

## Update

### Aktien | Deutschland

26.01.2011

Anlageempfehlung:

## Halten

Risiko:

**Hoch**

Aktueller Preis: EUR 0,75

Neues Kursziel: EUR 0,90

altes Kursziel: EUR 1,30

Potenzial: 20%

Sektor: Software

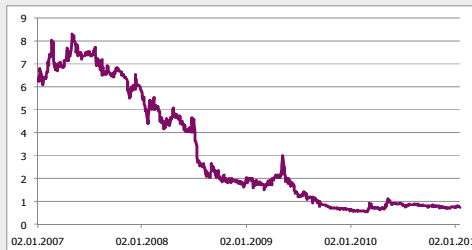
Reuters Code: NETG.MU  
Bloomberg Code: NETK GY

Internetseite: www.netag.de  
Fiskaljahrende: September

### Handelszahlen

Hoch/Tief 52w: EUR 1,15 - 0,55  
Marktkap.: EUR 3,52 Mio.  
ausst. Aktien: 4,4 Mio.  
Free Float: 85%

### Kursentwicklung



### Finanzkalender:

24. Mai 2011: Hauptversammlung  
24. Mai 2011: Ergebnisse H1 2011

Datum und Zeitpunkt der Kurse  
26.01.2011 10:00

Dipl. Volkswirt Raimund Saier, CEFA, Analyst  
VEM Aktienbank  
089 30903 4881  
r.saier@vem-aktienbank.de

Bitte achten Sie auf den Disclaimer und andere  
Informationen auf Seite 3

## net SE

### Umsatz für das Gesamtjahr unter unseren Erwartungen

Die net SE veröffentlichte ihr Ergebnis für das Geschäftsjahr 2009/2010. Der Gesamtumsatz betrug EUR 17,46 Mio. und lag somit 5,6% über dem Ergebnis des letzten Jahres. Wir rechneten mit einem Umsatzplus von 10%. Im ersten Halbjahr 09/10 sah es auch danach aus, dass die net SE unsere Umsatzziele erreichen, wenn nicht sogar übertreffen sollte. Aber das zweite Halbjahr 09/10 verlief enttäuschend. Hauptgrund war der Absatzmarkt "Spanien". Hier ist die Finanzkrise noch längst nicht überwunden, die Arbeitslosenquote hoch und die Konsumneigung gering. Die Folge war eine geringe Nachfrage nach net SE Produkten. Sehr zufriedenstellend und positiv war aber das Umsatzwachstum in Lateinamerika.

Negativ verlief auch die Bruttomargenentwicklung. Die abzuführenden Lizenzgebühren stiegen überproportional an und betragen 70,8% des Gesamtumsatzes. Im Vorjahr waren dies noch 59,8%. Die Lizenzgeber scheinen also die Verträge zu Ungunsten der net SE verändert zu haben. Somit ist es nicht verwunderlich, dass die net SE auch 2009/2010 ein en Verlust von EUR -0,555 Mio. erzielte, obwohl Restrukturierungsmaßnahmen zu Einsparungen führten.

### Auch im Geschäftsjahr 2010/2011 noch keine Trendwende

Vor allem aufgrund der weiterhin unerwartet hohen Lizenzgebühren und einer anhaltenden Konsumschwäche in Spanien glauben wir, dass auch im laufenden Jahr ein Verlust erwirtschaftet wird. Im ursprünglichen Modell sind wir im Geschäftsjahr 2010/2011 von einem Gewinn ausgegangen, jetzt rechnen wir mit einem leichten Nettoverlust von EUR 17,0 Tsd..

Erst im folgenden Geschäftsjahr 2011/2012 gehen wir davon aus, dass die Trendwende vollzogen werden kann und das Unternehmen in der Lage sein sollte, einen Nettogewinn von EUR 0,276 Mio. zu erzielen. Die Spanienkrise sollte dann überwunden sein und die erfolgreiche Einführung neuer Produkte in enger Zusammenarbeit mit Softwareentwicklern sollte zu einer Margenexpansion führen.

Für 2010/2011 rechnen wir mit einem Umsatzplus von 12% auf EUR 19,55 Mio.; im Folgejahr gehen wir von einem Umsatzplus von 10% auf EUR 21,5 Mio. aus.

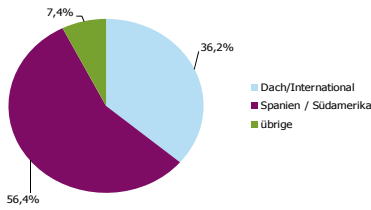
Wir haben auch unsere mittelfristigen Margenziele nach unten revidiert. Wir gehen nun von einer durchschnittlichen operativen Marge von 3% aus.

### Reduktion des Kursziels und Herabstufung der Anlageempfehlung von Kaufen auf Halten

Das Risikoprofil der net SE hat sich verschlechtert und die Trendwende hat sich weiter in die Zukunft verschoben. Die Zukunftsprognosen erachten wir generell als schwierig, zu intransparent ist das Geschäftsmodell und zu unsicher ist der Erfolg neu einzuführender Produkte.

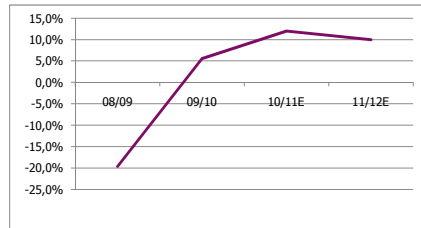
Konsequenterweise haben wir unsere Umsatz- wie auch Gewinnprognosen nach unten revidiert. Daraus resultierte ein neuer fairer Aktienpreis von EUR 0,90. Zwar handelt die Aktie immer noch zu einem Abschlag zum fairen Wert und das Unternehmen verfügt aktuell über EUR 2,0 Mio. an Cash, dennoch reduzieren wir die Anlageempfehlung aus Risiküberlegungen von Kaufen auf Halten.

**Umsatzverteilung nach Regionen**



Source: net SE, VEM Aktienbank

**Umsatzwachstum**



Source: net SE VEM Aktienbank

**Unternehmensbeschreibung**

Die net SE ist ein deutsches Software Publishing Unternehmen. Aktuell hat das Unternehmen 79 Mitarbeiter. net SE vermarktet und verkauft Software- sowie Multimediatools und Produkte aus den Bereichen Security, Edu- und Infotainment und Digital Media. In 2008 hat sich das Unternehmen von seinem Segment „IT Solutions“ getrennt. net SE konzentriert sich auf das Marketing und den Vertrieb fremder wie auch eigener Software über die verschiedensten Absatzkanäle. Intern wird keine Software entwickelt. Die net SE erwirbt eine Vertriebs-/Marketinglizenz bzw. kauft Software vom Softwareentwickler und bringt diese zum Endanwender. Zielregionen sind Deutschland und das spanisch/portugiesisch sprechende Ausland.

**Zusammenfassung Finanzen**

Jahresabschluss 30. September

Gewinn & Verlustrechnung in EUR Tsd.	07/08	08/09	09/10	10/11E	11/12E	Cash Flow Statement in EUR Tsd.	09/10	10/11E	11/12E
	Gesamtleistung	20.582	16.537	17.461	19.556		21.512	Jahresüberschuss	-17
Veränderung in %		-20%	6%	12,0%	10,0%	Abschreibung (materiell/immateriell)	319	368	
EBITDA	-3.308	-3.034	420	293	753	Veränderung in Working Capital	-418	-144	
in % der Gesamtleistung	-16,1%	-18,3%	2,4%	1,5%	3,5%	Cash flow aus operativem Geschäft	-1.276	-115	478
EBIT	-3.308	-4.826	-380	-26	385	Investitionen	-37	-400	-400
in % des Umsatzes	-16,1%	-29,2%	-2,2%	-0,1%	1,8%	Finanzaktivitäten	-2.131	-79	-69
Nettogewinn	-5.686	-5.022	-276	-17	254	Free Cash Flow	-3.444	-594	9
in % der Gesamtleistung	-27,6%	-30,4%	-1,6%	-0,1%	1,2%	Dividenden		-220	-220
ausst. Aktienanzahl (in Mio.)	4.400	4.400	4.400	4.400	4.400	Netto Cash	-3.444	-814	229
Gewinn pro Aktie	-1,29	-1,14	-0,06	0,00	0,06	Cashbestand Jahresanfang	6.328	2.884	2.070
						Cashbestand Jahresende	2.884	2.070	2.299

Bilanz in EUR Tsd.	08/09	09/10	10/11E	11/12E	Kennzahlen	10/11E	11/12E
	Langfristige Anlagen	17.386	15.799	15.425		15.506	Kurs/Gewinn
Vorräte	1.284	999	955	1.166	Kurs/Umsatz	0,2	0,1
Forderungen aus Lieferung und Leistung	6.848	3.503	4.014	4.554			
Kasse	11.614	6.328	2.884	2.070			
andere Forderungen	2.195	1.728	2.078	2.078			
Eigenkapital	24.481	18.354	17.465	17.149			
Rückstellungen	4.940	954	864	903			
Verbindlichkeiten	9.906	9.049	7.027	7.321			

Source: net SE, VEM Aktienbank

**SWOT Analyse**

**Stärken**

Das Unternehmen verfügt über ein diversifiziertes Produktportfolio mit starken Marken.  
 Verstärkter Fokus auf Eigenmarken sollte längerfristig das Erzielen höherer Margen ermöglichen.  
 Intensive und langjährige Erfahrung im Vertrieb plus breit gefächertes Vertriebsangebot kombiniert mit neuen, innovativen Vertriebswegen sollten Vertragsabschlüsse mit neuen und innovativen Softwareentwicklern erleichtern und zu Umsatzsteigerungen führen.

**Schwächen**

Intensiver Wettbewerb und dadurch bedingter Preiskampf erschwert das Erreichen von überproportional hohen Margen.  
 Aufgrund des kurzen Produktzyklus einiger Softwareprodukte ist das Unternehmen zur konstanten Produktinnovation gezwungen.  
 Lang andauernde Restrukturierungsmaßnahmen und Auseinandersetzungen mit der BT Deutschland OHG erschweren die Visibilität der Ertragslage.

**Chancen**

Überproportional starkes Wirtschaftswachstum in Lateinamerika erhöht die Nachfrage nach Softwareprodukten aus dieser Region.  
 Die Nachfrage nach Sicherheits-, Digitalisierung- und Edutainmentsoftware sollte in den nächsten Jahren aufgrund der immer noch stark wachsenden Internetnutzung überproportional ansteigen.

**Risiken**

Schnelle technologische Veränderungen und Innovationen verlangen eine rasche Anpassung an neue Bedingungen, was zu zusätzlichen Kosten führen könnte.  
 Die Möglichkeit eines Fortdauerns der Wirtschaftsschwäche vor allem in Spanien und damit verbunden ein schwacher Einzelhandel würde das Umsatzpotenzial aus diesem Vertriebskanal reduzieren.

**Legal Disclaimer**

Die vorliegende Finanzanalyse ist nur zu Informationszwecken erstellt worden. Sie wurde auf der Grundlage von allgemein zugänglichen Quellen erstellt, die die VEM Aktienbank AG („VEM“) für zuverlässig hält. Trotz allem kann keine Gewähr oder Haftung für die Ausgewogenheit, Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit der Informationen übernommen werden.

Weder VEM noch ihre Mitarbeiter übernehmen die Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieser Analyse oder ihres Inhalts oder auf andere Weise in Zusammenhang mit dieser entstehen.

Diese Analyse stellt weder ein Angebot noch eine Einladung zur Zeichnung oder zum Kauf irgendeines Wertpapiers dar, noch bildet diese Analyse oder die darin enthaltenen Informationen eine Grundlage für eine vertragliche oder anderweitige Verpflichtung irgendeiner Art. Eine Investitionsentscheidung sollte auf der Grundlage eines ordnungsgemäß geübten Prospekts oder Informationsmemorandums erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage dieser Analyse. Investoren sollten sich bei ihrer Anlageentscheidung durch einen Anlageberater beraten lassen. Die vorliegende Analyse kann insoweit keine Beratungsfunktion übernehmen.

Die in dieser Analyse enthaltenen Meinungen, Einschätzungen und Prognosen sind allein diejenigen des Verfassers. Sie sind datumsbezogen, nicht notwendigerweise auch Meinung der VEM und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. VEM übernimmt keine Garantie dafür, dass die in dieser Analyse dargestellten Planzahlen erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen diese Analyse beruht, können einen materiellen Einfluss auf die aufgeführten Planzahlen haben.

Diese Analyse darf, sofern sie in Großbritannien vertrieben wird, nur solchen natürlichen oder juristischen Personen zugänglich gemacht werden, die unter Article 19 (5) oder Article 49 (2) (a) bis (d) des Financial Services and Market Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 fallen und darf an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden.

Weder diese Analyse noch eine Kopie hiervon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika, nach Kanada oder nach Japan oder in ihre jeweiligen Territorien oder Besitzungen geschickt, gebracht oder verteilt werden noch darf es an eine US-Person im Sinne der Bestimmungen des US Securities Act 1933 oder an Personen mit Wohnsitz in Kanada oder Japan verteilt werden. Diese Finanzanalyse stellt weder ein Angebot noch eine Einladung zum Kauf irgendeines Wertpapiers in den Vereinigten Staaten dar. Die Wertpapiere, die Gegenstand dieser Analyse sind, sind nicht gem. dem US Securities Act zugelassen und dürfen weder in den Vereinigten Staaten noch US-Personen angeboten, verkauft oder übertragen werden, die nicht nach US-amerikanischen Wertpapierrecht zugelassen oder von der Zulassung nicht wirksam befreit sind. Die Verteilung dieser Analyse in anderen Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz dieses Dokument gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis, diese Beschränkungen zu beachten, kann eine Verletzung der geltenden Wertpapiergesetze darstellen.

Nachdruck, Weiterverbreitung sowie Veröffentlichung dieses Dokuments und seines Inhalts im Ganzen oder Teilen ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung der Geschäftsleitung der VEM Aktienbank AG gestattet.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptiert der Empfänger die vorgenannten Beschränkungen und jeglichen Haftungsausschluss.

**Übersicht über unsere Empfehlungen für die Aktie in den vergangenen zwölf Monaten:**

Datum der Veröffentlichung	Kurs bei Empfehlung	Anlageurteil	Kursziel
04.03.2011	EUR 0,56	Kaufen	EUR 1,30
12.05.2011	EUR 0,98	Kaufen	EUR 1,30

**Offenlegung möglicher Interessenkonflikte nach § 34b des Gesetzes über den Wertpapierhandel (Wertpapierhandelsgesetz - WpHG) in Verbindung mit der Verordnung über die Analyse von Finanzinstrumenten (Finanzanalyseverordnung - FinAnV) zum Zeitpunkt der Veröffentlichung der Finanzanalyse:**

Gemäß § 34b WpHG und FinAnV besteht u.a. die Verpflichtung, bei einer Finanzanalyse auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf das analysierte Unternehmen hinzuweisen. Mögliche Interessenkonflikte können bei Mitarbeitern der VEM, die die Analyse erstellt haben/ bei VEM als für die Erstellung verantwortlichen Unternehmen oder mit ihr verbundener Unternehmen/ bei sonstigen für VEM oder die VEM-Gruppe tätigen und an der Erstellung der Analyse mitwirkenden oder Unternehmen hinsichtlich folgender, in dieser Analyse genannten Gesellschaft existieren.

Gesellschaft	Disclosure
net AG	3 - 5 - 11 - 12

1. Es besteht eine wesentliche Beteiligung (= Beteiligung > 5 % des Grundkapitals) zwischen den o.g. Personen und/oder Unternehmen und dem Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind.

2. Die Vergütung der o.g. Personen und/oder Unternehmen ist von Investmentbanking-Geschäften des eigenen oder mit diesem verbundener Unternehmen abhängig.

3. Die o.g. Personen und/oder Unternehmen halten regelmäßig Finanzinstrumente, die selbst oder deren Emittent Gegenstand der Finanzanalyse sind, in ihrem Handelsbestand.

4. Die o.g. Personen und/oder Unternehmen halten an den Finanzinstrumenten, die selbst oder deren Emittent Gegenstand dieser Finanzanalyse sind, eine Netto-Verkaufsposition (Shortposition) in Höhe von mindestens einem Prozent des Grundkapitals des Emittenten.

5. Die o.g. Personen und/oder Unternehmen betreuen Finanzinstrumente, die selbst oder deren Emittent Gegenstand der Finanzanalyse sind, an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen (Market Making/Designated Sponsoring)

6. Die o.g. Personen und/oder Unternehmen treten für den Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, als Makler (Corporate Broker) auf.

7. Die o.g. Personen und/oder Unternehmen waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines Konsortiums für eine Emission im Wege eines öffentlichen Angebots von solchen Finanzinstrumenten beteiligt, die selbst oder deren Emittent Gegenstand der Finanzanalyse sind.

8. Die o.g. Personen und/oder Unternehmen fungierten im Rahmen der Börseneinführung des Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, als Emissionsbank oder Selling Agent.

9. Die o.g. Personen und/oder Unternehmen waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate gegenüber dem Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften gebunden oder erhielten in diesem Zeitraum aus einer solchen Vereinbarung eine Leistung oder ein Leistungsversprechen.

10. Die o.g. Personen und/oder Unternehmen erwarten in den nächsten drei Monaten von dem Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, Vergütungen für Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften oder streben solche an.

11. Die o.g. Personen und/oder Unternehmen haben mit dem Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse getroffen.

12. Diese Finanzanalyse ist vor der Veröffentlichung dem Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, zugänglich gemacht und danach geändert worden.

13. Die o.g. Personen und/oder Mitglieder der Geschäftsleitung o.g. Unternehmen nehmen Vorstands- oder Aufsichtsratsmandate bei Emittenten, deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, wahr.

14. Die o.g. Personen und/oder Unternehmen haben sonstige bedeutende finanzielle Interessen in Bezug auf den Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind.

VEM hat interne organisatorische Vorkehrungen getroffen, z.B. durch Errichtung von "Chinese Walls" und das Führen einer Watch- und einer Restrictedlist, um Interessenskonflikten vorzubeugen. Sofern ein Interessenkonflikt vorhanden ist, wird dieser offen gelegt.

**Ersteller der vorliegenden Analyse:**

Raimund Saier, Diplom Volkswirt, CEFA, M.A.

**Für die Erstellung und Verbreitung verantwortliches Unternehmen:**

VEM Aktienbank AG, Franerstr. 8, 80333 München („VEM“)

VEM ist als Kreditinstitut bei der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht ("BaFin"), Lurgallee 12, D-60439 Frankfurt am Main, Deutschland, registriert und unterliegt der Aufsicht der BaFin.

**Informationsbasis:**

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse wurden öffentlich zugängliche Informationen über den Emittenten (Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekt, Unternehmenspräsentationen, etc.) verwendet. Des Weiteren wurden zur Erstellung der vorliegenden Analyse Gespräche mit dem Management des betreffenden Unternehmens geführt, um sich die Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

**Zusammenfassung der bei den Bewertungen angewandten Analysemethoden:**

Die Bewertungen, die den Anlageempfehlungen für von VEM analysierte Aktien zugrunde liegen, stützen sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie das DCF-Modell, Peer-Gruppen-Vergleiche, die NAV-Analyse und - wo möglich - ein Sum-of-the-parts-Modell.

VEM verwendet ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings (in der Regel jeweils bezogen auf einen Zeithorizont von 6 Monaten) sind mit folgenden Erwartungen verbunden:

KAUFEIN: Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt  $\geq +10\%$ .

HALTEN: Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt dabei  $> -10\%$  und  $< +10\%$ .

VERKAUFEN: Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt  $\leq -10\%$ .

Weitere Informationen zu den im Rahmen der vorliegenden Analyse angewandten Bewertungsmethoden finden sich im Abschnitt „Bewertung“.

**Vierteljahresübersicht**

VEM wertet einmal im Quartal die Verteilung ihrer Empfehlungen aus. In der Auswertung des zurückliegenden Quartals sind die Anteile der auf "Kaufen", "Halten" oder "Verkaufen" gerichteten Empfehlungen den Anteilen der von diesen Kategorien jeweils betroffenen Emittenten gegenübergestellt, für die VEM in den vorangegangenen zwölf Monaten wesentliche Investmentbanking-Dienstleistungen erbracht hat. Die Auswertung ist im Internet unter [www.vem-aktienbank.de](http://www.vem-aktienbank.de) einsehbar.

**Zusätzliche wichtige Informationen:**

Datum der ersten Veröffentlichung dieser Analyse: 26.11.2011

Datum und Uhrzeit des angegebenen Finanzinstruments (siehe erste Seite):

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. VEM behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse ungekündigt vorzunehmen.