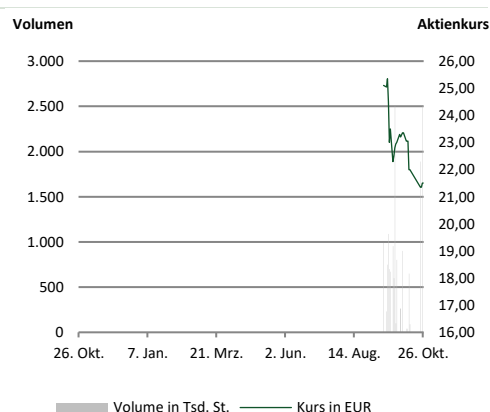


Empfehlung: Kaufen**Kursziel:** 26,00 Euro**Kurspotenzial:** +21 Prozent**Aktien Daten**

Kurs (Schlusskurs Vortag)	21,50 Euro (XETRA)
Aktienanzahl (in Mio.)	2,11
Marktkap. (in Mio. Euro)	45,4
Enterprise Value (in Mio. Euro)	47,0
Ticker	NF4
ISIN	DE000A1MME74

Kursperformance

52 Wochen-Hoch (in Euro)	26,80
52 Wochen-Tief (in Euro)	21,35
3 M relativ zum	n.a.
6 M relativ zum	n.a.

**Aktionärsstruktur**

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

Termine

Eigenkapitalforum	28. November 2018
-------------------	-------------------

Prognoseanpassung

	2018e	2019e	2020e
Umsatz (alt)	94,5	106,9	118,5
Δ in %	-	-	-
EBIT (alt)	0,6	1,8	2,6
Δ in %	-	-	-
EPS (alt)	0,18	0,58	0,83
Δ in %	-	-	-

Analyst

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

Publikation

Erststudie	29. Oktober 2018
------------	------------------

Digitales Plattformgeschäft und Regulierung treiben Wachstum

Netfonds ist nahezu entlang der gesamten Wertschöpfungskette des Fondsmanagements und der Fondsvermittlung aktiv. Die Gruppe betreibt eine führende Plattform für die Administration, Beratung, Transaktionsabwicklung und Regulierung für die Finanzindustrie. Im Kern bewegt sich der erst seit September 2018 börsennotierte Konzern mit diesen Aktivitäten im Umfeld des Asset Management-Sektors. Dieser steht aktuell erhöhten Kursschwankungen, Mittelabflüssen und politischen Risiken gegenüber, der mittelfristige Ausblick ist mit erwarteten Wachstumsraten von mehr als 8% p.a. jedoch weiterhin positiv.

Im Hauptgeschäft als Maklerpool (Segment Wholesale, ca. 73% des Gesamtumsatzes) verfügt Netfonds über eine marktführende Position und ein solides Basisgeschäft in einem reifen Markt. Starke Wachstumsperspektiven ergeben sich aus den noch verhältnismäßig kleinen neuen Segmenten Regulatory und Technology. Mit seinem Haftungsdachangebot dürfte Netfonds künftig enorm von der zunehmenden Finanzmarktregulierung profitieren, da die Kernkundengruppe (freie Makler, Vermögensverwalter und Asset Manager) vermehrt auf fremde Expertise zur Bewältigung regulatorischer Prozesse angewiesen ist.

Gleichzeitig plant Netfonds über neuartige innovative Abwicklungsplattformen am Digitalisierungstrend der Branche zu partizipieren. Mit FinFire und Cloudfolio werden in H2 2018 zwei Plattformen gelauncht, die Game Changing-Potenziale aufweisen und dem Unternehmen einen Technologievorsprung bringen sollen. So ermöglicht FinFire den Nutzern aus der Finanz- und Versicherungswirtschaft die vollumfängliche und sichere Abwicklung von Transaktionen und Prozessen gemäß den regulatorischen Anforderungen. Außerdem können damit auch nur einzelne Teile der Netfonds-Produktpalette über Abo-basierte Erlösmodelle bezogen werden, worüber der Konzern die Vorteile seiner vertikalen Integration noch besser ausspielen kann. Cloudfolio wird ein digitaler Marktplatz für Vermögensverwaltungsstrategien, der als zusätzlicher Wachstumsmotor dienen soll.

In den kürzlich veröffentlichten Zahlen zu H1 2018 zeigten sich mit einem gegenüber dem Markt überdurchschnittlichen Umsatzwachstum von 13,5% bereits die ersten Erfolge der neuen Unternehmensstrategie. Das um Einmaleffekte aus IT-Investitionen für den Plattformausbau bereinigte EBITDA stieg überproportional um 17,6% an. Dazu trugen die neuen margenstärkeren Segmente mit hohen zwei- und dreistelligen Wachstumsraten maßgeblich bei.

Für 2018 und die Folgejahre rechnen wir mit einer Fortsetzung der Wachstumsstory und planen mit hohen einstelligen Wachstumsraten (MONe CAGR 2018-2021e: 11,3%). Wir gehen durch das skalierbare Plattformgeschäft, die Synergien zwischen den Teilbereichen sowie Netfonds vertikale Positionierung zudem von einem sukzessiven Margenausbau aus.

Fazit: Wir sehen die Wettbewerbsstärke von Netfonds mit diversifizierten Exposures im Finanzdienstleistungssektor, die sinnvollen strategischen Erweiterungen des Plattform-Angebots sowie die daraus resultierenden profitablen Wachstumsperspektiven noch nicht ausreichend im Kurs reflektiert. Daher halten wir das Unternehmen für ein aussichtsreiches Investment und nehmen die Aktie mit einer Kaufempfehlung und einem Kursziel von 26,00 Euro in die Coverage auf.

Geschäftsjahresende: 31.12.	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Umsatz	70,1	86,0	94,5	106,9	118,5
Veränderung yoy	n.a.	22,6%	9,9%	13,1%	10,8%
EBITDA	1,8	2,2	1,3	2,5	3,3
EBIT	1,1	1,5	0,6	1,8	2,6
Jahresüberschuss	0,6	1,0	0,4	1,2	1,8
Rohertagsmarge	17,9%	18,3%	19,0%	19,3%	19,5%
EBITDA-Marge	2,6%	2,6%	1,4%	2,4%	2,8%
EBIT-Marge	1,6%	1,8%	0,7%	1,7%	2,2%
Net Debt	-2,8	0,7	0,7	-0,4	-1,9
Net Debt/EBITDA	-1,6	0,3	0,5	-0,2	-0,6
ROCE	57,1%	70,6%	26,1%	73,2%	93,5%
EPS	0,30	0,45	0,18	0,58	0,83
FCF je Aktie	0,41	0,65	0,18	0,48	0,64
Dividende	0,10	0,19	0,00	0,00	0,00
Dividendenrendite	0,5%	0,9%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Umsatz	0,7	0,5	0,5	0,4	0,4
EV/EBITDA	26,2	21,3	35,8	18,7	14,3
EV/EBIT	42,8	31,0	76,1	25,8	18,2
KGV	71,7	47,8	119,4	37,1	25,9
P/B	10,9	9,2	9,1	7,2	5,6

Quelle: Unternehmen, Montega, Capital IQ

Angaben in Mio. EUR, EPS in EUR Kurs: 21,50

INHALTSVERZEICHNIS

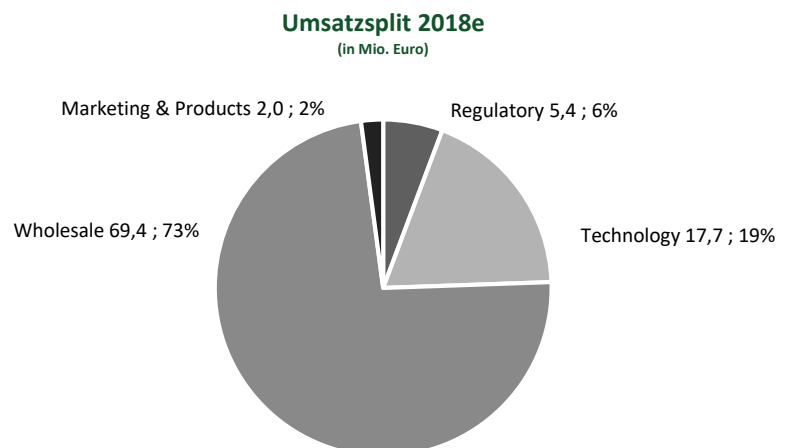
Investment Case	3
Mittelfrist-Perspektive für die Asset Management-Industrie ist aussichtsreich	3
Weiteres Wachstumspotenzial über den Ausbau des Versicherungsgeschäfts	4
Hauptkundengruppe gewinnt Marktanteile in der Fondsvermittlung	4
Netfonds weist führende Position im Maklerpoolgeschäft auf	5
Anbieter mit Haftungsdachfunktion profitieren von Regulatorik-Welle	5
Starke Wettbewerbsqualität bildet Grundlage für mittelfristiges Wachstum	5
Wachstum vor allem in den margenstarken neuen Segmenten erwartet	6
Margenexpansion über die Wachstumsmärkte	6
Künftiger Newsflow dürfte weiter im Zeichen der Digitalisierung stehen	8
Attraktive Bewertung	8
Fazit	8
Timing und Sentiment	9
Wachstumsstory und intensivere Kapitalmarktkommunikation als Newstreiber	9
SWOT	10
Markt und Wettbewerb	11
AM-Industrie profitierte zuletzt vom Niedrigzinsumfeld und langer Hausse	11
Nachfrage nach Finanzanlageprodukten dürfte künftig weiter steigen	11
Passive und alternative Finanzprodukte wachsen überproportional	12
Versicherungsmarkt legt im Bereich der Schaden-/Unfallversicherung weiter zu	12
Freie Finanzberater gewinnen Marktanteile im Vermittlungsgeschäft	13
Der Arm der Finanzmarkt-Regulatorik wird immer länger	14
Starke Wettbewerbsposition als einer der führenden Maklerpools	14
Weiteres Wachstumspotenziale über das Haftungsdachangebot	16
Wettbewerbsqualität	17
Vertikale Integration bietet Kosten- und Vertriebsvorteile	18
Segmentumstellung legt Grundstein für Ausbau der Technologieführerschaft	18
Regulatorik fördert weiteres Wachstum im Segment Regulatory	19
Etabliertes Kunden-, Kooperations- und Vertriebsnetzwerk	20
Finanzen	21
Jüngste Performance zeigt erste Erfolge der Wachstumsstory	21
Jahresauftakt stand unter dem Stern der strategischen Neuausrichtung	21
Positive Aussicht auf Fortsetzung des starken Wachstums der neuen Segmente	22
Hohes Potenzial in den Segmenten Regulatory und Technology treibt Umsatz	22
Margenstärkeres Neugeschäft dürfte die Ergebniskennzahlen treiben	23
Solide Bilanz	24
Bewertung	26
DCF-Modell	26
Peergroup-Vergleich	28
Unternehmenshintergrund	30
Segmentbetrachtung	31
Produkte bzw. Geschäftsmodelle	32
Märkte und Umsatz	33
Erfahrenes Management	33
Aktionärsstruktur	34
Anhang	35
Disclaimer	39

INVESTMENT CASE

Netfonds ist mit verschiedenen Beteiligungen im Bereich der Administration, Beratung, Transaktionsabwicklung und Regulierung für die Finanzindustrie und Anlagevermittlung aktiv. Zum Produktportfolio zählen u.a. eine marktführende Maklerpool-Plattform, ein Haftungsdach sowie Lösungen für Vermögensverwalter und Fondsmanager. Außerdem betreiben Tochtergesellschaften von Netfonds eigene Fondsmandate und eine Vermögensverwaltung. Damit ist die Gruppe nahezu entlang der gesamten Wertschöpfungskette im Bereich der Fondsadministration und des Versicherungs- und Finanzanlagevertriebs tätig.

Zeitgleich zum Börsendebüt über das Listing im m:access der Börse München im September 2018 hat Netfonds auch Pläne über eine strategische Neuausrichtung bekannt gegeben. Im Fokus der aktuellen Unternehmensstrategie steht dabei die Digitalisierung sämtlicher Geschäftsprozesse. Dazu trägt auch der für Herbst 2018 vorgesehene Launch der innovativen Plattform FinFire bei. Künftig soll es hierüber möglich werden, auch nur bestimmte Teile des Netfonds-Produktangebots in Form von Lizenz-, Service- und Abo-Modellen zu beziehen, ähnlich eines „Software as a Service“-Modells. Zudem ermöglicht die neue Segmentaufteilung in die Bereiche Technology, Regulatory, Marketing & Products sowie Wholesale künftig eine noch stärkere Fokussierung auf die wesentlichen Teilbereiche des Marktes.

Bislang stellen das Wholesale-Segment und der zugehörige Maklerpool das Kerngeschäft der Gruppe dar. In 2018 dürfte dieses Segment einen Anteil von rund 73% des Konzernumsatzes ausmachen. Allerdings ist der Markt für Maklerpools inzwischen ausgereift. Es handelt sich insofern u.E. um Bestandsgeschäft mit vergleichsweise geringen Wachstumsperspektiven. Großes Wachstumspotenzial haben u.E. hingegen die Segmente Regulatory (Haftungsdach) und Technology, die derzeit aber noch mit geringeren Umsatzbeiträgen von 6% bzw. 19% aufwarten dürften. Die unter der neuen Segmentstruktur erwartete Umsatzverteilung für 2018 ist nachfolgend dargestellt.

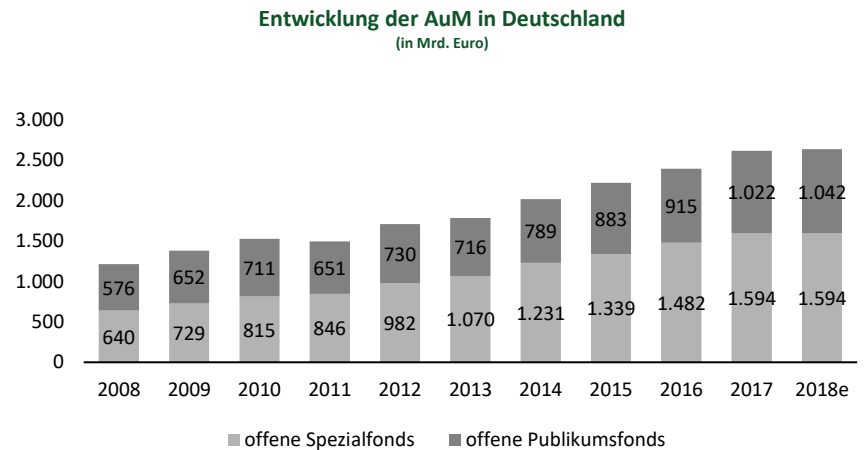


Quelle: Unternehmen, Montega

Mittelfrist-Perspektive für die Asset Management-Industrie ist aussichtsreich

Mit ihren Produkten hält die Netfonds-Gruppe v.a. Exposures in der Finanzanlage und Finanzanlagevermittlung sowie im Versicherungsmarkt, wobei die Asset Management-Industrie den mit Abstand wichtigsten Sektor darstellt. Die Entwicklung des Kapitalmarkts ist dabei für Netfonds sowohl im Kernsegment Wholesale mit dem Maklerpoolgeschäft als auch im Segment Regulatory mit der eigenen Vermögensverwaltung, den Fondsmandaten sowie den Haftungsdachlösungen von Bedeutung. Hierbei profitierte das Unternehmen in den letzten Jahren vom starken Anstieg des deutschen Finanzanlagemarkts, der sich bis dato in der längsten Hausse seiner Geschichte befindet. In 2017 wurden über Spezialfonds und Publikumsfonds Anlagevolumen von knapp 2.616 Mrd. Euro verwaltet. Bedingt durch die

starke Kapitalmarktentwicklung und das bis heute anhaltend niedrige Zinsniveau in Europa konnten sich die in Deutschland administrierten Assets von 2008 bis 2017 mehr als verdoppeln und mit einer CAGR von 8,9% überdurchschnittliche Wachstumsraten vorweisen, wie die nachstehende Grafik zeigt.



Quelle: BVI

Zwar soll der Markt in 2018 mit einem Wachstum von weniger als einem Prozent stagnieren, die mittelfristige Wachstumsperspektive bewerten wir jedoch weiterhin als positiv. Im Einklang mit einer Studie von PWC, die für den europäischen Markt von jährlich um 8,4% steigenden AM-Volumina bis 2020 ausgeht, rechnen wir auch für den deutschen Markt mit hohen einstelligen Wachstumsraten.

Dabei dürfte die Nachfrage nach Finanzanlage- und Altersvorsorgeprodukten in Deutschland in den kommenden Jahren u.E. insbesondere aufgrund des starken Beschäftigungsniveaus weiter zunehmen. Zudem sollten steigende Löhne die Sparrate in Deutschland erhöhen und die aktuell heranrückende Erbgeneration dürfte deutlich kapitalmarktaffiner sein, als die Vererbenden. Verunsicherungen durch aktuelle politische Spannungen und Handelskriege sowie damit verbundene Kursrückgänge an den Wertpapiermärkten könnten dieser Entwicklung allerdings zeitweise entgegenstehen, ebenso wie steigende Zinsen.

Weiteres Wachstumspotenzial über den Ausbau des Versicherungsgeschäfts

Bislang ist die Netfonds-Gruppe mit ihrem Kernsegment Wholesale und dem zugehörigen Maklerpool v.a. in der Abwicklung und Betreuung von Finanzanlagevermittlungen aktiv. Für die Hauptkundengruppe der freien Finanzmakler und Mehrfachagenten stellt der Versicherungsmarkt allerdings ein zweites wesentliches Standbein dar. Netfonds hat sich zum strategischen Ziel gesetzt, den noch geringen Marktanteil in diesem Bereich zukünftig stärker auszubauen. Dabei stellte im eher reifen Versicherungsmarkt v.a. das Sachversicherungsgeschäft in den letzten Jahren einen Treiber dar (6-Jahres-CAGR: +3,2%), während sich das für die Altersvorsorge wichtige Lebensversicherungsgeschäft zuletzt leicht rückläufig entwickelte (CAGR seit 2014: -1,4%). Hoffnung auf eine Kehrtwende gab hier die Produktkategorie der fondsgebundenen Altersvorsorgeprodukte, die laut dem Versicherungsverband Insurance Europe jüngst einen Marktanteil von 16,2% aufwies und das dritte Jahr in Folge stärker wuchs als der restliche Lebensversicherungsmarkt.

Hauptkundengruppe gewinnt Marktanteile in der Fondsvermittlung

Die Kernkundengruppe von Netfonds konnte in der Vermittlung von Finanzanlagen in den letzten Jahren Marktanteile gewinnen. Bisher gelten Banken mit einem Marktanteil von 60% im Lebensversicherungsvertrieb noch als die Platzhirsche, insbesondere in der Vermittlung fondsgebundener Altersvorsorgeprodukte holten freie Finanzmakler laut verschiedener Studien (wie z.B. des Versicherungsmakler- und Beratungskonzerns Willis Towers Watson) jedoch auf. Dabei kommt ihnen auch der zunehmende Rückzug der Banken aus der

Verkaufsfläche entgegen. Die Anzahl der Bankfilialen in Deutschland hatte sich allein von 2007 bis 2015 um 10,7% auf 36.005 Bankfilialen (2007: 40.332) reduziert.

Netfonds weist führende Position im Maklerpoolgeschäft auf

Unter den Maklerpools nimmt die Netfonds-Gruppe mit Provisionserlösen in Höhe von ca. 77 Mio. Euro eine marktführende Stellung im Bereich der Finanzanlagenvermittlung ein. Marktführer im Bereich der Versicherungsvermittlung und mit Provisionsumsätzen von ca. 120 Mio. Euro gleichzeitig der größte deutsche Maklerpool ist hingegen der Fonds Finanz Maklerservice. Insgesamt existieren ca. 60 Maklerpools in Deutschland. Der Markt gilt damit als weitgehend gesättigt und verfügt nur über leicht positive Wachstumserwartungen. Aufgrund der gegebenen Kostenstrukturen und des Skalierungspotenzials der Maklerpools ist der Ausbau der Größe im Wettbewerb entscheidend. Kleineren Wettbewerbern dürfte es u.E. in Zukunft zunehmend schwerer fallen, sich in diesem Marktumfeld weiter zu behaupten. Wir rechnen daher in den kommenden Jahren mit einem Konsolidierungsprozess der Branche, der u.E. z.B. bei bislang unterschiedlichen Exposures (Versicherung, Finanzanlage) Sinn ergibt. Dabei hatte Netfonds bereits mit der Akquisition von Argentos in 2013 unter Beweis gestellt, dass sie in der Lage sind, kleinere Maklerpools schnell und reibungslos in das Unternehmen zu integrieren.

Anbieter mit Haftungsdachfunktion profitieren von Regulatorik-Welle

Als führendem Anbieter mit Haftungsdachlösungen spielt Netfonds zudem die zunehmende Finanzmarkt-Regulatorik in die Karten. Immer mehr freie Makler, Vermögensverwalter und auch Fondsmanager dürften alleine nicht mehr dazu in der Lage sein, den steigenden regulatorischen Anforderungen gerecht zu werden. Die umfassenden Beratungs-, Dokumentations- und Anlageprüfungsrichtlinien machen u.E. in der Folge noch stärker Haftungsdachlösungen erforderlich. Gleichzeitig lassen sich standardisierte, administrative Prozesse sehr gut digitalisieren und automatisieren. Mit dem Haftungsdachangebot und flankierenden Produkten zur Prozessautomatisierung sehen wir die Unternehmensgruppe daher bestens positioniert, um von den aktuellen regulatorischen Entwicklungen zu profitieren. So hat der Konzern zuletzt bereits bedeutende Neukunden im Haftungsdachgeschäft gewonnen. In den zugehörigen Segmenten Regulatory und Technology sehen wir folglich wesentliche Wachstumsbereiche der Gruppe.

Starke Wettbewerbsqualität bildet Grundlage für mittelfristiges Wachstum

Durch die strengen regulatorischen Rahmenbedingungen für die Administration und Abwicklung von Finanzgeschäften ist das Geschäftsmodell von Netfonds in vielerlei Hinsicht lizenzgeschützt. Zudem sehen wir das Unternehmen als Anbieter mit Haftungsdachfunktion klar im Vorteil gegenüber Wettbewerbern ohne dieses Vehikel. Daneben ergeben sich aus der Marktführerschaft in diesem Bereich z.B. Größenvorteile durch Skaleneffekte.

Einen weiteren wesentlichen Wettbewerbsvorteil sehen wir für die Netfonds-Gruppe in der vertikalen Integration entlang der gesamten Wertschöpfungskette der Industrie. So ist sie u.a. in den Bereichen Fondsaufgabe, -management, -vertrieb und -administration aktiv. Daneben betreibt der Konzern eine eigene Vermögensverwaltung. Daraus resultieren Kostenvorteile, die von Wettbewerbern i.d.R. zunächst nicht erreichbar sein dürften.

Über die strategisch geplante Digitalisierung aller Geschäftsbereiche nimmt der Konzern nicht zuletzt eine Vorreiterrolle ein, die Technologievorsprünge ermöglichen sollte. Mit der geplanten Einführung der FinFire-Plattform im Herbst 2018 wird es möglich werden, nur bestimmte Teile des breiten Netfonds-Angebots über Lizenz- und Abo-Modelle abzurufen. Damit kann das Unternehmen u.E. auch seine breite Produktaufstellung künftig noch besser monetarisieren und mit neuen technologiebasierten Produkten, wie z.B. dem hauseigenen digitalen Marktplatz für Vermögensverwaltungsstrategien Cloudfolio, weitere interessante Wachstumsmärkte adressieren.

Insgesamt sehen wir in der damit einhergehenden strategischen Neuordnung der Segmente eine wichtige Voraussetzung, um sich künftig noch besser auf die aktuellen Entwicklungen im Sektor zu konzentrieren und so vom Regulatorik- und Digitalisierungstrend zu profitieren. Für die Implementierung der Digitalisierungsstrategie und den Ausbau der Plattformen rechnet der Konzern mit einmaligen Investitionen in Höhe von rund 1,5 Mio. Euro.

Wachstum vor allem in den margenstarken neuen Segmenten erwartet

Im zurückliegenden Geschäftsjahr konnte Netfonds bereits starke Wachstumswahlen vorlegen und die Sektor-Entwicklung mit einem Umsatzwachstum von 22,6% deutlich übertreffen. Der Gesamtumsatz auf Konzernebene stieg dabei von 70,1 Mio. Euro in 2016 auf 86,0 Mio. Euro in 2017. Grundlage hierfür waren starke Zuwächse in den Bereichen Haftungsdach und Vermögensverwaltung.

Für 2018 rechnen wir mit weiter steigenden Umsatzerlösen und Wachstumsraten im oberen einstelligen Prozentbereich. Dabei stützen wir uns auf die jüngst vorgelegten Halbjahreszahlen sowie die Unternehmensguidance. Diese sieht einen Umsatz für 2018 in der Bandbreite von 92 bis 97 Mio. Euro vor. Für unsere Planung haben wir uns in der Mitte dieser Spanne positioniert und ein Umsatzwachstum auf 94,5 Mio. Euro angenommen.

Zum ersten Halbjahr 2018 konnten die Erlöse gegenüber dem Vorjahr bereits um 13,5% auf 46,6 Mio. Euro ausgebaut werden. Mit den H1-Zahlen zeigte sich Netfonds auch erstmals in der neuen Segmentaufteilung. Dadurch wurden die großen Potenziale der Wachstumsmärkte Regulatory und Technology bereits sichtbar. Während sich das Segment Wholesale mit einem Umsatz von 34,7 Mio. Euro in etwa auf Vorjahresniveau bewegte (Vorjahr: 34,4 Mio. Euro) und damit relativ stabil entwickelte, konnten die beiden zuvor genannten Segmente mit hohen zwei- bis dreistelligen Wachstumsraten zulegen.

Wenngleich die Umsatzbeiträge von 2,7 Mio. Euro im Segment Regulatory (Vorjahr: 1,1 Mio. Euro) und 8,2 Mio. Euro im Segment Technology (Vorjahr: 4,5 Mio. Euro) noch nicht allzu stark ins Gewicht fielen, gehen wir davon aus, dass ihr Anteil an den Gesamtumsätzen bis 2021 auf bis zu 7,9% (Regulatory) und 26,0% (Technology) ansteigt. Dementsprechend sehen wir in diesen beiden Bereichen das größte Wachstumspotenzial.

Für die Jahre 2019 bis 2021 erwarten wir Wachstumsraten von 11,3% auf Konzernebene, die sich wie folgt auf die einzelnen Segmente untergliedern. Für die Wachstumssegmente nehmen wir CAGRs von 24,1% bis 2021 an. Das reife Segment Wholesale dürfte im mittleren einstelligen Prozentbereich zulegen und für das kleinste Segment Marketing & Products, dem u.a. die eigenen Fonds zugeordnet werden, erwarten wir ebenfalls starke Wachstumsraten von durchschnittlich 20%. Unsere Planrechnung auf Segmentbasis haben wir in der nachfolgenden Tabelle zusammengefasst.

Segmentplanung	H1/18	2018e	2019e	2020e	2021e	CAGR
Regulatory	2,7	5,4	6,9	8,6	10,3	24,1%
Technology	8,2	17,7	22,6	28,2	33,9	24,1%
Wholesale	34,7	69,4	75,1	78,8	82,7	5,0%
Marketing & Products	1,0	2,0	2,4	2,9	3,5	20,0%
Netfonds Konzern	46,6	94,5	106,9	118,5	130,4	11,3%

Quelle: Unternehmen Angaben in Mio. Euro

Insbesondere die wachstumsstarken neuen Segmente sollten es dem Konzern ermöglichen, den Gesamtumsatz auf mehr als 130 Mio. Euro in 2021 auszubauen.

Margenexpansion über die Wachstumsmärkte

In 2017 konnte Netfonds ein EBITDA von 2,2 Mio. Euro (Vorjahr: 1,8 Mio. Euro) erzielen und das operative Ergebnis mit einem Anstieg von 22,9% analog zum Umsatzwachstum steigern. Auf Margen-Ebene bedeutete dies eine unveränderte EBITDA-Marge von 2,6%. Dabei dürfte sich die volle Ertragskraft des Unternehmens erst in den kommenden Jahren herausstellen. Sowohl das Regulatory- als auch das Technology-Geschäft sind im Vergleich zum klassischen Wholesale- bzw. Maklerpoolgeschäft u.E. margenstärker.

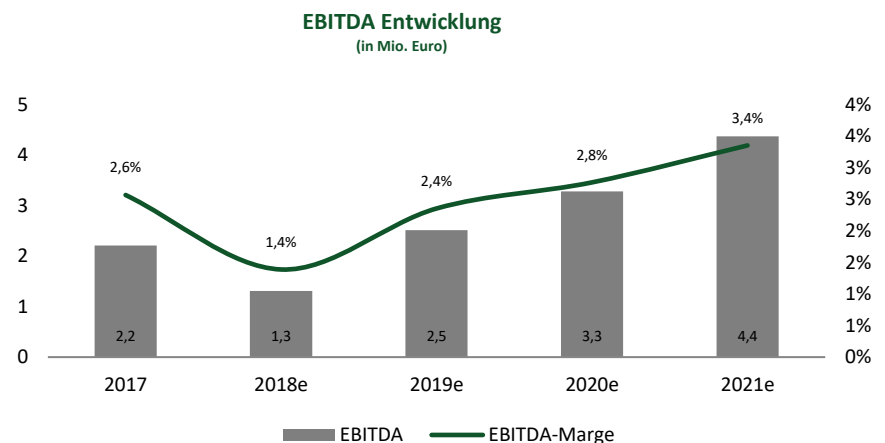
Die Grundlage für die mittelfristig höhere Profitabilität dürfte zudem das skalierbare Geschäftsmodell bilden, das sich ab 2019 insbesondere über leicht sinkende Materialaufwands- und Personalaufwandsquoten bemerkbar machen sollte. Unter Materialaufwendungen sind dabei vor allem diejenigen Provisionen zu verstehen, die

seitens Netfonds an die Makler weitergegeben werden. In 2018 dürften die Personalkosten allerdings zunächst ansteigen, da sich die geplanten Aufwendungen zum Ausbau der IT-Plattform in Höhe von 1,5 Mio. Euro v.a. in den Personalkosten niederschlagen werden. Die Investitionen haben somit größtenteils OPEX-Charakter.

In Bezug auf die Ergebnisprognose rechnet das Unternehmen in 2018 mit einem um diese Investitionen adjustierten EBITDA in der Bandbreite von 2,5 bis 3,0 Mio. Euro, was EBITDA-Margen von 2,7 bis 3,0% auf adjustierter Basis impliziert.

Im Rahmen der Halbjahreszahlen lag Netfonds mit einem adjustierten EBITDA von 1,4 Mio. Euro (Vorjahr: 1,2 Mio. Euro) sowie einer adjustierten EBITDA-Marge von 3,1% auf Kurs. Insbesondere die neuen Segmente stellten mit überdurchschnittlich hohen zweistelligen und dreistelligen Wachstumsraten erstmals ihr Potenzial unter Beweis.

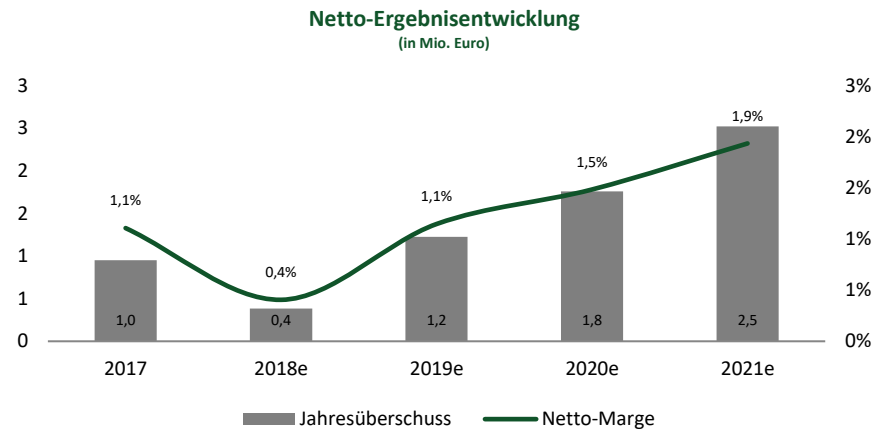
Auch für die Folgejahre rechnen wir damit, dass es durch fortlaufend starkes Wachstum in den margenstärkeren Geschäftsbereichen zu einer Form von Margenexpansion kommt und die EBITDA-Marge nach Digitalisierungs-Investitionen bis zum Jahr 2021 auf 3,4% ansteigt. Das EBITDA dürfte dabei auf rund 4,4 Mio. Euro in 2021 zulegen. Unsere EBITDA-Prognose stellt die nachfolgende Grafik dar.



Quelle: Unternehmen, Montega

Zur Ermittlung des Nettoergebnisses rechnen wir mit einer Steuerquote von knapp 30%, was dem Durchschnittssteuersatz deutscher Unternehmen entspricht. Dem Finanzergebnis wurden bis 2017 nach der Equity-Methode erfasste Beteiligungserträge aus nicht konsolidierten Tochterunternehmen zugeordnet. Hierzu zählte v.a. die NFS Capital AG, die das unternehmenseigene Fondsmanagement betreibt. Ab dem Geschäftsjahr 2018 wird die Beteiligung als 100%iges Tochterunternehmen vollkonsolidiert, sodass die Beteiligungserträge entfallen.

In der Guidance, an der wir uns auch mit unserer Prognose orientieren, sind die Beteiligungserträge bereits enthalten. Das Finanzergebnis dürfte ab 2018 nur noch aus Zinsaufwendungen von knapp 70 Tsd. Euro bestehen. Für die Folgejahre haben wir unveränderte Zinsaufwendungen unterstellt. Mit Blick auf das Nettoergebnis rechnen wir in den nächsten Jahren ausgehend von 1,0 Mio. Euro in 2017 mit einem Anstieg auf 2,5 Mio. Euro in 2021. Die folgende Abbildung zeigt dazu unsere Ergebniserwartungen unter Einbeziehung der investitionsbedingten Ergebnisbelastungen.



Quelle: Unternehmen, Montega

Künftiger Newsflow dürfte weiter im Zeichen der Digitalisierung stehen

Für den künftigen Newsflow erwarten wir positive Unternehmensmeldungen, insbesondere im Hinblick auf die Umsetzung der Digitalisierungsstrategie und das damit verbundene Wachstumspotenzial. Der für das vierte Quartal 2018 geplante Launch der FinFire-Plattform spielt dabei eine wichtige Rolle. Bis Q2 2019 soll die Plattform dann modular erweitert werden und in der letzten Ausbaustufe schließlich die komplette Verwaltung aller Arten von Versicherungsverträgen sowie die Administration von Investment- und Strategieportfolios umfassen. Quartalsberichte veröffentlicht die Netfonds-Gruppe bislang nicht. Als nächstes steht daher die Veröffentlichung des Geschäftsberichts für 2018 an. Dabei sollte sich zeigen, dass die Netfonds-Gruppe in der Lage ist, die transportierte Equity Story zu materialisieren.

Attraktive Bewertung

Wir haben die Netfonds-Aktie anhand eines DCF-Modells bewertet und die Ergebnisse einer Peergroup-Analyse gegenübergestellt. Das DCF-Modell deutet auf eine Unterbewertung der Aktie hin, aus der Peergroup-Analyse ergibt sich eine leichte Überbewertung. In der Gesamtbetrachtung legen wir ein etwas höheres Gewicht (60%) auf das DCF-basierte Ergebnis, da dieses insbesondere die mittelfristigen Wachstums- und Ertragsperspektiven von Netfonds u.E. besser reflektiert.

DCF: Wir gehen davon aus, dass Netfonds in den kommenden Jahren auf Konzernebene Wachstumsraten im unteren zweistelligen Prozentbereich zeigen wird und die Profitabilität im Hinblick auf das gegenwärtige Margenniveau noch steigern kann. Unter der Annahme eines WACCs von 8,1% ergibt sich aus der DCF-Bewertung ein aktuell fairer Wert von 30,00 Euro je Aktie. Auf Basis des letzten Schlusskurses (Stand: 26.10.2018) impliziert dies ein Upside von 40%.

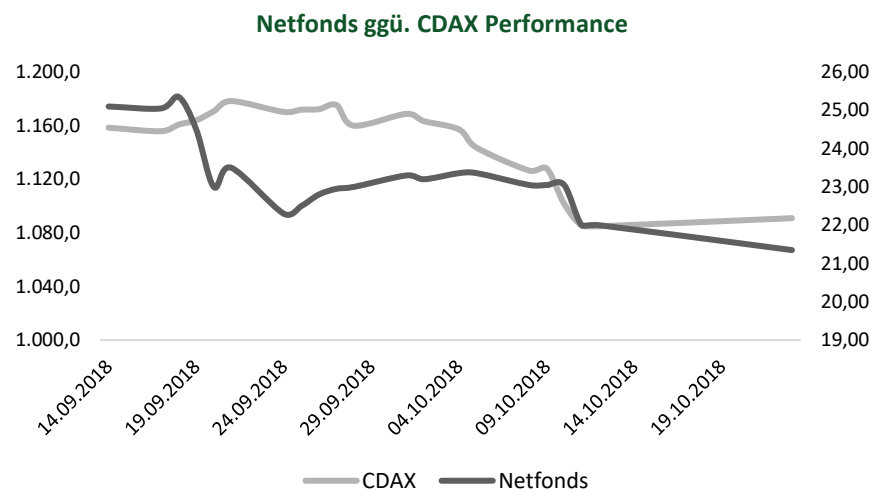
Peergroup: Unsere Peergroup-Analyse untermauert das Ergebnis unserer DCF-Bewertung nicht. Aktuell notiert die Netfonds-Aktie mit einem adjustierten EV/EBIT von 22,2x und einem adjustierten EV/EBITDA von 16,7x. Damit liegt sie leicht über den durchschnittlichen Bewertungsmultiples der Peers (EV/EBITDA 2018e: 14,1x, EV/EBIT 2018e: 21,2x). Daraus ergibt sich ein fairer Wert für die Aktie zwischen 18,00 und 20,50 Euro.

Fazit: Netfonds ist bereits als starker Player in verschiedenen Teilbereichen des Finanzanlagesektors positioniert. Mit der diversifizierten Aufstellung und einigen substanziellen Wettbewerbsvorteilen verfügt das Unternehmen u.E. über eine hervorragende Wettbewerbsposition. Durch die zunehmende Digitalisierung und die Wandlung des Produktportfolios zu einem plattformähnlichen Geschäftsmodell dürfte die Gruppe weitere profitable Wachstumspotenziale heben. Diese Perspektiven sehen wir im aktuellen Aktienkurs noch nicht ausreichend reflektiert. Wir nehmen die Netfonds-Aktie daher mit dem Rating „Kaufen“ und einem Kursziel von 26,00 Euro in die Coverage auf.

TIMING UND SENTIMENT

Netfonds vollzog zum 03.09.2018 die Erstnotierung im m:access der Börse München. Das Listing erfolgte zum Kurs von 29,50 Euro je Aktie. Zum Zeitpunkt der Erstnotierung entsprach dies einer Marktkapitalisierung von rund 62 Mio. Euro. Nach der Notierung büßte die Aktie zunächst mehr als 25% ihres Wertes ein.

Der Wertverlust lässt sich u.E. auch über die aktuelle Gesamtmarkt- und Sektorschwäche sowie Netfonds Exposure in der Asset Management-Industrie erklären. So verlor beispielsweise der CDAX seit September über 10%. Die ebenfalls stark von der Entwicklung der AM-Industrie abhängige DWS-Aktie gab seit ihrem Börsengang im April fast 30% nach. Als Gründe hierfür waren der hohe Kostendruck durch ETFs und hohe Mittelabflüsse festzumachen. Laut BVI hatte die gesamte Branche zuletzt mit Mittelabflüssen zu kämpfen, wobei v.a. die großen Adressen betroffen waren. Auch hier dürfte die jüngste Kapitalmarktschwäche eine tragende Rolle gespielt haben. Die Entwicklung der Netfonds-Aktie gegenüber unserem Vergleichsindex, dem CDAX, stellt die nachfolgende Grafik dar.



Quelle: Comdirect

Hierbei ist zu beachten, dass die Netfonds-Aktie bislang erst sehr geringe Handelsvolumina aufwies. Seit dem 14. September 2018 ist sie jedoch auf Xetra handelbar, was auch internationalen Investoren Anlagen in die Netfonds-Gruppe ermöglichen soll und die Handelbarkeit des Titels spürbar erhöhen sollte. Dazu dürfte die Equity Story von Netfonds ohne ein IPO, Equity Research und den Vertrieb von Aktien über eine Investmentbank bislang noch relativ unbekannt sein.

Wachstumsstory und intensivere Kapitalmarktkommunikation als Newstreiber

Für die nahe Zukunft rechnen wir jedoch mit positivem Newsflow durch die Fortsetzung der Wachstumsstory. Der planmäßig in H2 stattfindende Launch der neuen Plattform-Modelle dürfte dazu beitragen, die transportierte Equity Story noch stärker in den Fokus zu rücken. Mit der Materialisierung des Wachstumspotenzials sollte das Unternehmen zudem in der Lage sein, vom FinTech-Trend zu profitieren. Die im September 2018 erstmals unterjährig vorgelegten konsolidierten Geschäftszahlen stellten bereits unter Beweis, dass Netfonds hinsichtlich der Jahresziele auf Kurs ist.

Die Bekanntheit des Unternehmens dürfte sich aber nicht zuletzt durch eine zunehmende Kapitalmarktkommunikation und die Teilnahme am Eigenkapitalforum in Frankfurt Ende November erheblich verbessern. Hierzu wurde jüngst eine erfahrene IR-Agentur beauftragt und der Ausbau der eigenen Investor Relations-Abteilung vorangetrieben, so dass Netfonds sukzessive an Aufmerksamkeit gewinnen sollte. Wir erwarten auch vor diesem Hintergrund zeitnah positive Impulse für den Aktienkurs.

SWOT

Netfonds nimmt gegenüber den Wettbewerbern eine führende Position im Maklerpoolgeschäft ein und profitiert zudem von seinem Haftungsdach sowie diversifizierten Produktangeboten. Als Schwachpunkte sind hingegen die hohe Kapitalmarktabhängigkeit, das wettbewerbsintensive Geschäftsumfeld und das im Vergleich zum Wettbewerb noch geringe Versicherungsexposure auszumachen.

Stärken

- Mit dem langjährig etablierten Maklerpool im Segment Wholesale verfügt die Gruppe über ein starkes Basisgeschäft
- Als Maklerpool mit Haftungsdachfunktion hält Netfonds eine marktführende Position, die über Produkterweiterungen noch ausgebaut werden kann
- Über seine vertikale Integration deckt der Konzern weite Teile der Wertschöpfungskette in seinem Sektor ab und erlangt so Kosten- und Effizienzvorteile
- Die wiederkehrenden Erlöse machen bereits rund 65% des Konzernumsatzes aus, ihr Anteil soll über die Einführung der „as-a-Service“-Modelle noch weiter ansteigen

Schwächen

- Über das Asset Management-Exposure ist die Unternehmensgruppe stark abhängig von der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung und dem Kapitalmarkt
- Insbesondere im Kern-Geschäftsfeld Maklerpool herrscht ein wettbewerbsintensives Geschäftsumfeld
- Das bislang noch geringe Versicherungsexposure im Maklerpoolgeschäft ist noch ausbaufähig

Weitere Chancen ergeben sich insbesondere aus der fortschreitenden Digitalisierungsstrategie des Unternehmens und der noch besseren Partizipation an regulatorischen Entwicklungen. Die größten Risiken sehen wir im vorherrschenden Kostendruck bei kapitalmarktorientierten Finanzanlagen sowie durch Haftungsrisiken.

Chancen

- Der zunehmende Regulierungsdruck könnte die Nachfrage nach Haftungsdachlösungen weiter verstärken
- Über den Rückzug der Banken aus dem Filialgeschäft und Marktanteilsgewinne auf Seiten freier Finanzberater in der Finanzvermittlung könnte auch Netfonds weiter profitieren
- Die erfolgreiche Umsetzung der Plattformstrategie könnte zu hochmargigen und wiederkehrenden Erlösströmen führen, ähnlich eines Software-as-a-Service-Modells

Risiken

- Hohe regulatorische Vorgaben könnten weiter zunehmen und je nach Ausprägung auch zu einer Gefahr für das Netfonds-Geschäft werden
- Passive Anlageprodukte, die weitere Marktanteile gewinnen und Kostendruck erzeugen, stellen ein Risiko für das aktive Asset Management dar
- Im Bereich des Anlage- und Vermittlungsgeschäfts begegnet Netfonds Haftungsrisiken

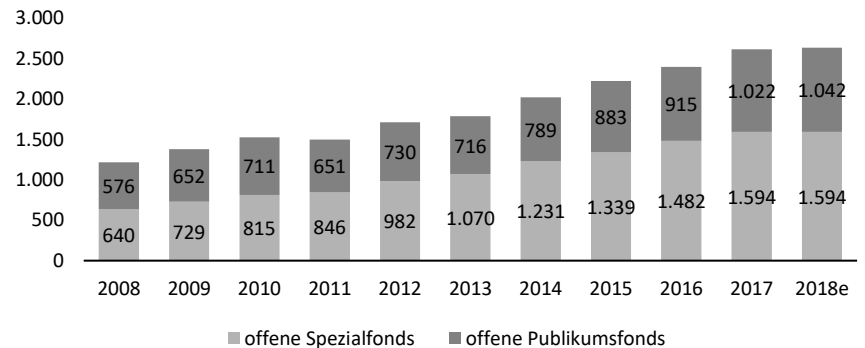
MARKT UND WETTBEWERB

Netfonds erzielte zuletzt gut 74,5% des Umsatzes im Segment Maklerpool. Der Konzern bietet in erster Linie Lösungen für freie Makler, Mehrfachagenten und Vermögensverwalter an und übernimmt für diese v.a. Abwicklungs- und Haftungsfunktionen. Die Unternehmensentwicklung hängt daher vor allem von der Neugeschäfts- und Bestandsentwicklung wesentlicher Finanzprodukte und dem Finanzanlagevermittlungsgeschäft ab. Dazu zählen Investmentfonds, Sachversicherungen und Altersvorsorgeprodukte wie Lebensversicherungen. Gleichzeitig penetrieren FinTechs und technologieorientierte Anbieter, wie auch Netfonds, zunehmend den klassischen Finanzmarkt und beeinflussen somit das Marktumfeld.

AM-Industrie profitierte zuletzt vom Niedrigzinsumfeld und langer Hausse

Für die Entwicklung von Finanzanlageprodukten und des Finanzvermittlungsgeschäfts in Deutschland sind die hierzulande administrierten Assets under Management (AuM) entscheidend. Insgesamt hat sich der Bestand der AuM seit der letzten Finanzkrise in 2008 von 1.216 Mrd. Euro auf 2.616 Mrd. Euro in 2017 mehr als verdoppelt. Dabei kann der starke Anstieg der Investmentvolumen auf ein günstiges Zinsumfeld und die geringe Attraktivität von klassischen Bankeinlagen sowie Lebensversicherungen zurückgeführt werden. Gleichzeitig begünstigte die längste Hausse der Kapitalmarktgeschichte in den letzten zehn Jahren den positiven Volumenzuwachs. Die nachfolgend grafisch veranschaulichte positive Entwicklung der AM-Industrie ist insofern auch vom starken Anstieg des Aktienmarktes beeinflusst worden.

Entwicklung der AuM in Deutschland
(in Mrd. Euro)



Quelle: BVI

Zuletzt hatte sich das Wachstum der Branche jedoch wieder etwas verlangsamt, was u.E. größtenteils auf die verhaltene Kapitalmarktentwicklung zurückzuführen ist. Für 2018 wird daher laut BVI nur ein Anstieg der Fondsvolumen von weniger als einem Prozent auf 2.636 Mrd. Euro erwartet.

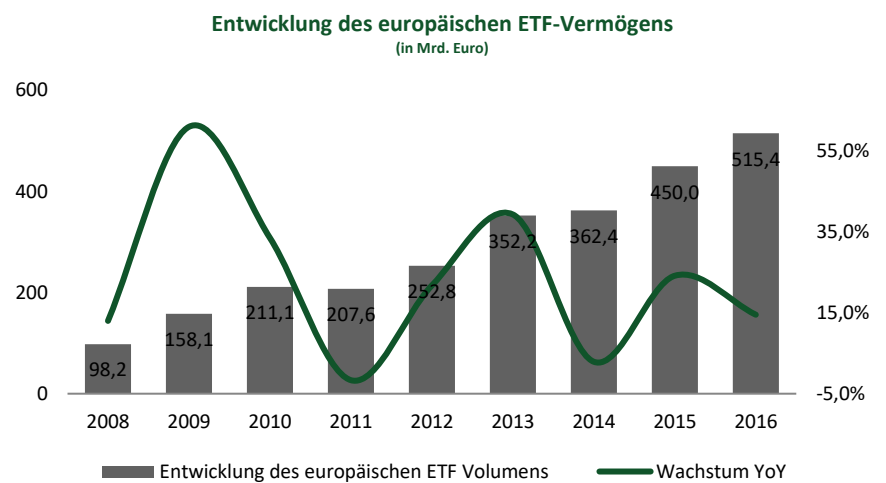
Nachfrage nach Finanzanlageprodukten dürfte künftig weiter steigen

Nach der Stagnation in 2018 erwarten führende Wirtschaftsprüfungsgesellschaften wie PWC allerdings mittelfristig wieder stärker steigende Volumina für den europäischen Markt (CAGR bis 2020e: +8,4%). Wir rechnen mit ähnlichen Wachstumsraten für in Deutschland verwaltete Anlagevolumen. Als einen wesentlichen Treiber sehen wir die in Deutschland nahezu vorherrschende Vollbeschäftigung. Verschiedene Studien gehen daher von weiter steigenden Lohnniveaus aus (vgl. u.a. Deutsche Bundesbank im Monatsbericht April). Überschüssige Mittel der privaten Haushalte dürften die Sparrate weiter erhöhen und die Nachfrage nach Kapitalmarktprodukten anwachsen lassen.

Gleichzeitig rückt in Deutschland eine sehr reiche Erbgeneration heran, die darüber hinaus deutlich kapitalmarktaffiner sein dürfte als ihre Vorgänger. Laut der Gesellschaft für Konsumforschung (GfK) und VuMA (Arbeitsgemeinschaft für Verbrauchs- und Medienanalyse) ist jedoch das Sparbuch nach wie vor die beliebteste Anlageform der Deutschen. Aufgrund des noch anhaltend niedrigen Zinsniveaus rechnen wir auch hierdurch mit weiteren Verschiebungen von Spareinlagen zu ertragsstärkeren Anlageprodukten wie Aktien- oder Mischfonds.

Passive und alternative Finanzprodukte wachsen überproportional

Auf Einzelproduktebene konnten in der Finanzindustrie zuletzt vor allem passive Anlageprodukte wie ETFs durch ihre überlegene Kostenstruktur zunehmend Marktanteile gewinnen (8-Jahres-CAGR: 23,0%; aktueller Marktanteil ca. 21%). Das Volumenwachstum der ETFs ist nachfolgend grafisch abgebildet.



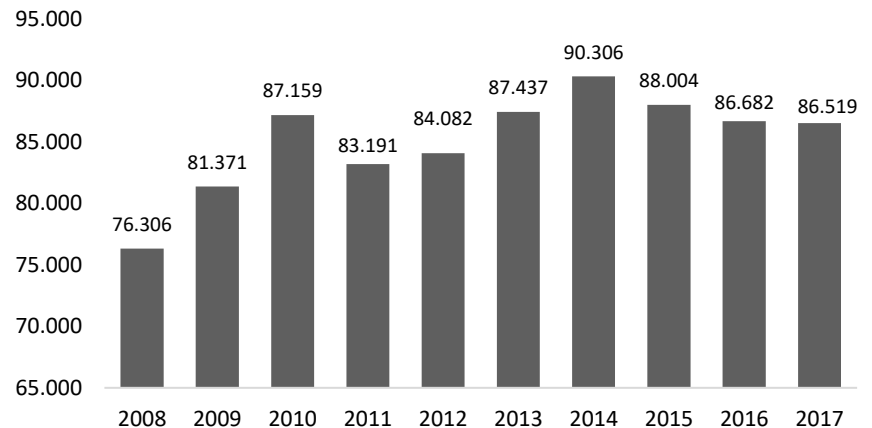
Quelle: Bloomberg (Finance LP), Thomson Reuters, Deutsche Bank

Aber auch die Nettomittelzuflüsse bei Mischfonds und Alternativen Investmentfonds (AIFs) legten überproportional zu. Dem lag die zunehmende Beliebtheit von Alternativen Investmentfonds und geschlossenen Fonds durch ihre bis dato deutlich laschere Regulierung zugrunde. Dem hat der Gesetzgeber allerdings mit der Verabschiedung der AIFM-Richtlinie (Alternative Investment Fund Managers) in 2013 ein Ende gesetzt. Kern der AIFM-Richtlinie ist eine künftig weitestgehende regulatorische Gleichstellung geschlossener AIFs mit offenen Fonds. Wir erwarten daher eine Annäherung der Wachstumsraten von offenen Publikumsfonds und geschlossenen AIFs.

Versicherungsmarkt legt im Bereich der Schaden-/Unfallversicherung weiter zu

Neben dem klassischen Anlagevermittlungsgeschäft ist die Versicherungsvermittlung eine der Haupteinnahmequelle der Netfonds-Kunden. Die Abwicklung von Versicherungsvermittlungen ist somit ein weiterer Nutzungsschwerpunkt der Plattform und des Maklerpools des Unternehmens. Dabei sind in der Versicherungsvermittlung die Märkte für Personen- und Sachversicherungen differenziert voneinander zu betrachten. Aufgrund der geringen Attraktivität von klassischen Lebensversicherungen durch eine aktuell sehr niedrige Garantieverzinsung, entwickelte sich der Bestand an Versicherungsverträgen insbesondere seit 2014 rückläufig (CAGR: -1,4%). Mit einem Beitragsvolumen von knapp 86.519 Mio. Euro in 2017 kann der Lebensversicherungsmarkt allerdings allein aufgrund seiner Größe nicht außer Acht gelassen werden. Zudem haben sich die Beitragseinnahmen in 2017 mit -0,19% nicht mehr so stark verringert wie in den vorangegangenen zwei Jahren (CAGR: -2,0%). Die Entwicklung der Beitragseinnahmen in der Lebensversicherung zeigt die nachstehende Grafik.

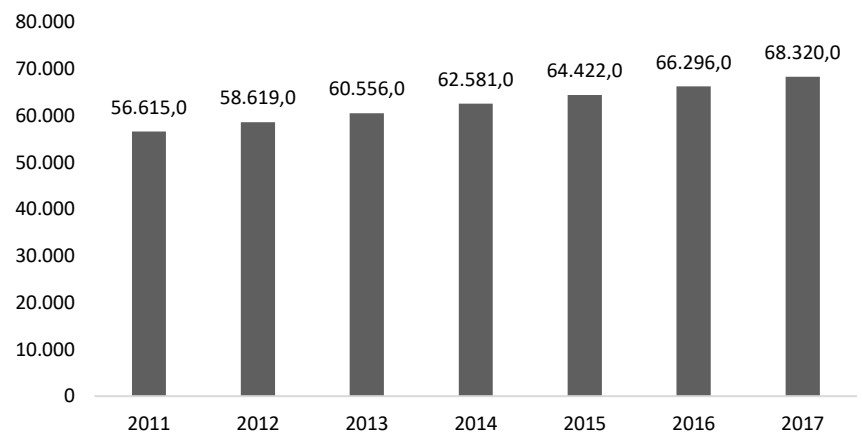
Beitragseinnahmen klassische Lebensversicherung (in Mio. Euro)



Quelle: GDV

Ein entgegengesetzter Trend ist im Bereich der Sachversicherungen zu beobachten, der in den letzten Jahren leicht und konstant wachsen konnte (6-Jahres-CAGR: +3,2%). Die gebuchten Bruttobeiträge in der Schaden-/Unfallversicherungen inkl. KFZ, stiegen laut GDV in 2017 auf 68,3 Mrd. Euro an. In den nachfolgenden Abbildungen haben wir die Marktentwicklung für die Schaden-/Unfallversicherung für die Jahre ab 2011 verdeutlicht.

Bruttobeiträge Schaden-/Unfallversicherung insgesamt (in Mio Euro)



Quelle: GDV

Freie Finanzberater gewinnen Marktanteile im Vermittlungsgeschäft

Die Basis für das Geschäft von Netfonds bilden freie Finanzmakler, Mehrfachagenten und Vermögensverwalter. Dabei erfolgt der B2C-Vertrieb von Finanzprodukten grundsätzlich auch über Banken und Ausschließlichkeitmakler bestimmter Versicherungen. Der Großteil der Finanzprodukte wird nach wie vor über stationäre Vertriebsformen verkauft. Der Online-Vertrieb findet bislang lediglich in geringem Umfang statt. Auch hier setzen FinTechs wie die Netfonds-Gruppe an.

Banken und Ausschließlichkeitsvertriebe von Versicherungen sind noch immer die größten Marktteilnehmer im Vertrieb von Finanzprodukten. Ihr Anteil am Lebensversicherungsvertrieb betrug laut GDV in 2016 knapp 60%. Andere Studien deuteten für die beiden Gruppen zuletzt jedoch auf Marktanteilsverluste hin (so z.B. mit Willis Towers

Watson eines der weltweit größten Risikomanagement-, Versicherungsmakler- und Beratungsunternehmen). Die Gruppe der Makler und Mehrfachagenten, Netfonds Kern-Kundengruppe, hat demnach Marktanteile gewonnen. So konnten sie z.B. im Neugeschäft mit fondsgebundenen Lebensversicherungen ohne geförderte Policen mit einem Marktanteil von 27% erstmals den größten Vertriebskanal stellen. Neben dem o.g. Vertriebskanal konnte auch die Produktkategorie der fondsgebundenen Altersvorsorgeprodukte Marktanteilsgewinne verbuchen. Laut dem Versicherungsverband Insurance Europe betrug ihr Marktanteil jüngst 16,2%. Die fondsgebundenen Lebensversicherungen konnte somit bereits das dritte Jahr in Folge stärker wachsen als andere Lebensversicherungsprodukte. Ausschließlichkeitsorganisationen stagnierten hingegen in diesem Bereich. Dabei profitieren die Makler auch von der durch Niedrigzinsen begünstigten Zunahme fondsgebundener Altersvorsorgeprodukte gegenüber der klassischen Lebensversicherung, die schon immer eher über das Maklergeschäft vertrieben wurden.

Für eine weitere Erhöhung der Bedeutung des Vertriebskanals „freie Finanzmakler“ spricht u.E. auch der Rückzug der Banken aus der Verkaufsfläche. Laut Bundesbank hat sich die Zahl der Bankfilialen in Deutschland von 2007 bis 2015 von 40.332 auf 36.005 reduziert. Prognosen der DZ-Bank und der Commerzbank gehen zudem von einem weiteren Rückgang aus und prognostizieren die Existenz von weniger als 20.000 Bankfilialen im Jahr 2030. Der Direkt-Vertrieb, zu denen auch der Online-Vertrieb zählt, hat bislang erst einen Marktanteil von 4%. Ihm werden allerdings für die Folgejahre die größten Wachstumspotenziale zugesprochen.

Der Arm der Finanzmarkt-Regulatorik wird immer länger

Das gesamte Anlageberatungsgeschäft wird zunehmend Ziel der Finanzmarkt-Regulatorik. So hat der Gesetzgeber neben den 2018 eingeführten MIFID II-Regelungen, die den Wertpapierhandel und den Schutz der Anleger in den Vordergrund stellen, mit Verabschiedung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagerechts (§34f GewO, in der Fassung vom 30.06.2016) auch Finanzberater und damit eine weitere Kernkundengruppe von Netfonds stärker reguliert. Hierzu sei auch auf die noch ausstehende, aber in Planung befindliche Reform der Finanzanlagenvermittlungsordnung verwiesen. Im Fokus der Regulierung stand dabei zuletzt v.a. die verbraucherfreundlichere Regulierung des „grauen Kapitalmarkts“. Das hat dazu geführt, dass der Verwaltungsaufwand für Finanzvermittler und Fondsmanager durch z.B. verpflichtende umfangreiche Beratungsprotokolle, die Offenlegung aller Gebühren und Provisionen oder die Notwendigkeit zur Bereitstellung von Produkt-Informationsblättern deutlich zugenommen hat.

Daneben sind die Anforderungen an die fachliche Eignung von Finanz- und Versicherungsvermittlern deutlich strenger geworden und müssen über Sachkundenachweise belegt werden. Bestehende Prozesse mussten zum Teil unter erheblichem Aufwand an neue Strukturen angepasst werden. Führende Branchenverbände (u.a. BKV) rechnen daher auch mit einem Rückgang der Vermittlerbasis. Verschärft werden könnte dieser Trend durch die von der EU geplante Versicherungsvertriebsrichtlinie (Insurance Distribution Directive, IDD), die im Wesentlichen eine weitere Förderung der Honorarberatung bzw. eine Beschneidung des Provisionsvertriebes mit sich bringt.

Die Komplexität und Dynamik im Aufsichtsrecht der Finanzwirtschaft bedingt die Notwendigkeit zur Digitalisierung von wichtigen Vertriebs- und Regulatorik-Prozessen für bestehende Vermittler und Fondsmanager.

Starke Wettbewerbsposition als einer der führenden Maklerpools

Maklerpools mit Haftungsdach wie die Netfonds AG gehören u.E. zu den Profiteuren regulatorischer Entwicklungen im Bereich der Finanzanlagevermittlung. Laut der auf die Finanz- und Versicherungsbranche spezialisierten bbg Betriebsberatungs GmbH, die mit der DKM u.a. die wichtigste Leitmesse der Industrie veranstalten, werden inzwischen mehr als die Hälfte aller neu vermittelten Versicherungsverträge über Verbundorganisationen abgewickelt. Insgesamt arbeiten bereits 87% aller Makler mit Maklerpoolösungen, wobei

Vermittler mit im Schnitt 2,6 Anbindungen an Maklerpools meist gleich auf mehrere Angebote gleichzeitig zurückgreifen.

Gemessen an den Provisionsumsätzen der größten 14 Anbieter war der Markt für Maklerpools in Deutschland in 2016 ca. 660 Mio. Euro schwer und das Marktwachstum lag zuletzt bei 5,2%. Marktführer ist mit Abstand der Fonds Finanz Maklerservice mit ca. 18,2% Marktanteil. Netfonds folgt mit knapp 11,7% Marktanteil auf Rang 2. Das Unternehmen ist allerdings der größte Maklerpool mit Haftungsdach-Lösung und auch im Bereich der Fondsvermittlung dürfte Netfonds den größten Marktanteil aufweisen. Fonds Finanz ist hingegen der stärkste Maklerpool in der Versicherungsvermittlung. Folgende Abbildung stellt die Marktaufteilung dar.

Entwicklung der Provisionserlöse und Marktanteile führender Maklerpools

(in Mio. Euro)

Platz	Name	2014	2015	2016	yoy	Marktanteil	Haftungsdach
1	Fonds Finanz Maklerservice	101,70	110,70	120,10	8,5%	18,2%	nein
2	Netfonds Gruppe	64,81	73,58	77,20	4,9%	11,7%	Ja
3	Domcura Gruppe	59,34	68,07	71,00	4,3%	10,8%	nein
4	Jung, DMS & CIE	60,20	63,30	65,70	3,8%	10,0%	Ja
5	Fondskonzept	43,89	55,27	58,30	5,5%	8,8%	nein
6	BCA	47,10	48,30	48,70	0,8%	7,4%	Ja
7	1:1 Assekuranzservice	41,20	40,80	44,90	10,1%	6,8%	nein
8	Fondsnet	32,40	38,72	37,50	-3,2%	5,7%	nein
9	Apella	30,40	31,83	32,40	1,8%	4,9%	Ja
10	VFM-Gruppe	23,10	25,50	28,50	11,8%	4,3%	nein
11	Aruna	22,35	24,33	26,50	8,9%	4,0%	nein
12	Wifo Wirtschafts- u. Fondsanlagen	18,50	18,96	17,47	-7,9%	2,7%	nein
13	Qualitypool	12,90	16,90	19,50	15,4%	2,9%	nein
14	Degenia	10,34	11,31	12,29	8,7%	1,9%	nein
	Summe	568,23	627,57	660,06	5,2%		

Quelle: www.cash-online.de, Unternehmensregister

In Summe sind in Deutschland nach Einschätzung von Fonds professionell schätzungsweise 60 unterschiedliche Maklerpoolanbieter aktiv. Unterschiede bestehen im Produktangebot. So gibt es spezialisierte Anbieter für die Versicherungsindustrie, andere konzentrieren sich stärker auf den Fondsvertrieb.

Die Wettbewerbsintensität zwischen den Maklerpools ist u.E. insgesamt als sehr hoch einzuschätzen. Größenvorteile, wie wir sie momentan nur den größten Unternehmen zuschreiben, ergeben sich aufgrund des skalierbaren Geschäftsmodells. Die Provisionsätze auf der Kostenseite, die mit den gängigen großen Versicherern vereinbart werden, dürften hingegen weitgehend identisch sein. Durch das grundsätzlich skalierbare Geschäftsmodell und die Marktreife der Branche im Bereich der reinen Maklerpools sehen wir Konsolidierungspotenziale im Sektor. So dürfte es durch das Skalenzpotential der inzwischen ausgereiften Plattformen im Wettbewerb nun noch verstärkter darum gehen, möglichst große Bestände auf den Plattformen zu integrieren. Horizontale Akquisitionen würden in diesem Umfeld Sinn ergeben. Insbesondere Verschmelzungen zwischen Maklerpools mit unterschiedlich starken Produktexposures (z.B. Versicherung; Fonds) sind u.E. denkbar. Strategisch schließt auch Netfonds akquisitorisch getriebenes Wachstum für die nächsten Jahre nicht aus. Dabei konnte das Unternehmen bereits in der Vergangenheit unter Beweis stellen, dass es in der Lage ist, kleinere Maklerpools problemlos in die Unternehmensstruktur zu integrieren. So hatte Netfonds in 2013 den Argentos Maklerpool akquiriert und in den Folgejahren erfolgreich weiterentwickelt.

Zum erweiterten Wettbewerb zählen wir auch Strukturvertriebe wie die MLP, DVAG und Tecis. Sie sind deutlich größer als die führenden Maklerpools. Strukturvertriebe sind Maklerpools im Grundsatz zwar sehr ähnlich, dennoch existieren grundlegende Unterschiede im Geschäftsmodell. So steht beim Strukturvertrieb immer auch der Ausbau der Organisation, das Anlernen neuer Mitarbeiter und die Fortbildung von Vertrieblern im Vordergrund, während auf höheren Stufen oftmals nur noch Organisations- und Leitungsaufgaben übernommen werden. Zudem ist die Produktbindung deutlich enger ausgeprägt (oftmals nur Produkte eines Anbieters).

Weiteres Wachstumspotenziale über das Haftungsdachangebot

Im für Netfonds wichtigen Sektor der Maklerpools erwarten wir aufgrund der Marktreife der Plattformen im Kerngeschäft nur noch begrenztes Wachstum. Anders sehen wir aufgrund der zunehmenden Finanzmarkt-Regulatorik jedoch das Wachstumspotenzial im Bereich des Haftungsdachs. Wobei u.E. auch die Kombination aus Haftungsdach und Maklerpool für Netfonds einen Wettbewerbsvorteil darstellt, der weiteres Wachstum ermöglicht. Insofern rechnen wir auch im Maklerpoolgeschäft mit weiteren Marktanteilsgewinnen des Unternehmens und einem Aufschluss zum Marktführer Fonds Finanz, der über keine eigenen Haftungsdachangebote verfügt.

Über Haftungsdachlösungen können vertraglich verbundene Vermittler von der Erlaubnispflicht im Bereich der Wertpapiertransaktionen ausgenommen werden, was im Wesentlichen der große Vorteil von Maklerpools mit derartigen Lösungen ist. Damit werden angeschlossenen Maklern neben den Betriebsinfrastrukturen auch Pakete inklusive der Übernahme von Vermögensschadenshaftlichtversicherungen, Beratungs- und Dokumentationsunterlagen und professionellen Außenauftritten angeboten. Grundsätzlich gilt: Je höher die regulatorische Hürde für den Makler, desto größer auch die abgerufene Netfonds-Leistung. Während im reinen Maklerpoolgeschäft 10 bis 15 Basispunkte verdient werden, fallen im Haftungsdachgeschäft auch höhere Rohmargen an, die sich in etwa in den Größenordnungen von um die 20 bis 25 BP bewegen. Dem Nachteil, dass es Maklern nach Anschluss per Gesetz nicht mehr erlaubt ist, mit mehr als einem Haftungsdach zusammenzuarbeiten, überwiegen u.E. insofern die vielen Vorteile der Lösung.

Hinzu kommt, dass im Bereich des Fondsmanagements Modelle, bei denen Fondsmanager als externer Berater des Fonds auftritt, inzwischen gängige Praxis sind. Hierzu brauchen sie eine eigene KWG 32 Lizenz, die entweder selbst beantragt oder über ein externes Haftungsdach abgedeckt werden kann. Daher stellten Fondsberater, die als Tied Agents Haftungsdächern angeschlossen sind, laut den Experten für Fondsmanager-Ratings und Investmentanalysen von citywire bei den Neugründungen zuletzt die überwiegende Mehrheit. Auch in diesem Bereich des Haftungsdaches rechnen wir mit weiterem Wachstum.

WETTBEWERBSQUALITÄT

Netfonds verfügt wie aufgezeigt über eine marktführende Wettbewerbsposition im Bereich der Maklerpools und Haftungsdächer, die u.E. über **Eintrittsbarrieren** in Form von Größenvorteilen, Technologievorsprüngen auf Ebene der Plattformtechnik und einen hohen regulatorisch bedingten Know How-Grad gesichert werden kann. Da das Betreiben von Finanzgeschäften je nach Ausprägung in unterschiedlichem Maße erlaubnispflichtig ist, sehen wir die Geschäftstätigkeit von Netfonds in gewisser Form auch als lizenzgeschützt an.

Der **Finanzdienstleistungs-Markt** ist trotz der hohen Anforderungen **wettbewerbsintensiv**. Allerdings verfügt Netfonds unserer Ansicht nach als Anbieter mit Haftungsdachfunktion über einen Wettbewerbsvorteil gegenüber Anbietern ohne dieses Vehikel, da die zunehmende Regulatorik Makler und Fondsmanager in Zukunft noch stärker unter das Haftungsdach drängen dürfte.

Die **Verhandlungsmacht** des Großteils der **Kunden** dürfte hingegen gering sein. Hier ließen sich keine erhöhten Klumpenrisiken durch vorhandene Großkunden feststellen.

Netfonds hält gute **Beziehungen** zu den wesentlichen großen deutschen **Versicherern und Fondsgesellschaften**. Zudem tritt das Unternehmen hier als Großabnehmer auf. Die wesentlichen Wettbewerber pflegen jedoch auch gute Kontakte zu den meisten Netfonds-Partnern, sodass es sich hier nicht um Exklusivvermarktungen handelt. Gleichwohl dürfte die Verhandlungsposition des Konzerns sehr gut sein.

Die **Bedrohung durch Substitute** ist hingegen nicht von der Hand zu weisen. In der jüngsten Markthistorie hat sich gezeigt, dass Produkte wie ETFs klassischen alternativen Anlageformen Marktanteile abnehmen. Zudem erobern Produkte wie Robo-Advisor den Markt und der Innovationsgrad konkurrierender FinTechs ist weiterhin sehr hoch. Allerdings betreibt auch Netfonds in seinem Bereich "Technology" bereits großflächig den Einsatz von ETFs und quantitativen, digitalen "Asset-Management"-Strategien. Durch die Implementierung der Cloudfolio-Plattform beabsichtigt Netfonds weiter an der Wachstumsdynamik dieses Trends zu partizipieren.

Das beschriebene Wettbewerbsumfeld wird durch die nachfolgende Darstellung von Porters Five Forces veranschaulicht.



Quelle: Montega

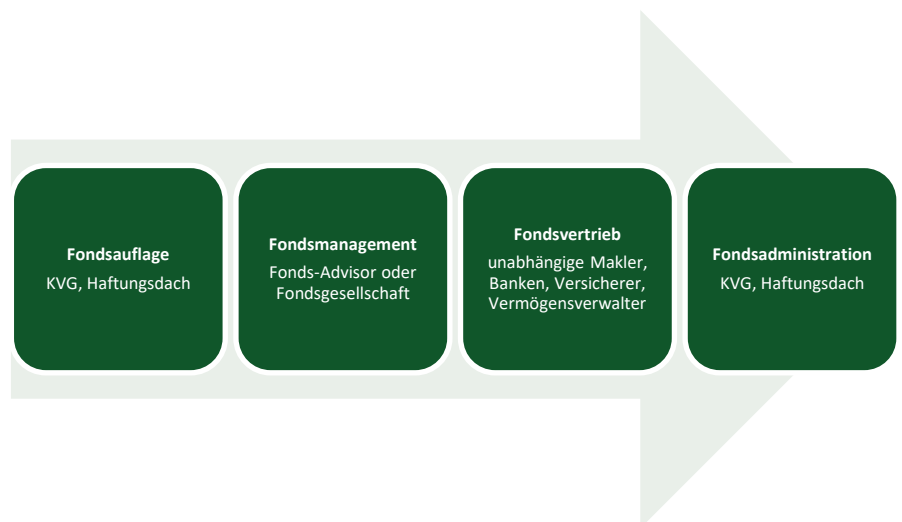
In diesem Umfeld sehen wir die Wettbewerbsqualität der Netfonds-Gruppe insbesondere durch die folgenden Punkte bestimmt.

- Vertikale Integration des Konzerns bietet Kosten- und Vertriebsvorteile
- Segmentumstellung legt Grundstein für Ausbau der Technologieführerschaft
- Regulatorik fördert weiteres Wachstum im Segment Regulatory
- Etabliertes Kunden-, Kooperations- und Vertriebsnetzwerk

Vertikale Integration bietet Kosten- und Vertriebsvorteile

Grundsätzlich bildet die Netfonds-Gruppe mit ihren Leistungen fast die gesamte Wertschöpfungskette des Finanz- und Anlagegeschäfts ab. Sie fungiert als Haftungsdach und KVG, hat eigene Fonds-Mandate in der Vermögensverwaltung institutioneller Kunden, bietet mit ihren Maklerpools Lösungen für den Fondsvertrieb und ist mit Tochtergesellschaften selbst in der Vermögensverwaltung für Privatleute aktiv. Zudem kommen ihre Produkte bei einer Vielzahl nachgelagerter Prozesse in der Fondsadministration zum Einsatz. Die Wertschöpfungskette im Bereich der Investmentanlagen ist nachfolgend veranschaulicht. Dabei wird auch die vertikale Integration der Netfonds-Gruppe im Bereich des Asset Managements deutlich.

Wertschöpfungskette in der Investmentanlage



Quelle: Montega

Wir sehen insbesondere in der breiten Abdeckung der Wertschöpfungskette durch die Netfonds-Gruppe einen Wettbewerbsvorteil, da das Unternehmen sowohl vor- als auch nachgelagerte Prozesse in einer Hand hält, hierüber Kostenvorteile erlangen kann und für die Kunden als Komplettanbieter zur Verfügung steht. Nicht nur das Wholesale-Segment profitiert von der ausgeprägten vertikalen Integration. In Kombination mit den neuen Wachstumssegmenten Technology und Regulatory können in hohem Maße Synergien verwirklicht werden. Vergleichbar diversifizierte Wettbewerber sind in der Industrie schwer zu finden.

Segmentumstellung legt Grundstein für Ausbau der Technologieführerschaft

Kern der aktuellen Unternehmensstrategie der Netfonds AG ist der Ausbau des Unternehmens zu einem Technologiekonzern für die Finanzindustrie. Dabei liegt der Fokus auf der vollständigen Digitalisierung der Geschäftsbereiche. Mit den erst kürzlich neu gegliederten Segmenten wird sich die Gesellschaft hierauf noch stärker konzentrieren können und die Digitalaktivitäten im Segment Technology bündeln.

Für den Herbst 2018 ist nach gut zweijähriger Entwicklungsphase der Roll-Out der neuen Technologieplattform FinFire geplant. In FinFire sieht der Netfonds-Vorstand einen Game-Changer. Die Plattform soll die erste ihrer Art werden und den bis dato typischen Netfondskunden (Makler, Versicherungsvermittler, Finanzberater, Vermögensverwalter) aber auch Banken, Fondsgesellschaften und Versicherungen vielfältige technologische Lösungen im Tagesgeschäft bieten. Neu dürfte dabei sein, dass es für Kunden möglich sein wird, auch nur Teile der Netfonds-Infrastruktur in Form von Lizenzgeschäften oder Outsourcing-Mandaten abzurufen. Hierüber soll der Kunde künftig noch stärker von der breiten Produktpalette profitieren, was neben Neugeschäft auch Cross-Selling-Potenziale hervorrufen kann.

Für Vermögensverwalter und Asset Manager plant Netfonds mit dem Start von "cloudfolio" einen online basierten, digitalen Marktplatz für Vermögensverwaltungsstrategien ins Leben zu rufen. Dieser richtet sich gezielt an namhafte Fondsmanager und Vermögensverwalter, die ihre eigenen Anlagestrategien digital verwalten, veröffentlichen und vermarkten möchten. Alle auf Cloudfolio veröffentlichten Strategien stehen einer breiten Masse an Anlageberatern für den Vertrieb zur Verfügung. Die Kosten für die Kundenakquise werden so vom Strategiegeber auf die Anlageberater ausgelagert.

Weiterer Vorteil für die Strategiegeber ist v.a. der Wegfall des administrativen Aufwands in der Portfolioverwaltung. Dazu zählen z.B. die Überprüfung der Anlagerichtlinien sowie der Beratungs- und Dokumentationsaufwand. Dem Strategiegeber und den Anlageberatern soll es ermöglicht werden, eine Vielzahl von Kunden zu adressieren, die vorher nicht allein abgedeckt werden konnten. Zum Beispiel für Anleger mit mittleren/kleineren Depotvolumina, bei denen sich der administrative Aufwand nicht lohnen würde und die in sogenannte „advice-gaps“ rutschen würden.

Mit dem Launch der beiden Plattformen wird das bestehende Angebot des Unternehmens im neuen Segment Technology um margenreiche Geschäftsfelder ergänzt. Weiterhin bedient Netfonds hiermit die hohe Nachfrage nach digitalen Lösungen in der Anlageberatung und Vermögensverwaltung. Die individuellen Gestaltungsmöglichkeiten der Produkte sollten künftig die Kundenbasis erweitern und die Gesellschaft in Ihrer Vertriebsmacht bestärken. In der Entwicklung innovativer Plattformdienstleistungen für die Finanzindustrie verfügt der Konzern zudem über einen guten Track-Record, der über die Wachstumshistorie des Unternehmens zum Ausdruck kommt.

Regulatorik fördert weiteres Wachstum im Segment Regulatory

Als Maklerpool mit Haftungsdachfunktion ist die Netfonds-Gruppe u.E. sehr gut positioniert, um von den bislang vorgenommenen regulatorischen Maßnahmen zu profitieren. Gerade im Bereich der Haftungsdächer sehen wir noch großes Wachstumspotenzial. Zum einen wird es für Makler und Finanzintermediäre, die nicht einer großen Bank oder Versicherung angeschlossen sind, immer schwieriger, allen regulatorischen Anforderungen gerecht zu werden, sodass sie unter das Haftungsdach flüchten. Zum anderen bieten sich den Beratern umfangreichere Produktportfolien und Erleichterungen in der Erlangung der erforderlichen Lizenzen zum Vertrieb der jeweiligen Produkte.

Seit Mitte 2017 ist Netfonds mit ihrer Tochtergesellschaft fundsware GmbH zudem in das Zusatzgeschäft mit Pflichtbroschüren eingetreten. Der Markt für Pflichtbroschüren im Bereich der Basisinformation zur Vermögensanlage wurde bislang fast ausschließlich vom Bankenverlag (Marktanteil >80%) bedient. Durch die Regulierungswelle muss inzwischen jedes Finanzmarktprodukt mit einer Pflichtbroschüre über entsprechende Risiko- und Produkteigenschaften ausgegeben werden. Nach Netfonds-Angaben ist es dem Unternehmen gelungen, diese Produktinformationsblätter weitestgehend zu standardisieren. Über die fundsware vertreibt Netfonds nun die Pflichtinformationen für Wertpapierdienstleistungen, die sowohl als PDF-Download, als auch als Printversion verfügbar sind. Hierzu führt das Unternehmen bereits erste aussichtsreiche Gespräche mit führenden Banken und Investmentfondsgesellschaften. Auch in diesem Bereich dürfte Netfonds entsprechend von der höheren Regulierungsdynamik profitieren.

Etabliertes Kunden-, Kooperations- und Vertriebsnetzwerk

Zu den Netfonds-Kunden gehören u.a. freie Finanzberater. Dazu zählen vor allem auch größere Assekuranzen und Belegschaftsmakler. Auch verschiedene Banken greifen auf das Angebot der Netfonds-Gruppe zurück. Hier gilt das Unternehmen quasi als Zweitanbieter und ergänzt das Angebot bestehender Erstkooperationen, wie sie ansonsten üblich sind. Die White Label-Produkte können problemlos in eine bestehende IT-Infrastruktur eingegliedert werden und ermöglichen eine noch größere Produktlandschaft.

Wie die meisten Maklerpools verfügt Netfonds über ein breites Kooperationsnetzwerk mit über 100 Versicherern und führenden Fondsadministratoren. Durch die starke Basis an Produktpartnern agiert die Gruppe unabhängig und kann ihren Kunden ein großes Produktangebot zur Verfügung stellen.

Der gesamte Vertrieb der Netfonds Gruppe wird aus der Konzernzentrale in Hamburg organisiert. Zudem spielen Messen, Roadshows und Firmenevents eine große Rolle. Wichtige Messen im deutschen Raum sind z.B. die „DKM DIE Leitmesse“ für die Finanz- und Versicherungswirtschaft oder die „MMM Münchner Makler- und Mehrfachagentenmesse“, die beide gerade im Bereich der freien Makler sehr stark nachgefragt sind.

Zusammenfassend erzielt Netfonds Wettbewerbsvorteile v.a. über Technologievorsprünge in der angebotenen Plattform, Kostenvorteile durch Größe, ein diversifiziertes Produktportfolio und ein hohes Maß an regulatorischem Know-How.

FINANZEN

Jüngste Performance zeigt erste Erfolge der Wachstumsstory

Die Netfonds-Gruppe wies im letzten Geschäftsjahr 2017 eine starke operative Entwicklung auf. Der Konzernumsatz stieg um 22,6% auf nun 86,0 Mio. Euro, womit die Wachstumsstory der letzten Jahre fortgesetzt werden konnte. Vor 2016 wurden die Konzernumsätze jedoch noch nach HGB-Rechnungslegungsgrundsätzen ausgewiesen, sodass sie von mangelnder Vergleichbarkeit waren.

Auch ergebnisseitig konnte das Unternehmen in 2017 kräftig zulegen. So stieg das EBIT von 1,1 Mio. Euro in 2016 auf 1,5 Mio. Euro in 2017 um 37,7% überproportional an. Hier machten sich Skaleneffekte des Plattformgeschäfts wie z.B. unterproportional gewachsene Personalkosten bemerkbar, was sich auch bis zur Nettoergebnisebene durchschlug. Nach Steuern betrug dieses 1,0 Mio. Euro (Vorjahr: 0,6 Mio. Euro). Die wichtigsten Kennziffern hierzu haben wir in der nachfolgenden Tabelle zusammengefasst.

Netfonds AG - FY 2017	2017	2016	yoy
Brutto-Konzernumsatz	86,0	70,1	22,6%
EBITDA	2,2	1,8	22,9%
<i>EBITDA-Marge</i>	2,6%	2,6%	
EBIT	1,5	1,1	37,7%
<i>EBIT-Marge</i>	1,8%	1,6%	
Jahresüberschuss	1,0	0,6	50,1%
EPS	0,45	0,30	50,0%

Quelle: Unternehmen Angaben in Mio. Euro, EPS in Euro

Jahresauftakt stand unter dem Stern der strategischen Neuausrichtung

Ende September 2018 legte der Konzern erstmals konsolidierte Halbjahreszahlen vor, die auch im Zeichen der segmentalen Neuausrichtung und der Investitionsvorhaben zum Ausbau der IT-Infrastruktur standen.

Dabei konnte der Umsatz im ersten Halbjahr 2018 auf Brutto-Erlösebene erneut um 13,5% auf 46,6 Mio. Euro (Vorjahr: 41,1 Mio. Euro) zulegen. Das EBITDA von 0,6 Mio. Euro war hingegen gegenüber dem Vorjahreswert von 1,2 Mio. Euro stark rückläufig. Grund hierfür waren jedoch die im Vorfeld angekündigten IT-Investitionen im Rahmen der Entwicklung der FinFire-Plattform, die sich im ersten Halbjahr auf 1,3 Mio. Euro beliefen. Davon können laut Unternehmen rund 0,8 Mio. Euro als Einmalaufwendungen deklariert werden. Das um diese Einmalaufwendungen adjustierte EBITDA von 1,4 Mio. Euro legte mit einer erneut zweistelligen Wachstumsrate von 17,6% weiter überproportional zum Umsatz zu. Dabei gilt zu beachten, dass das erste Halbjahr im Finanzsektor tendenziell das schwächere ist.

Ebenfalls erfreulich entwickelten sich die AuM, die von 7,6 Mrd. auf 9,0 Mrd. Euro gesteigert werden konnten. Damit wuchs der Bestand in der Administration der Netfonds-Gruppe erneut stärker als der Markt. Folgende Tabelle fasst die wesentlichen Kennziffern des H1 zusammen.

Netfonds AG - H1 2018	H1/18	H1/17	yoy
Brutto-Konzernumsatz	46,6	41,1	13,5%
EBITDA	0,6	1,2	-47,8%
adj. EBITDA	1,4	1,2	17,6%
adj. EBITDA-Marge (Brutto)	3,1%	3,0%	
Assets under Administration	9.000,0	7.600,0	18,4%

Quelle: Unternehmen Angaben in Mio. Euro

Auf Einzelsegmentebene zeigte sich nun auch erstmals das hohe Wachstumspotenzial der noch verhältnismäßig kleinen und neuen Segmente der Netfonds-Gruppe. Während sich Netfonds Kernsegment Wholesale mit einem Umsatz von 34,7 Mio. Euro stabil entwickelte (Vorjahr: 34,4 Mio. Euro), konnten die Segmente Regulatory und Technology dreistellige und hohe zweistellige Wachstumsraten von 155,9% und 80,4% aufweisen. Allerdings sind die Umsätze von 2,7 Mio. Euro im Segment Regulatory und 8,2 Mio. Euro im Segment Technology noch verhältnismäßig unbedeutend. Der Ergebnisbeitrag der skalierbaren und hochmargigen Plattformgeschäfte dürfte jedoch wesentlich höher sein. Die Entwicklung der einzelnen Segmente ist in der nachfolgenden Tabelle abgebildet.

Netfonds AG – Segmente H1 2018	H1/18	H1/17	yoy
Regulatory	2,70	1,10	155,9%
Technology	8,20	4,50	80,4%
Wholesale	34,70	34,40	0,7%
Marketing & Products	1,00	1,00	1,3%

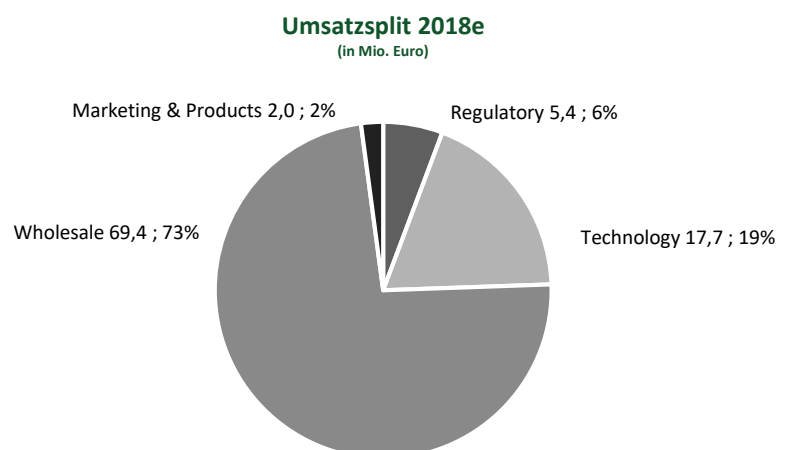
Quelle: Unternehmen Angaben in Mio. Euro

Positive Aussicht auf Fortsetzung des starken Wachstums der neuen Segmente

Die Guidance des Unternehmens sieht für 2018 Bruttoumsätze zwischen 92,0 und 97,0 Mio. Euro vor (Vorjahr: 86,0 Mio. Euro) und unterstellt damit auf Gesamtjahresbasis ein weiteres Wachstum von 7,0 bis 12,8%.

Für das um IT-Investitionen adjustierte EBITDA wird ein Wert in der Bandbreite von 2,5 bis 3,0 Mio. Euro erwartet, wobei sich die IT-Aufwendungen im laufenden Jahr auf 1,5 Mio. Euro (H1: 1,3 Mio. Euro) belaufen und damit nicht mehr deutlich erhöhen dürften.

In unserer Prognose für 2018 orientieren wir uns in der Mitte der Bandbreiten und gehen von einem Umsatz von 94,5 Mio. Euro bzw. einem EBITDA von 1,3 Mio. Euro nach Investitionen aus. Dabei unterstellen wir die in der folgenden Abbildung aufgeführte segmentale Erlösaufteilung.



Quelle: Unternehmen, Montega

Hohes Potenzial in den Segmenten Regulatory und Technology treibt Umsatz

Für die Folgejahre erwarten wir weiterhin starkes Wachstum in den Segmenten Regulatory und Technology von jeweils knapp 30% in 2019, das bis 2021 auf rund 20% zurückfällt. In den beiden Wachstumsmärkten Regulatory und Technology dürften sich damit die dargestellten Wachstumsperspektiven für Haftungsblätter und Basisinformationshefte (Regulatory) sowie die Cloudfolio- und FinFire-Plattform (Technology) weiter materialisieren. Im Segment Marketing & Products, worüber hauptsächlich die Abrechnung

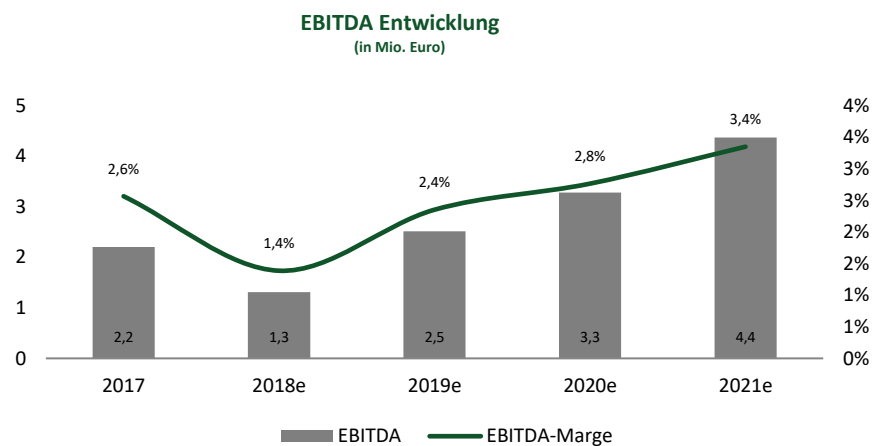
für die Organisation von Roadshows sowie Vertriebsereignisse erfolgt und die Erträge aus dem eigenen Fonds erfasst werden, erwarten wir Steigerungen von durchschnittlich 20%. Hier dürfte sich insbesondere das Wachstum in den anderen Segmenten auszahlen. Für das Kern-Segment Wholesale (klassisches Maklerpoolgeschäft) erwarten wir hingegen Wachstumsraten im mittleren einstelligen Prozentbereich. Damit tragen wir dem Umstand Rechnung, dass diese Märkte u.E. weitestgehend ausgereizt sein dürften. Ausgehend von den vorliegenden Halbjahreszahlen gibt die nachstehende Tabelle unsere Umsatzplanung wieder.

Segmentplanung	H1/18	2018e	2019e	2020e	2021e	CAGR
Regulatory	2,7	5,4	6,9	8,6	10,3	24,1%
Technology	8,2	17,7	22,6	28,2	33,9	24,1%
Wholesale	34,7	69,4	75,1	78,8	82,7	5,0%
Marketing & Products	1,0	2,0	2,4	2,9	3,5	20,0%
Netfonds Konzern	46,6	94,5	106,9	118,5	130,4	11,3%

Quelle: Unternehmen Angaben in Mio. Euro

Margenstärkeres Neugeschäft dürfte die Ergebniskennzahlen treiben

Auf Ergebnisebene rechnen wir in unserer Detailprognose zudem mit leicht steigenden Margen, was auf das margenstärkere Geschäft der Wachstumsmärkte Technology und Regulatory zurückzuführen sein sollte. Wir zielen dabei auf das EBITDA ab. Die IT- und Infrastrukturaufwendungen von 1,5 Mio. Euro in 2018 haben wir in der Prognose berücksichtigt. Für 2018 haben wir uns an der Guidance orientiert. Ausgehend hiervon ergeben sich somit EBITDA-Margen von 1,4 in 2018 bis 3,4% in 2021e.



Quelle: Unternehmen, Montega

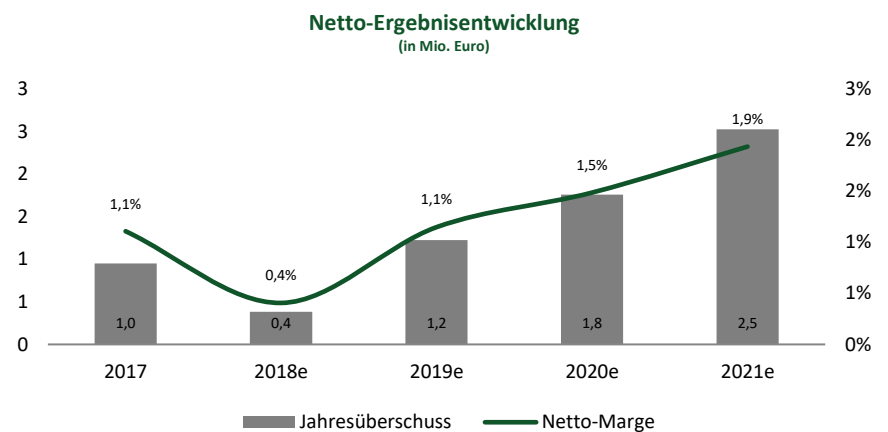
Zudem dürfte sich das Skalierungspotenzial der Plattformen u.E. in leicht rückläufigen Material- und Personalaufwandsquoten bis 2021 zeigen. Die Materialaufwendungen zeigen in diesem Fall zum Großteil diejenigen Provisionsaufwendungen, die von Netfonds im Geschäft Maklerpool an die jeweiligen Makler und Vermögensverwalter weitergegeben werden.

Das Finanzergebnis der Netfonds-Gruppe enthielt zuletzt Beteiligungserträge in Höhe von 0,378 Mio. Euro in 2017 und 0,112 Mio. Euro in 2016. Hierbei handelt es sich im Wesentlichen um Beteiligungserträge aus „at Equity“-Beteiligungen. Zu den nicht vollkonsolidierten Gesellschaften gehörten die 49%ige Tochter NFS Capital AG, die das unternehmenseigene Fondsmanagement verantwortet sowie die FinFire Solutions GmbH (Anteil Netfonds 49%) und die Prima Fonds Service GmbH (Anteil Netfonds 35%).

Im Geschäftsjahr 2018 werden die Gesellschaften zu 100%igen Tochterunternehmen und sollen damit vollkonsolidiert ausgewiesen werden. Die Erträge hieraus sind somit bereits in der Guidance des Unternehmens enthalten.

Für die Ertragssteuerbelastung unterstellen wir mit 30% den Durchschnittssteuersatz deutscher Unternehmen. Im Bereich der Zinsaufwendungen schreiben wir die bestehende Zinslast von ca. 70 Tsd. Euro fort.

Im Ergebnis rechnen wir damit, dass auch nach Berücksichtigung der investitionsbedingten Ergebnisbelastungen in 2018 noch ein positiver Jahresüberschuss von 0,4 Mio. Euro bzw. eine Netto-Ergebnismarge von 0,4% erzielt wird. Für die Folgejahre dürfte Netfonds in der Lage sein, diese auf bis zu 1,9% bzw. einen Nettojahresüberschuss von ca. 2,5 Mio. Euro auszubauen. Unsere Nettoergebnis-Planung fasst die nachfolgende Grafik zusammen.

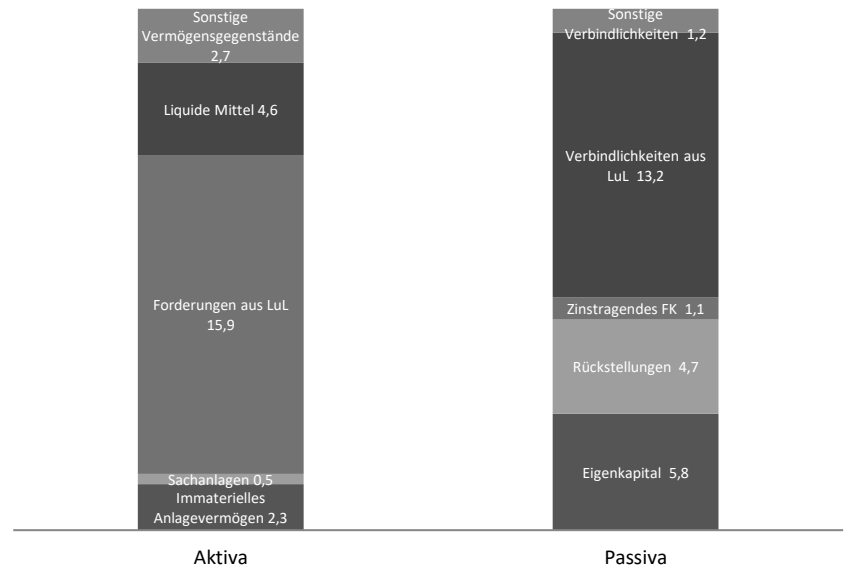


Quelle: Unternehmen, Montega

Solide Bilanz

Die Netfonds-Gruppe verfügt über eine solide Bilanzstruktur, die auf der Aktivseite vorwiegend aus Forderungen (64,6%) sowie Cash (17,5%) und auf der Passivseite zum Großteil aus Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen (50,9%) und Eigenkapital (22,3%) besteht. Kurzfristige Schulden sind über kurzfristiges Vermögen abgesichert. Die geringe Eigenkapitalquote spielt insofern keine Rolle, als dass Finanzierungen des Umlaufvermögens zum überwiegenden Teil durch Lieferanten-Verbindlichkeiten gedeckt werden. Dies spiegelt sich auch in einem negativem Cash-Conversion-Cycle, bedingt durch einen schnelleren Forderungsumschlag, wider. Große Net Working Capital-Finanzierungen, die vom Unternehmen selbst vorzunehmen wären, fallen insofern nicht an. Nach Betrachtung des Sachanlage- und immateriellen Anlagevermögens von in Summe 2,8 Mio. Euro wirkt das Geschäft auch nicht besonders kapital- und investitionsintensiv.

Die Rückstellungen in Höhe von 4,7 Mio. Euro (ca. 18,0% der Bilanzsumme) enthalten im Wesentlichen Steuerrückstellungen in Höhe von 0,489 Mio. Euro, Jahresabschluss- und Prüfungskosten von in etwa 0,180 Mio. Euro sowie noch zu erstellende Provisionsgutschriften von ca. 3,226 Mio. Euro.

Bilanzstruktur
(per 31.12.2017; in Mio. Euro)

Quelle: Unternehmen

BEWERTUNG

DCF-Modell

Das DCF-Modell reflektiert die vergleichsweise sicheren mittel- bis langfristigen Wachstumsperspektiven, die aus der starken Wettbewerbsposition von Netfonds im Reifemarkt Wholesale und den skalierbaren Geschäftsmodellen in den Wachstumsmärkten Technology und Regulatory resultieren.

In den kommenden Jahren dürfte Netfonds seine Marktposition im Segment Wholesale verfestigen und in den Segmenten Technology und Regulatory mit innovativen Produkten zweistellige Wachstumsraten erreichen. Nach unserer Detailprognose haben wir die eingeplanten Wachstumsraten abfallen lassen, um die Wahrscheinlichkeit konjunktureller Abschwächungen zu berücksichtigen.

Zur Ermittlung des Terminal Values wurde eine ewige Wachstumsrate von 2,0% unterstellt, was ein Wachstum leicht über der Inflationserwartung widerspiegelt.

Aufgrund der strategischen Ausrichtung auf margenstärkere Wachstumfelder und des Skalenpotenzials dieser Geschäftsmodelle wird von 2017 bis 2022 ein sukzessiver Anstieg der EBIT-Margen angenommen, der bis auf 4,8% in 2024 anhält. Dieses Margenniveau dürfte aufgrund zunehmender Konkurrenz dauerhaft nicht zu verteidigen sein, sodass nach 2024 deshalb wieder leicht rückläufige Margen prognostiziert werden. Langfristig sollte eine durchschnittliche EBIT-Marge von 4,2% erreichbar sein.

Das verwendete Beta von 1,25 reflektiert einerseits die zuletzt größeren Kursschwankungen der Aktie sowie andererseits das insgesamt volatilere Kapitalmarktumfeld.

Die risikolose Rendite wird auf Basis langfristiger, festverzinslicher Wertpapiere mit 2,5% angenommen. Für die Marktrendite werden 9,0% unterstellt, was insgesamt zu einer Risikoprämie von 6,5% führt. Unter Annahme einer langfristigen Fremdkapitalquote von 35% ergibt sich ein WACC von 8,1%.

Für die Netfonds AG ermittelt sich somit aus dem DCF-Modell ein fairer Wert von 30,00 Euro je Aktie.

DCF Modell

Angaben in Mio.Euro	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	Terminal Value
Umsatz	94,5	106,9	118,5	130,4	143,4	157,0	171,2	174,6
<i>Veränderung</i>	9,9%	13,1%	10,8%	10,0%	10,0%	9,5%	9,0%	2,0%
EBIT	0,6	1,8	2,6	3,7	5,0	6,6	8,2	7,3
<i>EBIT-Marge</i>	0,7%	1,7%	2,2%	2,8%	3,5%	4,2%	4,8%	4,2%
NOPAT	0,4	1,3	1,8	2,6	3,5	4,6	5,8	5,1
Abschreibungen	0,7	0,7	0,7	0,7	0,9	0,9	1,0	1,0
<i>in % vom Umsatz</i>	0,7%	0,6%	0,6%	0,5%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
Liquiditätsveränderung								
- Working Capital	-0,3	-0,3	-0,5	-0,3	-0,2	-0,4	-0,4	-0,1
- Investitionen	-0,4	-0,6	-0,6	-0,6	-1,0	-0,9	-1,0	-1,0
<i>Investitionsquote</i>	0,4%	0,6%	0,5%	0,5%	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)	0,4	1,1	1,4	2,4	3,2	4,2	5,3	5,0
WACC	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%
Present Value	0,4	1,0	1,2	1,9	2,3	2,8	3,3	47,2
Kumuliert	0,4	1,4	2,6	4,5	6,8	9,6	12,9	60,1

Wertermittlung (Mio. Euro)

Total present value (Tpv)	60,1
Terminal Value	47,2
Anteil vom Tpv-Wert	79%
Verbindlichkeiten	2,0
Liquide Mittel	4,6
Eigenkapitalwert	62,6

Aktienzahl (Mio.)	2,11
Wert je Aktie (Euro)	29,68
+Upside / -Downside	38%
Aktienkurs (Euro)	21,50

Modellparameter

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

Beta	1,25
WACC	8,1%
ewiges Wachstum	2,0%

Quelle: Montega

Annahmen: Umsatzwachstumsraten und Margenerwartungen

Kurzfristiges Umsatzwachstum	2018-2021	11,3%
Mittelfristiges Umsatzwachstum	2018-2024	10,4%
Langfristiges Umsatzwachstum	ab 2025	2,0%
EBIT-Marge	2018-2021	1,8%
EBIT-Marge	2018-2024	2,8%
Langfristige EBIT-Marge	ab 2025	4,2%

Sensitivität Wert je Aktie (Euro) ewiges Wachstum

WACC	1,25%	1,75%	2,00%	2,25%	2,75%
8,63%	25,18	26,49	27,21	28,00	29,76
8,38%	26,17	27,60	28,40	29,26	31,21
8,13%	27,24	28,80	29,68	30,63	32,79
7,88%	28,39	30,10	31,07	32,12	34,53
7,63%	29,64	31,52	32,59	33,76	36,45

Sensitivität Wert je Aktie (Euro) EBIT-Marge ab 2025e

WACC	3,70%	3,95%	4,20%	4,45%	4,70%
8,63%	24,78	26,00	27,21	28,43	29,64
8,38%	25,83	27,11	28,40	29,68	30,96
8,13%	26,96	28,32	29,68	31,03	32,39
7,88%	28,19	29,63	31,07	32,51	33,95
7,63%	29,54	31,06	32,59	34,12	35,64

Peergroup-Vergleich

Unter den führenden Maklerpools ist neben der Netfonds AG nur die JDC Group börsennotiert. Die Peergroup umfasst daher ansonsten Unternehmen aus der Finanz- und Vermögensverwaltungsindustrie, die sich im Asset Management, der Finanzanlage oder dem Vertrieb von Finanzanlageprodukten bewegen und unserer Ansicht nach auf stärkeren Technologieeinsatz zurückgreifen. Die Unternehmen werden im Folgenden kurz vorgestellt.

MLP SE ist eines der führenden Finanzdienstleistungsunternehmen Europas. Der Konzern konzentriert sich vornehmlich auf junge Akademiker und vermögende Privatleute. Strategisch rückt dabei die Verknüpfung von Online-Angebot und strategischer Beratung immer stärker in den Fokus. Neben dem größten Makler-Unternehmen Deutschlands gehört der Holding auch eine Bank an, die als Generalunternehmer für MLP-Produkte auftritt. Das Unternehmen betreut mit knapp 1.900 Beratern an 90 Standorten rund 35,4 Mrd. Euro Vermögen und erzielte in 2017 einen Umsatz von 628,2 Mio. Euro.

Die **JDC Group** ist ein deutscher Finanzdienstleister, der ebenfalls in Maklerpoolfunktion mit Haftungsdachanbindung auftritt. Dabei versteht sich das Unternehmen selbst zunehmend als Entwickler von Beratungstechnologien und konzentriert sich strategisch auf die Gewinnung großer Outsourcing-Mandate von z.B. Belegschaftsmaklern oder Ausschließlichkeitsorganisationen. Zur JDC Group gehören aktuell rund 255 Mitarbeiter, mit denen das Unternehmen im Jahr 2017 einen Jahresumsatz von 84,48 Mio. Euro erzielte.

Gruppo MutuiOnline ist ein führender Kredit- und Versicherungsvermittler, der zudem Outsourcing Services für die Asset Management und Versicherungsindustrie in Italien zur Verfügung stellt. Dazu zählen verschiedene Finanzbeteiligungen zur Gruppe. Gruppo Mutui beschäftigt knapp 1.473 Mitarbeiter. Ihr Jahresumsatz betrug in 2017 152,8 Mio. Euro.

Hypoport ist ein Finanzdienstleister, der mit seinen Töchtern in verschiedenen Bereichen des Finanzanlagevertriebes aktiv ist. Dazu zählt in erster Linie der Betrieb von internetbasierten Marktplätzen für Banken, Finanzvertriebe und Sparkassen sowie der unternehmenseigene Finanzvertrieb Dr. Klein & Co. AG. Hypoport beschäftigte in 2017 917 Mitarbeiter und erreichte hiermit einen Jahresumsatz von 194 Mio. Euro.

Als weiteres Unternehmen ist die **GFT Technologies** zu nennen, die als Technologiepartner Digitalisierungsprozesse in der Finanzbranche begleitet. In ihren beiden Kernmärkten Deutschland und Amerika berät das Unternehmen eine Vielzahl systemrelevanter Banken sowie Versicherungen und offeriert unter anderem Plattformlösungen für die Bereiche Retail Banking, Capital Markets und Private Wealth. Weiterhin ist die Modernisierung von Kernbankensystemen sowie der bankinternen Infrastruktur wesentlicher Dienstleistungsschwerpunkt der GFT. Mit etwa 4.740 Mitarbeitern wurde 2017 ein Jahresumsatz von etwa 419 Mio. Euro erwirtschaftet.

Unternehmen	EV (Mio. LW)	EV / EBITDA			EV / EBIT		
		2018e	2019e	2020e	2018e	2019e	2020e
MLP SE	193,4	3,00	2,77	2,57	3,96	3,61	3,31
JDC Group AG	126,1	20,81	12,38	9,92	43,33	18,32	13,54
Gruppo MutuiOnline S.p.A	611,7	11,33	10,18	9,54	13,10	11,48	10,58
Hypoport AG	1126,9	27,15	22,28	18,79	34,75	28,17	23,47
GFT Technologies SE	306,0	8,29	6,72	6,00	10,89	8,54	7,47
Mittelwert		14,11	10,87	9,36	21,21	14,02	11,68
Netfonds AG*	47,0	16,71	18,67	14,33	22,19	25,78	18,18
Potenzial		-16%	-42%	-35%	-4%	-46%	-36%
Fairer Wert je Aktie		18,00	12,20	13,80	20,50	11,30	13,50

Quelle: Unternehmen, Montega, Capital IQ, *2018e: adj. EBITDA, adj. EBIT

Für unsere Peergroup-Analyse haben wir das 2018er EBITDA und EBIT von Netfonds um die einmaligen IT-Investitionen in Höhe von 1,5 Mio. Euro adjustiert, um ein normalisiertes Ergebnis zu vergleichen. Aus der Peergroup ergeben sich im Mittel EV/EBITDA- und EV/EBIT-Multiples von 14,1x und 21,2x. Für die Netfonds-Aktie implizieren diese einen fairen Wert in der Bandbreite von 18,00 und 20,50 Euro. Unter den derzeitigen Rahmenbedingungen bedeutet dies eine leichte Überbewertung der Netfonds-Aktie auf Basis der Peergroup-Analyse.

In der Ermittlung unseres Kurszieles legen wir jedoch etwas höheres Gewicht (60%) auf die DCF-basierte Bewertung, da diese die Wachstums- und Ertragsperspektiven der Gesellschaft u.E. besser wiedergibt.

Im Ergebnis erachten wir einen Aktienkurs von 26,00 Euro als fair. Das daraus abzuleitende Upside-Potenzial beträgt 21%. Unsere Empfehlung lautet insofern „Kaufen“.

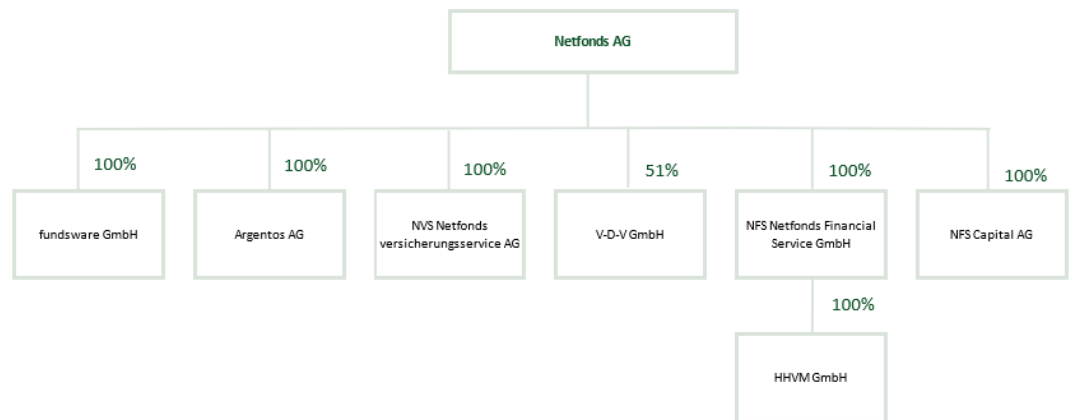
UNTERNEHMENSHINTERGRUND

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 2017 erzielte das Unternehmen mit 165 Mitarbeitern einen Jahresumsatz von 86 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

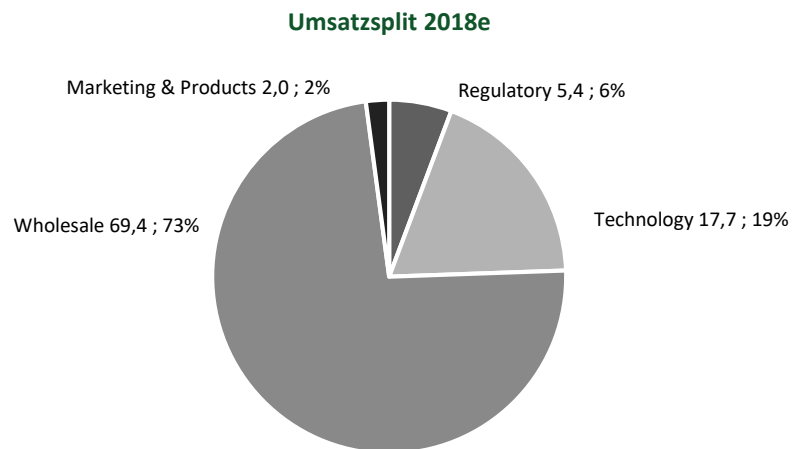
In der Betrachtung der aktuellen Holdingstruktur des Konzerns zeigt sich die in den letzten Jahren vorangetriebene zunehmende Diversifizierung der Geschäftsbereiche, wobei gleichzeitig die starken Positionierungen in den beiden Kernbereichen Maklerpools und Finanzdienstleistung forciert werden. Die folgende 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 für 2018 erwarteten Umsatz- und Rohertragsbeiträge der Segmente 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

G&V (in Mio. Euro) Netfonds AG	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Umsatz	70,1	86,0	94,5	106,9	118,5
Bestandsveränderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktivierete Eigenleistungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gesamtleistung	70,1	86,0	94,5	106,9	118,5
Materialaufwand	57,6	70,3	76,5	86,3	95,4
Rohhertrag	12,6	15,7	18,0	20,6	23,1
Personalaufwendungen	7,1	8,2	10,5	11,2	11,9
Sonstige betriebliche Aufwendungen	5,5	6,7	7,7	8,3	9,5
Sonstige betriebliche Erträge	1,8	1,4	1,5	1,5	1,5
EBITDA	1,8	2,2	1,3	2,5	3,3
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,7	0,1	0,1	0,1	0,1
EBITA	1,1	2,1	1,2	2,4	3,2
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,0	0,6	0,6	0,6	0,6
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	1,1	1,5	0,6	1,8	2,6
Finanzergebnis	0,1	0,3	-0,1	-0,1	-0,1
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	1,2	1,8	0,5	1,8	2,5
Außerordentliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	1,2	1,8	0,5	1,8	2,5
EE-Steuern	0,3	0,6	0,2	0,5	0,8
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	0,8	1,3	0,4	1,2	1,8
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	0,8	1,3	0,4	1,2	1,8
Anteile Dritter	0,2	0,3	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss	0,6	1,0	0,4	1,2	1,8

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

G&V (in % vom Umsatz) Netfonds AG	2016	2017	2018e	2019e	2020e
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	82,1%	81,7%	81,0%	80,8%	80,5%
Rohhertrag	17,9%	18,3%	19,0%	19,3%	19,5%
Personalaufwendungen	10,1%	9,5%	11,1%	10,5%	10,0%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	7,9%	7,8%	8,1%	7,8%	8,0%
Sonstige betriebliche Erträge	2,6%	1,7%	1,6%	1,4%	1,3%
EBITDA	2,6%	2,6%	1,4%	2,4%	2,8%
Abschreibungen auf Sachanlagen	1,0%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
EBITA	1,6%	2,4%	1,3%	2,3%	2,7%
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,0%	0,7%	0,6%	0,6%	0,5%
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT	1,6%	1,8%	0,7%	1,7%	2,2%
Finanzergebnis	0,1%	0,4%	-0,1%	-0,1%	-0,1%
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	1,7%	2,1%	0,6%	1,6%	2,1%
Außerordentliches Ergebnis	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBT	1,7%	2,1%	0,6%	1,6%	2,1%
EE-Steuern	0,5%	0,7%	0,2%	0,5%	0,6%
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	1,2%	1,5%	0,4%	1,1%	1,5%
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	1,2%	1,5%	0,4%	1,1%	1,5%
Anteile Dritter	0,3%	0,4%	0,0%	0,0%	0,0%
Jahresüberschuss	0,9%	1,1%	0,4%	1,1%	1,5%

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

Bilanz (in Mio. Euro) Netfonds AG	2016	2017	2018e	2019e	2020e
AKTIVA					
Immaterielle Vermögensgegenstände	2,6	2,3	1,9	1,7	1,5
Sachanlagen	0,1	0,5	0,6	0,7	0,7
Finanzanlagen	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Anlagevermögen	3,4	2,7	2,4	2,3	2,2
Vorräte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	13,9	15,9	17,5	19,8	22,0
Liquide Mittel	3,7	4,6	4,6	5,7	7,2
Sonstige Vermögensgegenstände	0,8	2,7	2,7	2,7	2,7
Umlaufvermögen	18,4	23,2	24,9	28,3	31,9
Bilanzsumme	21,8	26,0	27,3	30,6	34,1
PASSIVA					
Eigenkapital	4,2	4,9	5,0	6,3	8,1
Anteile Dritter	0,6	0,9	0,9	0,9	0,9
Rückstellungen	3,4	4,7	4,7	4,7	4,7
Zinstragende Verbindlichkeiten	0,9	1,1	1,1	1,1	1,1
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	12,4	13,2	14,5	16,5	18,2
Sonstige Verbindlichkeiten	0,4	1,2	1,2	1,2	1,2
Verbindlichkeiten	17,1	20,2	21,4	23,4	25,1
Bilanzsumme	21,8	26,0	27,3	30,6	34,1

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

Bilanz (in % der Bilanzsumme) Netfonds AG	2016	2017	2018e	2019e	2020e
AKTIVA					
Immaterielle Vermögensgegenstände	11,7%	8,7%	6,9%	5,5%	4,4%
Sachanlagen	0,7%	1,8%	2,0%	2,1%	2,2%
Finanzanlagen	3,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Anlagevermögen	15,8%	10,5%	8,9%	7,6%	6,6%
Vorräte	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	63,7%	61,3%	64,1%	64,7%	64,5%
Liquide Mittel	17,0%	17,5%	16,9%	18,7%	21,0%
Sonstige Vermögensgegenstände	3,7%	10,5%	10,0%	8,9%	8,0%
Umlaufvermögen	84,4%	89,4%	91,0%	92,3%	93,5%
Bilanzsumme	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
PASSIVA					
Eigenkapital	19,2%	19,0%	18,4%	20,7%	23,7%
Anteile Dritter	2,6%	3,3%	3,2%	2,8%	2,5%
Rückstellungen	15,6%	17,9%	17,0%	15,2%	13,6%
Zinstragende Verbindlichkeiten	4,1%	4,3%	4,1%	3,7%	3,3%
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	56,9%	50,9%	53,1%	53,9%	53,4%
Sonstige Verbindlichkeiten	1,8%	4,4%	4,2%	3,8%	3,4%
Verbindlichkeiten	78,4%	77,5%	78,5%	76,6%	73,7%
Bilanzsumme	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

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

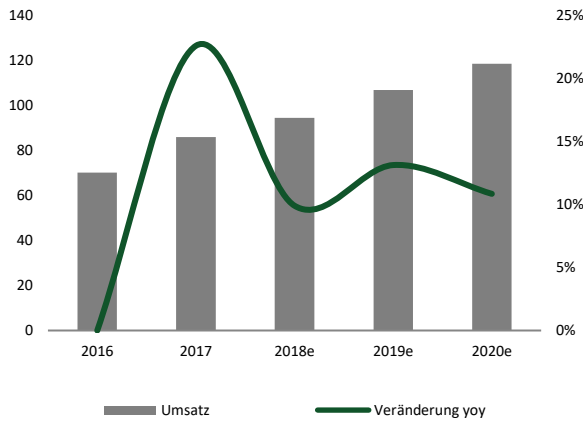
Kapitalflussrechnung (in Mio. Euro) Netfonds AG	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	0,8	1,3	0,4	1,2	1,8
Abschreibung Anlagevermögen	0,7	0,1	0,1	0,1	0,1
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,0	0,6	0,6	0,6	0,6
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,4	1,1	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-0,3	0,6	0,0	0,0	0,0
Cash Flow	1,6	3,6	1,1	1,9	2,5
Veränderung Working Capital	-0,3	-1,4	-0,3	-0,3	-0,5
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	1,3	2,2	0,8	1,6	2,0
CAPEX	-0,4	-0,8	-0,4	-0,6	-0,6
Sonstiges	0,0	-0,6	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	-0,4	-1,4	-0,4	-0,6	-0,6
Dividendenzahlung	0,0	-0,3	-0,4	0,0	0,0
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-0,2	0,9	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	-0,2	0,7	-0,4	0,0	0,0
Effekte aus Wechselkursänderungen	3,0	3,6	0,0	0,0	0,0
Veränderung liquide Mittel	0,6	1,4	0,0	1,0	1,4
Endbestand liquide Mittel	3,6	5,1	4,5	5,6	7,1

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

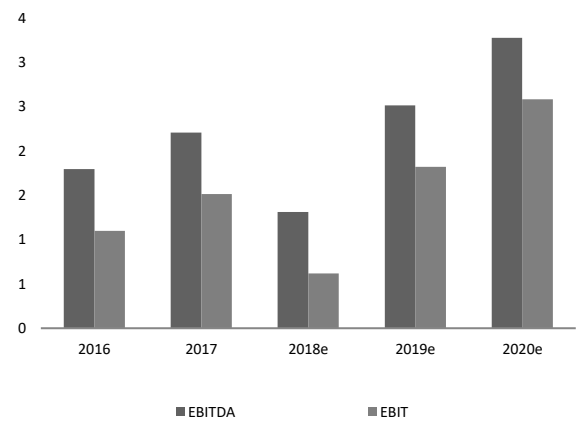
Kennzahlen Netfonds AG	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Ertragsmargen					
Rohertragsmarge (%)	17,9%	18,3%	19,0%	19,3%	19,5%
EBITDA-Marge (%)	2,6%	2,6%	1,4%	2,4%	2,8%
EBIT-Marge (%)	1,6%	1,8%	0,7%	1,7%	2,2%
EBT-Marge (%)	1,7%	2,1%	0,6%	1,6%	2,1%
Netto-Umsatzrendite (%)	1,2%	1,5%	0,4%	1,1%	1,5%
Kapitalverzinsung					
ROCE (%)	n.a.	70,6%	26,1%	73,2%	93,5%
ROE (%)	n.a.	20,1%	6,6%	20,9%	24,4%
ROA (%)	n.a.	3,7%	1,4%	4,0%	5,2%
Solvenz					
Net Debt zum Jahresende (Mio. Euro)	-2,8	-3,4	-3,5	-4,6	-6,0
Net Debt / EBITDA	-1,6	-1,6	-2,7	-1,8	-1,8
Net Gearing (Net Debt/EK)	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,7
Kapitalfluss					
Free Cash Flow (Mio. EUR)	0,9	1,4	0,4	1,0	1,4
Capex / Umsatz (%)	1%	2%	0%	1%	1%
Working Capital / Umsatz (%)	2%	2%	3%	3%	3%
Bewertung					
EV/Umsatz	0,7	0,5	0,5	0,4	0,4
EV/EBITDA	26,2	21,3	35,8	18,7	14,3
EV/EBIT	42,8	31,0	76,1	25,8	18,2
EV/FCF	54,1	34,5	120,4	46,0	34,7
KGV	71,7	47,8	119,4	37,1	25,9
P/B	10,9	9,2	9,1	7,2	5,6
Dividendenrendite	0,5%	0,9%	0,0%	0,0%	0,0%

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

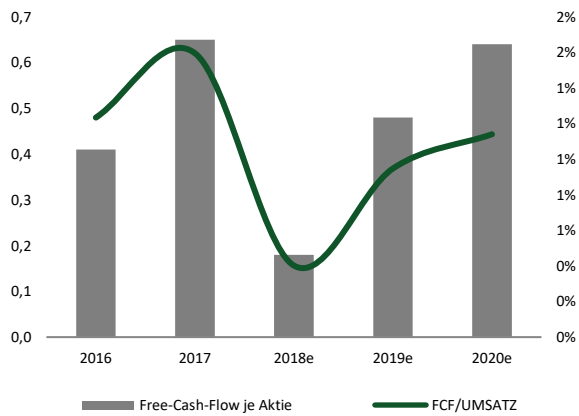
Umsatzentwicklung



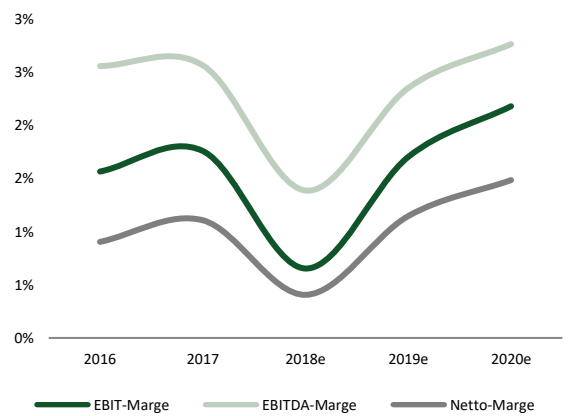
Ergebnisentwicklung



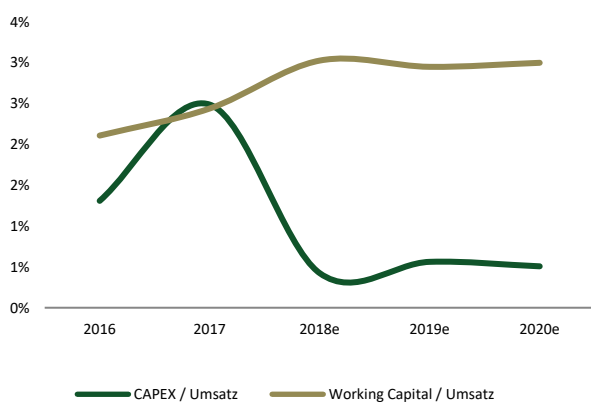
Free-Cash-Flow Entwicklung



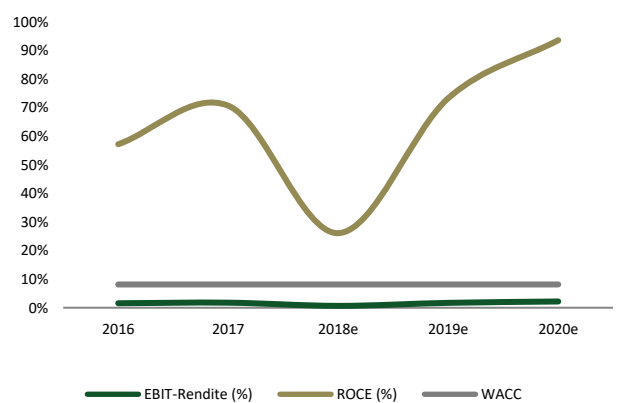
Margenentwicklung



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: 28.10.2018):

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: 28.10.2018):

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.

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	29.10.2018	21,50	26,00	+21%
