
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>67,4</b>

## Annahmen: Umsatzwachstumsraten und Margenerwartungen

Kurzfristiges Umsatzwachstum	2020-2023	18,3%
Mittelfristiges Umsatzwachstum	2020-2026	14,1%
Langfristiges Umsatzwachstum	ab 2027	2,0%
EBIT-Marge	2020-2023	1,7%
EBIT-Marge	2020-2026	2,1%
Langfristige EBIT-Marge	ab 2027	2,8%

Aktienzahl (Mio.) 2,11

**Wert je Aktie (Euro) 31,95****+Upside / -Downside 18%**

Aktienkurs (Euro) 27,00

## 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%	<b>2,00%</b>	2,25%	2,75%
8,30%	26,37	27,97	28,87	29,84	32,04
8,05%	27,60	29,36	30,34	31,42	33,86
<b>7,80%</b>	28,93	30,86	<b>31,95</b>	33,14	35,86
7,55%	30,37	32,49	33,70	35,02	38,08
7,30%	31,92	34,27	35,62	37,09	40,53

## Sensitivität Wert je Aktie (Euro)

EBIT-Marge ab 2027e

WACC	2,30%	2,55%	<b>2,80%</b>	3,05%	3,30%
8,30%	24,55	26,71	28,87	31,02	33,18
8,05%	25,78	28,06	30,34	32,63	34,91
<b>7,80%</b>	27,11	29,53	<b>31,95</b>	34,37	36,79
7,55%	28,56	31,13	33,70	36,27	38,84
7,30%	30,14	32,88	35,62	38,35	41,09

G&V (in Mio. Euro) Netfonds AG	2018	2019	2020e	2021e	2022e
<b>Umsatz</b>	<b>93,6</b>	<b>113,3</b>	<b>127,4</b>	<b>152,9</b>	<b>183,5</b>
Bestandsveränderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktivierete Eigenleistungen	0,0	0,4	0,0	0,0	0,0
<b>Gesamtleistung</b>	<b>93,6</b>	<b>113,7</b>	<b>127,4</b>	<b>152,9</b>	<b>183,5</b>
Materialaufwand	74,3	88,4	100,4	121,5	146,1
<b>Rohhertrag</b>	<b>19,3</b>	<b>25,4</b>	<b>27,0</b>	<b>31,4</b>	<b>37,4</b>
Personalaufwendungen	11,2	14,0	14,0	16,1	18,4
Sonstige betriebliche Aufwendungen	7,5	9,6	10,3	11,1	14,3
Sonstige betriebliche Erträge	0,8	1,1	1,1	0,9	0,9
<b>EBITDA</b>	<b>1,5</b>	<b>2,9</b>	<b>3,9</b>	<b>5,2</b>	<b>5,7</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	1,6	2,3	2,3	2,3	2,3
<b>EBITA</b>	<b>0,0</b>	<b>0,6</b>	<b>1,6</b>	<b>2,9</b>	<b>3,4</b>
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>0,0</b>	<b>0,6</b>	<b>1,6</b>	<b>2,9</b>	<b>3,4</b>
Finanzergebnis	-0,3	-0,3	-0,5	-1,0	-1,0
<b>Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>1,1</b>	<b>1,9</b>	<b>2,4</b>
Außerordentliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>1,1</b>	<b>1,9</b>	<b>2,4</b>
EE-Steuern	0,4	0,7	0,8	0,8	0,8
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	-0,7	-0,4	0,3	1,1	1,6
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,3</b>	<b>1,1</b>	<b>1,6</b>
Anteile Dritter	0,0	-0,1	0,1	0,1	0,1
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,2</b>	<b>1,0</b>	<b>1,5</b>

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

G&V (in % vom Umsatz) Netfonds AG	2018	2019	2020e	2021e	2022e
<b>Umsatz</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
Bestandsveränderungen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Aktivierete Eigenleistungen	0,0%	0,4%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Gesamtleistung</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,4%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
Materialaufwand	79,3%	78,0%	78,8%	79,4%	79,6%
<b>Rohhertrag</b>	<b>20,7%</b>	<b>22,4%</b>	<b>21,2%</b>	<b>20,6%</b>	<b>20,4%</b>
Personalaufwendungen	12,0%	12,4%	11,0%	10,5%	10,0%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	8,0%	8,4%	8,1%	7,3%	7,8%
Sonstige betriebliche Erträge	0,9%	1,0%	0,9%	0,6%	0,5%
<b>EBITDA</b>	<b>1,6%</b>	<b>2,6%</b>	<b>3,0%</b>	<b>3,4%</b>	<b>3,1%</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	1,7%	2,0%	1,8%	1,5%	1,2%
<b>EBITA</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,6%</b>	<b>1,2%</b>	<b>1,9%</b>	<b>1,9%</b>
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>EBIT</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,6%</b>	<b>1,2%</b>	<b>1,9%</b>	<b>1,9%</b>
Finanzergebnis	-0,3%	-0,3%	-0,4%	-0,6%	-0,5%
<b>Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit</b>	<b>-0,4%</b>	<b>0,3%</b>	<b>0,9%</b>	<b>1,3%</b>	<b>1,3%</b>
Außerordentliches Ergebnis	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>EBT</b>	<b>-0,4%</b>	<b>0,3%</b>	<b>0,9%</b>	<b>1,3%</b>	<b>1,3%</b>
EE-Steuern	0,4%	0,6%	0,6%	0,5%	0,4%
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	-0,8%	-0,3%	0,2%	0,7%	0,9%
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>-0,8%</b>	<b>-0,3%</b>	<b>0,2%</b>	<b>0,7%</b>	<b>0,9%</b>
Anteile Dritter	0,0%	-0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>-0,7%</b>	<b>-0,3%</b>	<b>0,2%</b>	<b>0,7%</b>	<b>0,8%</b>

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



Bilanz (in Mio. Euro) Netfonds AG	2018	2019	2020e	2021e	2022e
<b>AKTIVA</b>					
Immaterielle Vermögensgegenstände	11,8	11,4	11,8	12,2	12,6
Sachanlagen	0,6	0,7	0,5	0,2	-0,1
Finanzanlagen	1,5	0,9	0,9	0,9	0,9
<b>Anlagevermögen</b>	<b>13,9</b>	<b>13,0</b>	<b>13,2</b>	<b>13,3</b>	<b>13,4</b>
Vorräte	4,4	15,1	16,0	17,5	18,5
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	16,0	22,7	23,7	28,5	34,2
Liquide Mittel	5,4	4,0	4,9	4,3	4,5
Sonstige Vermögensgegenstände	1,7	1,4	1,4	1,4	1,4
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>27,5</b>	<b>43,2</b>	<b>46,1</b>	<b>51,7</b>	<b>58,7</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>41,4</b>	<b>56,3</b>	<b>59,2</b>	<b>65,0</b>	<b>72,1</b>
<b>PASSIVA</b>					
<b>Eigenkapital</b>	<b>11,5</b>	<b>10,9</b>	<b>10,8</b>	<b>11,7</b>	<b>13,1</b>
<b>Anteile Dritter</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,1</b>
Rückstellungen	5,8	7,0	7,0	7,0	7,0
Zinstragende Verbindlichkeiten	5,8	16,1	16,1	17,2	18,2
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	13,6	16,7	19,6	23,5	28,2
Sonstige Verbindlichkeiten	4,8	5,8	5,8	5,8	5,8
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>29,9</b>	<b>45,5</b>	<b>48,5</b>	<b>53,4</b>	<b>59,1</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>41,4</b>	<b>56,3</b>	<b>59,2</b>	<b>65,0</b>	<b>72,1</b>

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

Bilanz (in % der Bilanzsumme) Netfonds AG	2018	2019	2020e	2021e	2022e
<b>AKTIVA</b>					
Immaterielle Vermögensgegenstände	28,4%	20,2%	19,9%	18,8%	17,5%
Sachanlagen	1,5%	1,3%	0,8%	0,3%	-0,1%
Finanzanlagen	3,6%	1,6%	1,6%	1,4%	1,3%
<b>Anlagevermögen</b>	<b>33,5%</b>	<b>23,2%</b>	<b>22,2%</b>	<b>20,5%</b>	<b>18,6%</b>
Vorräte	10,6%	26,8%	27,0%	26,9%	25,7%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	38,7%	40,2%	40,0%	43,8%	47,4%
Liquide Mittel	13,1%	7,2%	8,4%	6,6%	6,3%
Sonstige Vermögensgegenstände	4,1%	2,5%	2,4%	2,2%	2,0%
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>66,5%</b>	<b>76,8%</b>	<b>77,8%</b>	<b>79,6%</b>	<b>81,4%</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
<b>PASSIVA</b>					
<b>Eigenkapital</b>	<b>27,8%</b>	<b>19,3%</b>	<b>18,3%</b>	<b>18,1%</b>	<b>18,2%</b>
<b>Anteile Dritter</b>	<b>0,1%</b>	<b>-0,3%</b>	<b>-0,2%</b>	<b>-0,2%</b>	<b>-0,2%</b>
Rückstellungen	13,9%	12,4%	11,8%	10,7%	9,7%
Zinstragende Verbindlichkeiten	13,9%	28,6%	27,2%	26,4%	25,2%
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	32,9%	29,6%	33,1%	36,2%	39,1%
Sonstige Verbindlichkeiten	11,5%	10,3%	9,7%	8,9%	8,0%
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>72,3%</b>	<b>80,9%</b>	<b>81,9%</b>	<b>82,1%</b>	<b>82,0%</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

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

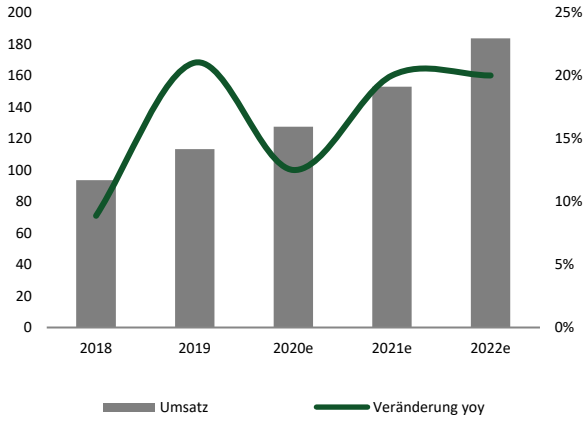
Kapitalflussrechnung (in Mio. Euro) Netfonds AG	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	-0,7	-0,4	0,3	1,1	1,6
Abschreibung Anlagevermögen	1,6	2,3	2,3	2,3	2,3
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung langfristige Rückstellungen	1,3	1,5	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-6,3	0,2	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow</b>	<b>-4,2</b>	<b>3,6</b>	<b>2,6</b>	<b>3,4</b>	<b>3,9</b>
Veränderung Working Capital	-0,2	-13,3	1,0	-2,4	-2,0
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit</b>	<b>-4,4</b>	<b>-9,7</b>	<b>3,5</b>	<b>1,0</b>	<b>1,9</b>
CAPEX	-1,6	-2,2	-2,4	-2,4	-2,4
Sonstiges	0,0	1,5	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-1,6</b>	<b>-0,7</b>	<b>-2,4</b>	<b>-2,4</b>	<b>-2,4</b>
Dividendenzahlung	-0,3	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	8,2	10,4	0,0	1,0	1,0
Sonstiges	-1,1	-1,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>6,9</b>	<b>9,0</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Veränderung liquide Mittel</b>	<b>0,9</b>	<b>-1,4</b>	<b>0,8</b>	<b>-0,7</b>	<b>0,2</b>
<b>Endbestand liquide Mittel</b>	<b>5,4</b>	<b>4,0</b>	<b>4,9</b>	<b>4,2</b>	<b>4,5</b>

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

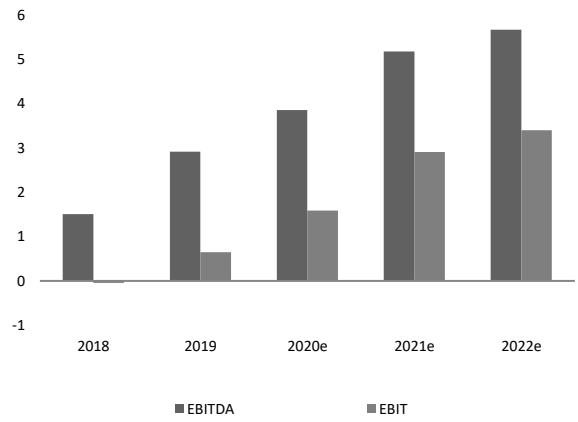
Kennzahlen Netfonds AG	2018	2019	2020e	2021e	2022e
<b>Ertragsmargen</b>					
Rohertragsmarge (%)	20,7%	22,4%	21,2%	20,6%	20,4%
EBITDA-Marge (%)	1,6%	2,6%	3,0%	3,4%	3,1%
EBIT-Marge (%)	0,0%	0,6%	1,2%	1,9%	1,9%
EBT-Marge (%)	-0,4%	0,3%	0,9%	1,3%	1,3%
Netto-Umsatzrendite (%)	-0,8%	-0,3%	0,2%	0,7%	0,9%
<b>Kapitalverzinsung</b>					
ROCE (%)	-0,6%	3,7%	7,0%	12,4%	13,2%
ROE (%)	-11,9%	-2,5%	1,8%	9,5%	13,0%
ROA (%)	-1,7%	-0,5%	0,3%	1,6%	2,1%
<b>Solvanz</b>					
Net Debt zum Jahresende (Mio. Euro)	0,6	12,4	11,5	13,2	13,9
Net Debt / EBITDA	0,4	4,2	3,0	2,5	2,5
Net Gearing (Net Debt/EK)	0,1	1,2	1,1	1,1	1,1
<b>Kapitalfluss</b>					
Free Cash Flow (Mio. EUR)	-6,0	-11,9	1,1	-1,4	-0,5
Capex / Umsatz (%)	2%	2%	2%	2%	1%
Working Capital / Umsatz (%)	5%	12%	16%	14%	13%
<b>Bewertung</b>					
EV/Umsatz	0,6	0,5	0,5	0,4	0,3
EV/EBITDA	38,2	19,8	15,0	11,1	10,2
EV/EBIT	-	88,9	36,4	19,8	16,9
EV/FCF	-	-	50,4	-	-
KGV	-	-	300,0	56,3	37,5
KBV	5,0	5,2	5,3	4,9	4,3
Dividendenrendite	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%

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

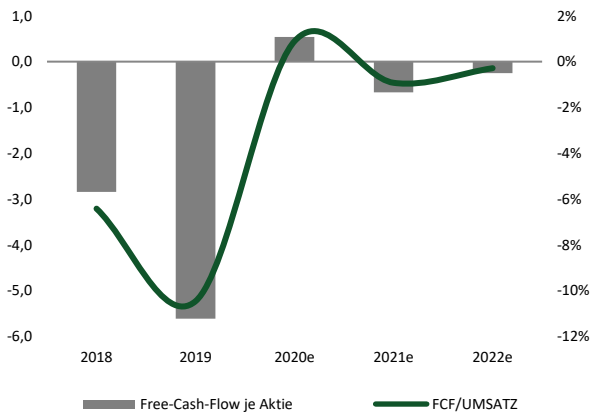
Umsatzentwicklung



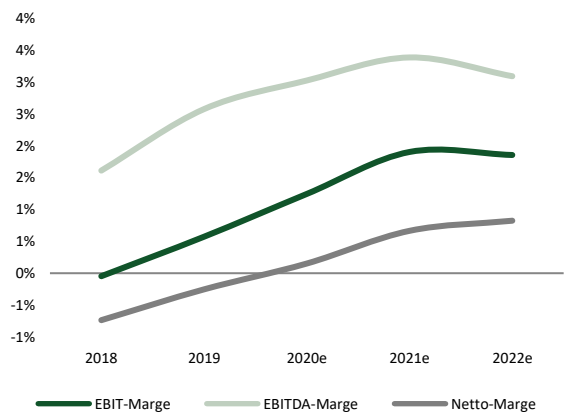
Ergebnisentwicklung



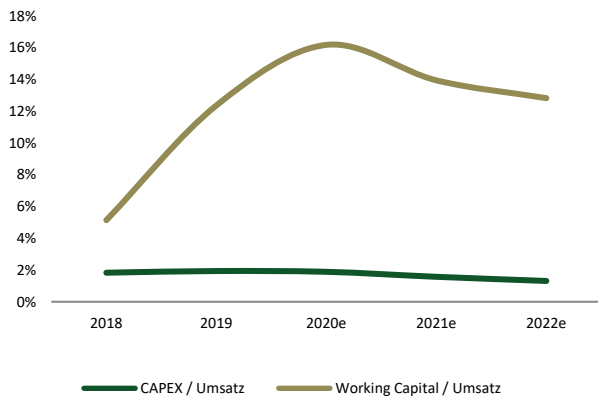
Free-Cash-Flow Entwicklung



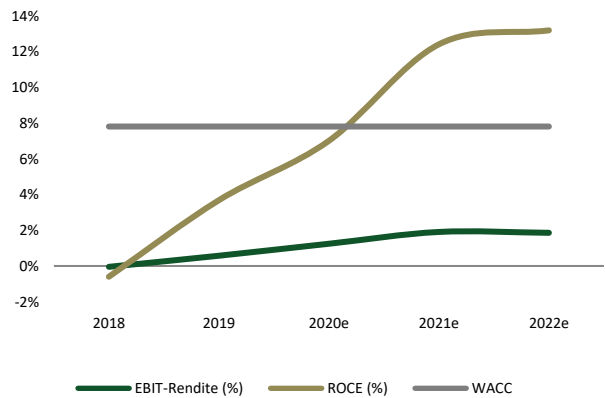
Margenentwicklung



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 § 85 WpHG und Art. 20 Verordnung (EU) Nr. 596/2014 i.V.m. Delegierte Verordnung 2016/958 (Stand: 25.05.2020):** Montega 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 verbundenes Unternehmen kann am Grundkapital des Emittenten beteiligt sein oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen halten.

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. 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.

**Informationsquellen:** Wesentliche Informationsquellen für die Erstellung der vorliegenden Analyse sind Veröffentlichungen des Emittenten sowie öffentlich zugängliche Informationen in- und ausländischer Medien, die Montega als zuverlässig erachtet. Des Weiteren wurden zur Erstellung der Analyse Gespräche mit Personen des Managements oder dem Bereich Investor Relations des betreffenden Unternehmens geführt.

**Hinweis gemäß MiFID II (Stand: 25.05.2020):** 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**

<b>Empfehlung</b>	<b>Datum</b>	<b>Kurs</b>	<b>Kursziel</b>	<b>Potenzial</b>
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%
Kaufen	27.03.2020	21,60	26,50	+23%
Kaufen	14.04.2020	23,20	28,00	+21%
Kaufen	25.05.2020	27,00	32,00	+19%