



Agenda

STAMMDATEN	3
GESCHÄFTSMODELL / HISTORIE	4
ÜBERNAHMEANGEBOT 2021: ION GROUP	6
KURZÜBERBLICK	8
WETTBEWERBSVORTEILE	10
SEGMENTDETAILS	12
RISK MANAGEMENT (56% VOM UMSATZ, 69% VOM EBITDA).....	12
GROWTH SERVICES (12% VOM UMSATZ, 8% VOM EBITDA)	18
CREDIT MANAGEMENT (31% VOM UMSATZ, 23% VOM EBITDA)	18
HISTORISCHE FINANCIALS	24
BEWERTUNG	24

Disclaimer: Diese Unterlage richtet sich ausschließlich an professionelle Kunden und Finanzberater und nicht an Privatkunden. Eine Weitergabe an Dritte ist nicht gestattet.

Wichtiger Hinweis: Patient Capital ist ein EU-richtlinienkonformer Investmentfonds, der gemeinsam mit Covesto Asset Management aufgelegt wurde. Die Covesto Asset Management GmbH handelt als vertraglich gebundener Vermittler im Sinne des § 2 Abs. 10 Kreditwesengesetz (KWG) ausschließlich namens und auf Rechnung der NFS Netfonds Financial Service GmbH, soweit sie Dienstleistungen erbringt, die der Anlageberatung im Sinne des § 1 Abs.1a Nr. 1a KWG zuzurechnen sind. Covesto Asset Management GmbH ist als vertraglich gebundener Vermittler der NFS Netfonds Financial Service GmbH in das öffentliche Register eingetragen, das von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) geführt wird. Das Register können Sie einsehen unter www.bafin.de.

*Die zur Verfügung gestellte Präsentation der NFS Netfonds Financial Service GmbH ist kostenlos. Sie enthält Inhalte externer Dritter, auf deren Inhalte die NFS Netfonds Financial Service GmbH keinen Einfluss hat. Die Inhalte der hier zusammen getragenen Darstellungen werden mit größter Sorgfalt zusammengetragen und erstellt. Für die Vollständigkeit und Richtigkeit der hier gepflegten Daten, ihres gesetzeskonformen Umfangs und ihrer Darstellung übernimmt die NFS Netfonds Financial Service GmbH indes keine Haftung. Die abgebildeten Informationen stellen weder Entscheidungshilfen für wirtschaftliche, rechtliche, steuerliche oder andere Beratungsfragen dar, noch sollten allein aufgrund dieser Angaben Anlage- oder sonstige Entscheide gefällt werden. Sie stellen insbesondere **keine Empfehlung**, kein Angebot, keine Aufforderung zum Erwerb/Verkauf von Anlageinstrumenten oder zur Tätigkeit von Transaktionen und auch nicht zum Abschluss irgendeines Rechtsgeschäftes dar. Diese Unterlage dient ausschließlich Informationszwecken und stellt als Werbemitteilung ausdrücklich **keine Finanzanalyse** dar. Die Meinungen sind die des Fondsberaters zum Zeitpunkt der Veröffentlichung und stimmen möglicherweise nicht mit der Meinung zu einem späteren Zeitpunkt überein. Tatsächliche Entwicklungen und Ergebnisse können erheblich von den Erwartungen abweichen.*

Der Erwerb der hierin beschriebenen Wertpapiere kann und sollte ausschließlich auf Basis der im jeweiligen Prospekt enthaltenen Informationen erfolgen. Der Erwerb von Wertpapieren beinhaltet bestimmte Risiken, unter anderem Marktrisiken, Kreditrisiken und Liquiditätsrisiken. Anleger sollten sicherstellen, dass sie alle diese Risiken verstehen, bevor sie sich entschließen, in die hierin beschriebenen Wertpapiere zu investieren. Anleger sollten insbesondere unter Berücksichtigung ihrer Erfahrung, Ziele, finanziellen, steuerlichen und rechtlichen Situation sorgfältig prüfen, ob die Wertpapiere für sie individuell geeignet sind. Bei Zweifeln sollten Anleger vor einem Investment entsprechende professionelle Beratung in Anspruch nehmen.

WARNHINWEIS: Die Wertentwicklung des Fonds in der Vergangenheit erlaubt keine Rückschlüsse auf die zukünftige Wertentwicklung. Die Anlage in den Fonds unterliegt verschiedenen Risiken, insbesondere dem Wertpapierrisiko. Der Wert einer Vermögensanlage kann sowohl steigen als auch fallen. Es besteht die Möglichkeit, dass Anleger den von ihnen investierten Betrag nicht vollständig zurückerhalten. Hinsichtlich einer ausführlichen Darstellung der mit einer Anlage in den Fonds verbundenen Risiken wird auf den Verkaufsprospekt und die wesentlichen Anlegerinformationen verwiesen, die unter <https://www.hansainvest.com/deutsch/fondswelt/fondsuebersicht/> elektronisch zur Verfügung stehen.

Die NFS Netfonds Financial Service GmbH kann eigene wirtschaftliche Interessen an den Wertpapieren oder anderen in diesem Dokument beschriebenen Finanzinstrumenten oder mit diesen in Beziehung stehenden Finanzinstrumenten haben. Herausgeber ist die NFS Netfonds Financial Service GmbH, Heidenkampsweg 73, 20097 Hamburg.

Weitere Informationen unter: www.patient-capital.de

STAMMDATEN

Kerntätigkeit: Cerved ist ein Informationsdienstleister mit Sitz in Mailand, Italien und sammelt im Kerngeschäft Finanz- und Bonitätsinformationen zu italienischen (nicht börsennotierten) Unternehmen, die im nächsten Schritt an Banken und Industrieunternehmen verkauft werden (~70% vom EBIT). Cerveds Kunden nutzen diese Informationen für die Vergabe von Krediten sowie zu Monitoring-Zwecken. **Cerved erzielt rechnerisch einen Marktanteil im italienischen B2B-Markt für Finanz- und Bonitätsinformationen von ~40%, gefolgt von CRIF mit ~30%.** In den vergangenen sieben Jahren hat sich das Unternehmen außerdem als zweitgrößter Outsourcing-Partner für das Eintreiben Notleidender Bankkredite (sogenannter Non Performing Loans oder im Folgenden kurz: NPL) in Italien etabliert (~23% vom EBIT). Cerved organisiert hier gerichtliche und außergerichtliche Verhandlungen mit Schuldern, führt Zwangsversteigerungen bzw. Verwertungen der Kreditsicherheiten durch und berät Investoren bei der Preisfindung vor dem Ankauf eines NPL-Portfolios. Am 09. März 2021 wurde publik, dass eine Tochtergesellschaft der ION-Gruppe (dazu gehören u. a. Dealogic, Mergermarket und Fidessa) ein Übernahmeangebot für sämtliche Cerved-Aktien zu 9,50 Euro je Aktie in bar unter der Voraussetzung einer Mindestannahmeschwelle von 90% abgeben wird. Dies hat die Wahrscheinlichkeit eines baldigen Delistings von Cerved erhöht.

Umsatz 2020	488,3 Mio. Euro (-6,2% yoy)
adj. EBITDA 2020	202,9 Mio. Euro (41,6% vom Umsatz)
EBIT 2020e	119,0 Mio. Euro (24,4% vom Umsatz, PPA Impact)
NI 2020e (PPA adj.)	95,0 Mio. Euro (19,5% vom Umsatz)
Aktienanzahl	195,2 Mio. Stücke (davon: 192,3 Mio. im Umlauf)
Kurs	9,6 Euro
Markkapitalisierung	1.846 Mio. Euro
net debt	588 Mio. Euro
net debt/EBITDA 2020	2,9x
EV	2.434 Mio. Euro
EV/EBITDA 2020e	12,0x
Umsatz 2021e	520,0 Mio. Euro
EBITDA 2021e	220,0 Mio. Euro
FCF 2021e	110,0 Mio. Euro
FCF-Yield 2021e	Levered: 6,0%, Unlevered: 4,9%
EV/EBITDA 2021e	11,0x

GESCHÄFTSMODELL / HISTORIE

Cerved ist der **größte italienische Informationsdienstleister** mit knapp 0,5 Mrd. Euro Umsatz. Der Produktfokus liegt auf Bonitätsinformationen zu italienischen Unternehmen. Dieses Kernfranchise wird im Konzern unter dem Segmentnamen Risk Management geführt.

Cerved wurde 1974 als Projekt der italienischen Handelskammer gegründet mit dem Ziel, alle Unternehmensregistereinträge des Landes zu digitalisieren. Innerhalb von 10 Jahren umspannte Cerved sämtliche regionale Handelskammern des Landes, sodass Italien als erstes Land Europas über ein vollständiges digitales Unternehmensregister (mit Stamm- und Finanzdaten) für mehr als 5 Mio. italienische Unternehmen verfügte.

Die Pflege des Unternehmensregisters wurde ab 1995 ausgegliedert in das Spin-Off *InfoCamere*, während die heutige Cerved sich auf die **Kommerzialisierung der aufgebauten Bonitäts- und Unternehmensdatenbanken spezialisierte**. Die ursprünglichen Kunden Cerveds waren italienische Banken, die in einfachen Anwendungsfällen Bonitätsdossiers über italienische Unternehmen als Grundlage oder zur Ergänzung ihrer Kreditvergabeentscheidungen sowie für das anschließende Monitoring abfragten.

Nach dem Spin-Off von InfoCamere agierten italienische Großbanken bei Cerved zunächst in einer Doppelfunktion: sie waren einerseits Mehrheitseigentümer, andererseits aber auch die wichtigste Kundengruppe des Unternehmens. Das volle Ertragspotenzial des Kerngeschäfts konnte erst dann gehoben werden, als 2009 die Private Equity Firmen Bain Capital und Clessidra ein LBO durchführten und die Banken ihren Exit als Eigentümer vollzogen.

2013 kam es zu einem zweiten LBO durch CVC. Das IPO von Cerved erfolgte in 2014, nur ein Jahr nach dem LBO durch CVC. 2019 plante Advent einen erneuten LBO in Verbindung mit einem Delisting, brach diesen Plan jedoch ab. Im März 2021 veröffentlichte schließlich ein Tochterunternehmen der ION-Gruppe (zum Unternehmensverbund gehören u. a. Dealogic, Mergermarket und Fidessa – **gegründet wurde ION 1999 vom ehemaligen Salomon Brothers Trader Andrea Pignataro**, der öffentlich so gut wie nie in Erscheinung tritt) ein Übernahmeangebot für sämtliche Cerved-Aktien zu 9,50 Euro je Aktie in bar unter Voraussetzung einer Mindestannahmeschwelle von 90%.

Operativ zählt Cerved **im Geschäft mit Bonitätsinformationen 30.000 B2B-Kunden, darunter 90% aller italienischen Banken sowie 80% der größten 1.000 Unternehmen des Landes**. Wichtigster Datenlieferant für Cerved ist InfoCamere. Auf Basis der InfoCamere-Daten sowie weiterer behördlicher Informationsquellen hat Cerved die umfangreichste Bonitätsinformationsdatenbank Italiens inklusive der Finanzberichte privater Unternehmen zurückgehend bis ins Jahr 1984 aufgebaut. Cerveds einfachstes Produkt – PDF-Berichte zur Unternehmenssolvenz, Zahlungshistorie, Kunden- und Lieferantenbeziehungen – gleichen vom Aufbau in etwa einer Schufa-Auskunft: nur statt für Privatpersonen für Unternehmen. Ein Auszug aus einem solchen Cerved-Bericht ist auf der nächsten Seite abgebildet.



BUSINESS INFORMATION

EXTRA NOW

MONITORING ▶

EDILGHILARDI S.R.L.
 SOCIETA' A RESPONSABILITA' LIMITATA
 Registered Office: VIA STOCCOLMA 4
 24040 VERDELLINO (BG)
 Fiscal code: 01059190163
 REA code: BG227338
 Company status: ATTIVA dal 19/03/1986
 Active on the market since: 25/01/1986
 Paid-up Share capital: 10,400 euro

Certified Credit Line 30,500 Euro

Result synthesis

General evaluation

Cerved Group Score Reliability Good (72)

Partial evaluation

Economic-financial situation Solvency
 Negative Events None
 Payment Terms (source Payline) Mainly regular
 Risk linked with the number of requests No signals of risk
 Structural profile No signals of risk
 Management profile Order

Main elements

Extraordinary transactions **Yes**
 Negative Events on the company None
 Negative Events on related subjects None
 Belonging to a group No
 Field of activity trend High Risk
 Payline payment experiences Current

Dimensional data	Value at 31/12/2016	Trend (in %)
Turnover (in thousand Euros)	1,257	9.40%
Purchases (in thousand Euros)	254	31.61%
Gross profit (in thousand Euros)	25	-54.55%
Profit/LOSS (in thousand Euros)	10	-67.74%
Shareholders' equity (in thousand Euros)	138	7.81%
Staff: 6 (units)		

Analyst summary
 Ask for the Top Business product to obtain a deepened assessment from one of our financial analysts... [\(click here\)](#)

My notes...

Credit management

Credit management LinceZero, the service that lets you recover your credit on insolvencies, occurred within the 12 months starting from the delivery date of the report. Hereby details



BUSINESS INFORMATION

EXTRA NOW

COMPANY EVALUATION

COMPANY INFORMATION

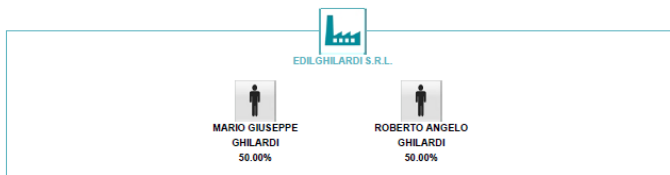
General info
 Legal Form
 Directors
 Other info

Current legal form

Cerved Group Uniqueness

Shareholders

The graph and the tables, which follow, come from a Cerved Group analysis, which state the whole percentages owned by the main shareholders, analysing all documents published at the Trade Register (for further details, [click here](#)).



The given shares refer to the shareholders list published on 26/03/2009 with share capital amounting to 10,400 EURO

Shareholder	Value nominal	% shares	Type of right
GHILARDI MARIO GIUSEPPE Fiscal code: GHLMGS62M25L752D Address: FULGHERIA, SNC 26020 Palazzio Pignano (CR)	5,200 EURO	50.00%	PROPRIETA'
GHILARDI ROBERTO ANGELO Fiscal code: GHLRRT70P13L752G Address: DOMENICO CIMAROSA, 6 24040 BOLTIERE (BG)	5,200 EURO	50.00%	PROPRIETA'

The consolidation is given by the sum of the shares, which allow the right to vote in the assembly, and checking the balancing in comparison with the share capital

ÜBERNAHMEANGEBOT 2021: ION GROUP

Am 09. März 2021 machte die Castor S.r.l. – eine Tochtergesellschaft der ION Group – ihre **Absicht publik, sämtliche Aktien von Cerved zu einem Preis von 9,50 je Aktie in bar zu erwerben.**

Bei der ION Group¹ handelt es sich um die Unternehmensgruppe des 50-jährigen Italieners Andrea Pignataro, dem möglicherweise unbekanntesten Eigentümer einer Multimilliarden-Finanzholding Europas. Pignataro arbeitete vor der Gründung von ION als Bond-Trader für Salomon Brothers und baute sich ab 1999 mit Hilfe kreditfinanzierter Übernahmen ein **Firmengeflecht auf, das heute diverse in der Finanzindustrie bekannte Daten- und Softwarefirmen wie Dealogic, Fidessa, Mergermarket, IT2, Wall Street Systems oder Reval umfasst.** Erst vor wenigen Tagen akquirierte ION Group den italienischen Softwareanbieter Cedacri (Outsourcinglösungen für Bankprozesse) für 1,5 Mrd. Euro.

Die Angaben zur Eigentümerstruktur von ION sind m. E. nicht eindeutig. Nach einer Rekapitalisierung in 2016, bei der der Private Equity Investor TA Associates seinen Exit vollzog und im Gegenzug The Carlyle Group für 360 Millionen Euro eine Minderheitsbeteiligung erwarb, wird angenommen, dass Pignataro weiterhin >90% der Anteile an ION hält. Im Gegenzug muss der Konzernverbund aber eine signifikante Verschuldung aufweisen als Resultat der seriellen Übernahmen.

Tatsächlich mutmaßte die [Financial Times 2019 in einem lesenswerten Artikel](#), dass ION über 5 Mrd. Euro an Krediten aufgenommen haben könnte bei einem kolportierten Enterprise Value von 8 Mrd. Euro (60% Anteil). Pignataro konnte historisch regelmäßig seine guten Kontakte bei zahlreichen Banken unter Beweis stellen und seine Akquisitionsvorhaben zum Abschluss bringen. Zudem hat er kürzlich **zwei SPACs an der Nasdaq listen lassen**, nämlich ScION Tech Growth I und ScION Tech Growth II (die IPO-Erlöse betragen in Summe ~700 Mio. Euro). Eine Einbringung von ION in die SPACs oder ein traditionelles IPO erscheinen nicht ausgeschlossen. Aus den Unterlagen der SEC zu beiden SPACs geht hervor, dass das Target der SPACs im Bereich FinTech und Software agieren und einen Unternehmenswert von 3-10 Mrd. USD haben soll.

Während die finale Angebotsunterlage zur geplanten Übernahme von Cerved noch aussteht, wurden am 09. März bereits folgende Eckpunkte bekannt:

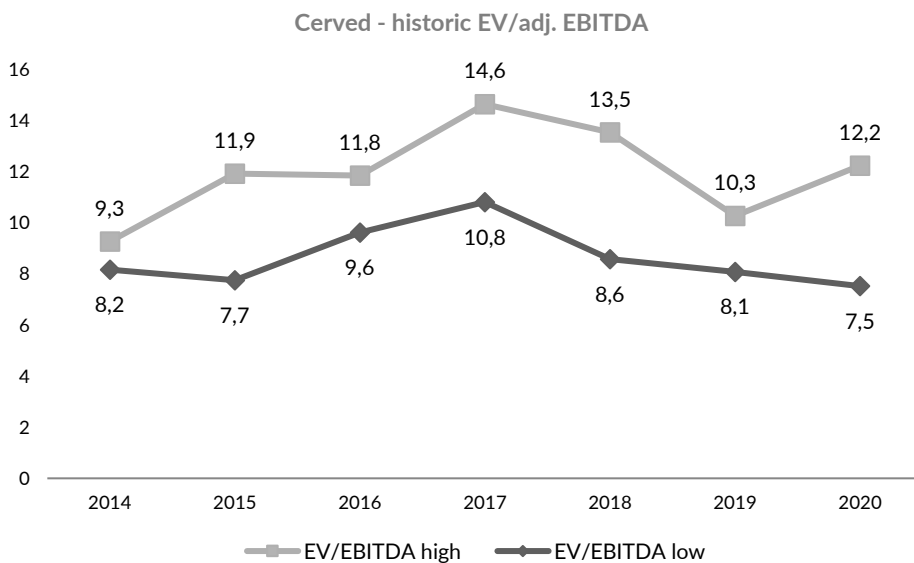
- **Übernahmepreis i.H.v. 9,50 Euro je Aktie in bar (34,9% Prämie auf den „undisturbed Preis“**, entspricht exakt der Zahlungsbereitschaft von Advent aus dem Jahr 2019)
- Bei 192,3 Mio. Aktien im Umlauf entspricht das Angebot einem Equity Value von 1,8 Mrd. Euro zzgl. 0,6 Mrd. Euro Nettoverschuldung (2,4 Mrd. Euro EV)
- Bei einem erwarteten EBITDA von 220 Mio. Euro in 2021 liegt das tx-Multiple bei 11,0x
- Der staatliche Fonds FSI (Italien) wird die Transaktion unterstützen, was regulatorische Hürden senkt
- Die Zweckgesellschaft zur Übernahme von Cerved plant den Kaufpreis von 1,8 Mrd. Euro wesentlich über Eigenmittel und Gesellschafterdarlehen zu leisten, Details wären interessant, werden jedoch erst in der vollständigen Angebotsunterlage mitgeteilt

¹ <https://iongroup.com/>

- Timeline: innerhalb der nächsten 20 Tage wird die Angebotsunterlage veröffentlicht, anschließend wird die Annahmefrist 15-40 Handelstage betragen (Verlängerungen sind möglich) und 5 Tage nach Ende der Annahmefrist wird der Übernahmepreis gezahlt, sofern geforderte Kriterien wie die Annahmeschwelle von über 90% erfüllt werden
- 5 Aktionäre halten derzeit >3% der Aktien an Cerved, nämlich Wellington/Massachusetts Financial Services Company/Kayne Anderson Rudnick Investment Management/Giancarlo Broggian und Gruppo Mutuonline mit jeweils 5%/4%/3%/3%/3% Anteilsbesitz. Fast alle dürften ihren Stake als reines Finanzinvestment ansehen

Investoren werden meiner Meinung nach in den kommenden Tagen abwägen, ob ein weiteres, konkurrierendes Angebot eines Private Equity Investors zu erwarten ist oder nicht. Seit dem 07. März 2021 ist offiziell bestätigt, dass sich mehrere [Finanzinvestoren in einer Due Diligence bezüglich eines Kaufs der Credit Management-Division befanden.](#)

Berücksichtigt man, dass ION für strikte Kostensenkungsmaßnahmen bekannt ist und Cerved am Kapitalmarkt bereits ohne einen potentiell margensteigernden Eigentümerwechsel zu 12,0x EV/EBITDA in den Hochpunkten bewertet wurde, erscheint bei einen im Konsens erwarteten EBITDA i.H.v. ~220 Mio. Euro in 2021 auch ein Übernahmepreis von 10,00-10,50 Euro vorstellbar anstatt der bisherigen 9,50 Euro.



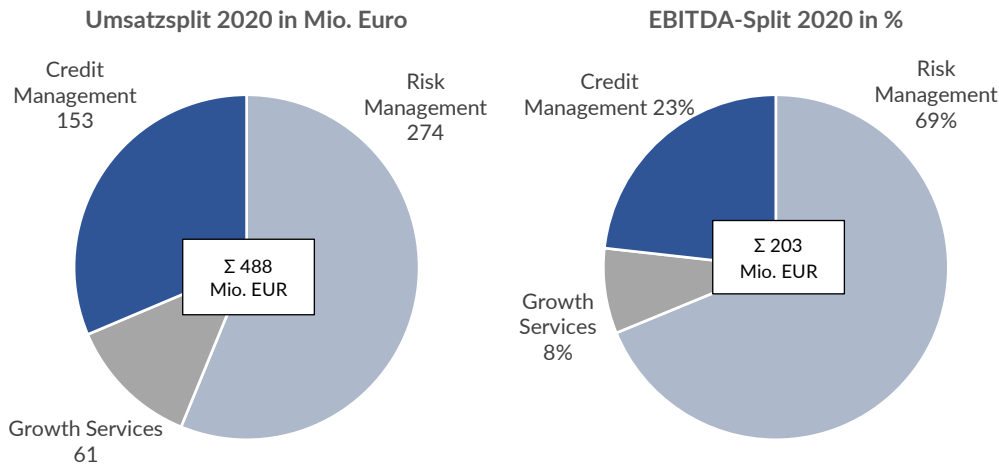
Gegenüber dem Schlusskurs vom 09. März 2021 (9,60 Euro) ergäbe sich daraus ohne Nachbesserung seitens der ION Group oder dem Aufkommen eines konkurrierenden Angebots ein Downside von -1% zum Angebotspreis sowie ein hypothetisches Upside von +4-9% zu einem Bewertungsniveau von 12,0x EV/EBITDA. Sollte ION allerdings in einem negativen Szenario sein Angebot zurückziehen (beispielsweise durch eine Verschärfung der COVID-19 Situation in Italien oder aufgrund steigender Zurückhaltung der Geldgeber), würde sich ein spürbares Downside zum „undisturbed-Kurs“ von >25% auf tun. Ein solches Szenario würde dem Ausgang einer früheren Übernahmespekulation aus dem Jahr 2019 durch Advent ähneln.

KURZÜBERBLICK

Cerved (488 Mio. Euro Umsatz, 42% EBITDA-Marge) ist operativ in drei Segmenten aktiv:

- 1.) Risk Management (Kerngeschäft),
- 2.) Growth Services (zusammengekaufte Randaktivitäten) und
- 3.) Credit Management (vom jetzigen CEO als zweites operatives Standbein aufgebaut)

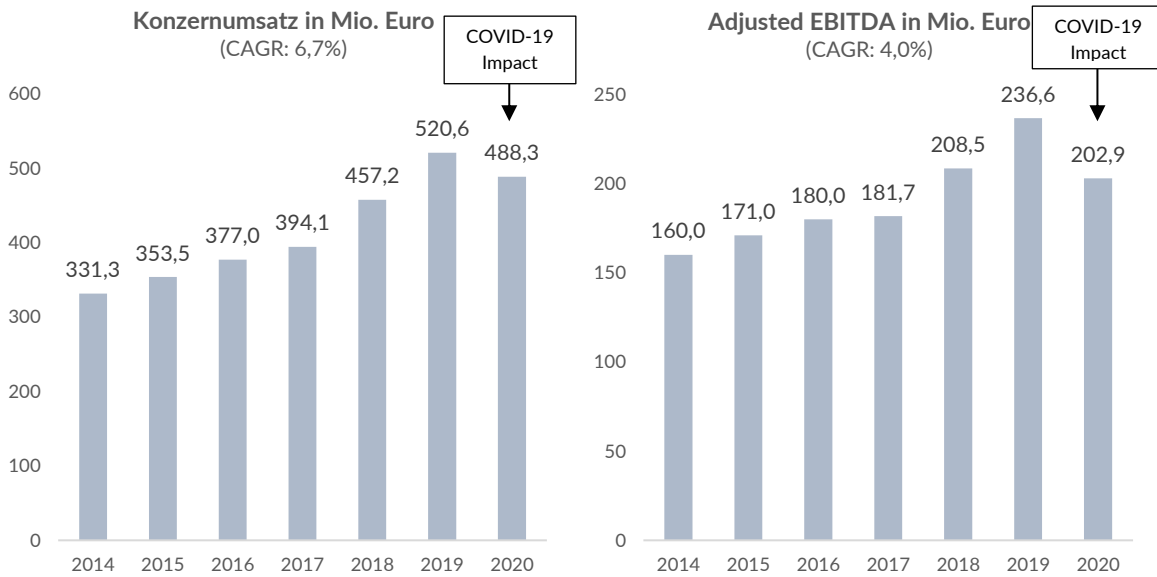
Der Umsatz- und Ergebnismix der drei Segmente kann den Diagrammen entnommen werden.



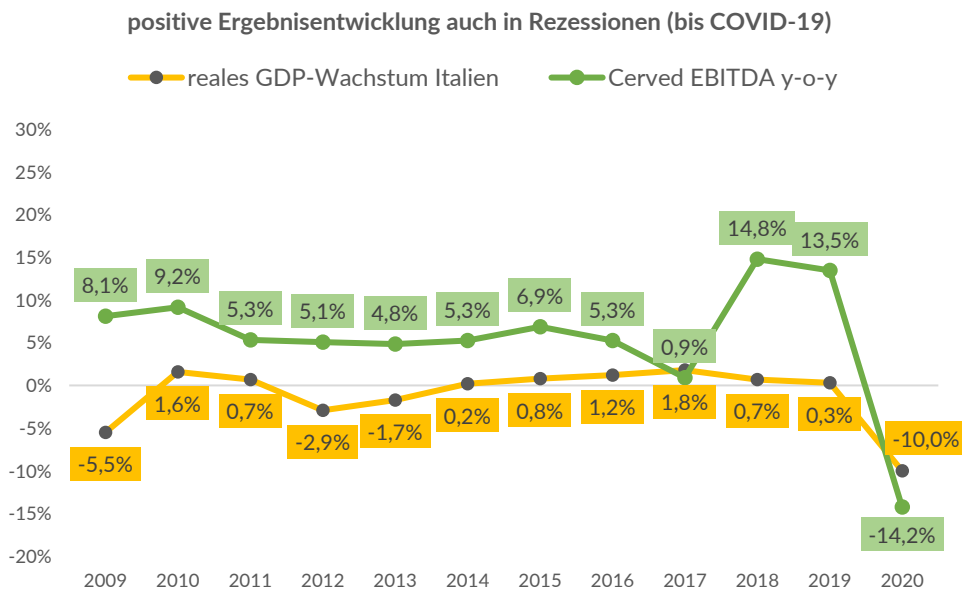
(in Mio. Euro)	Credit Information		Growth Services	Credit Management
Subsegment	Banks	Corporates	-	-
Revenue 2020	131,2	142,4	60,5	152,7
Revenue y-o-y	+4,0%	-9,9%	+17,5%	-17,4%
EBITDA 2020	138,6		16,1	46,8
EBITDA y-o-y	-8,8%		24,8%	-34,7%
EBITDA-Marge	50,7%		26,6%	30,6%
EBITDA-Split	69,0%		8,0%	23,0%

Produkte	Bonitätsinformationen, Stammdaten & Finanzberichte zu (nicht-börsennotierten) Unternehmen, Ratingagentur für SMEs, Durchführung von Immobilienbewertungen, für Großkunden z. T. Einbindung von Bonitätsinformationen in interne Bankensysteme via API	Consulting, Lead Gen, Performance Marketing, Display- und E-Mail-Werbung, Studien über potentielle B2B-Kunden auf Basis der Risk Management Datenbank	Outsourcing-Dienstleister für NPLs, Eintreiben und Nachverhandeln offener Forderungen (über den Rechtsweg oder außergerichtlich), Vermittlung und Due Diligence bei NPL-Verkäufen
Wettbewerbsumfeld	zwei dominante Anbieter im Bereich Risk Management, Cerved Marktführer (40% market share), CRIF (30% market share) als #2. Cerved und CRIF repräsentieren 70% der Branchenumsätze, Cerved agiert ferner als CRA für Kleinunternehmen- und Mittelstandsbonds (mit dort ca. 75% Marktanteil), Moody's, S&P sind hier nicht aktiv, bei Immobilieninformationen und -bewertungen liegt Cerveds Marktanteil bei rd. 20%	zusammengekaufte Nischenlösungen ohne relevanten Marktanteil	oligopolistisch, nur bezogen auf NPL-Servicing ist doValue die #1 mit 36% market share, Cerved die #2 mit 18% market share

Vereinfacht gesagt ist Cerved ein „slow grower“ mit historisch 3-5% **organischem Umsatzwachstum** (vor COVID-19) und zusätzlichen 2-3% **Umsatzwachstum aus Akquisitionen**.



Ergebnisseitig betreibt Cerved ein eher wenig volatiles Geschäftsmodell. In einem häufig schwachen makroökonomischen Umfeld im Heimatmarkt Italien konnte Cerved sein operatives Ergebnis (inklusive Akquisitionen) seit zehn Jahren stets leicht verbessern. Dies galt selbst für Jahre, in denen Italiens Volkswirtschaft sich in einer klaren Rezession befand (also z. B. 2009, 2012 und 2013, siehe nachfolgendes Diagramm). Die „Erfolgsserie“ riss in 2020 allerdings ab infolge der Belastungen durch harte Anti-COVID-19-Maßnahmen in Italien wie Ausgangssperren, dem Verbot für viele Arbeitnehmer ins Büro zu kommen sowie einem Arbeitsstopp der Justiz (verhindert die Bearbeitung von Insolvenzverfahren im Segment Credit Management).



WETTBEWERBSVORTEILE

Im Kerngeschäft Risk Management verfügt Cerved über einen schwach ausgeprägten **Wettbewerbsvorteil, der sich aus Größenvorteilen speist**. Cerved setzt im Segment Risk Management ca. 274 Mio. Euro um, denen knapp. 140 Mio. Euro Kosten gegenüberstehen (überwiegend Fixkosten). Von den 140 Mio. Euro entfallen rd. 35 Mio. auf Kosten zur Datenakquise von offiziellen italienischen Behörden/Ämtern/Anbietern.

20 Mio. Euro von 35 Mio. Euro der Datenakquisekosten entfallen auf InfoCamere. Sämtliche Wettbewerber geben einen geringeren absoluten Betrag für ihre Datenvielfalt aus, sodass Cerved die branchenweit umfangreichste Datenbank besitzt. CRIF (die #2 im Markt) hat in den vergangenen Jahren jedoch unbestritten zum Marktführer aufgeschlossen (siehe Zitat ehemaliger CEO von Cerved).

„Very honestly i do think that CRIF combining the formely Dun & Bradstreet corporate Risk Management with the banking Risk Management business is at a reasonable scale since 2016. I like to underline that our accuracy ratio is normally better than theirs, that our depth, historical series, ability to match data and make sense of data is higher. But honestly in terms of scale there is not a huge gap to be filled concerning the database.“

Der größte Fixkostenblock entfällt bei Cerved wie auch bei CRIF auf die Gehälter für Datenanalysten, Entwickler und Vertriebler. In der Theorie stellen die Kosten zur Datenbeschaffung sowie die direkt an der Erstellung und Pflege der Datenbank beteiligten Analysten Fixkosten dar und sollten für sämtliche Anbieter ähnlich hoch ausfallen, die einen identischen Qualitätsstandard anstreben (identisch geringe Fehlerquote, zeitnahe Updates, möglichst lange historische Zeitreihen etc.). In solch einem Fall sollte **der Anbieter mit der größten Kundenbasis die Fixkosten am effizientesten auf jeden einzelnen Kunden umlegen können (nach dem Motto „build once, sell often“)**. In der Theorie befindet sich der bestehende Marktführer in einer guten Ausgangslage, neu in den Markt eintretende Wettbewerber stets preislich unterbieten zu können (siehe stark simplifizierte Tabelle).

Margenpotenzial in Abhängigkeit des market share (=MS)	10% MS	20% MS	30% MS	40% MS	50% MS	60% MS	70% MS	80% MS	90% MS	100% MS
Gesamtmarkt Risk Management = 700 Mio. Euro in Italien										
Umsatz	70	140	210	280	350	420	490	560	630	700
Fixkosten	140	140	140	140	140	140	140	140	140	140
EBITDA	-70	0	70	140	210	280	350	420	490	560
EBITDA-Marge	-100%	0%	33%	50%	60%	66%	71%	75%	78%	80%

Da Cerveds Bonitätsdaten jedoch nicht/kaum proprietär sind, konnte CRIF unter Inkaufnahme mehrjähriger Anlaufverluste im Markt Fuß fassen und für einen zweistelligen Millionenbetrag pro Jahr die notwendigen Daten von den offiziellen Informationsquellen beziehen. Die Eintrittsbarriere des „minimum efficient scale“ kann in der Praxis ohne proprietäre Daten mit tiefen Taschen leicht(er) überwunden werden.

In der Praxis zeigt sich allerdings auch, dass CRIF mit einem ähnlichen/marginal schlechteren Produkt selbst bei massiven Preisnachlässen kaum Großkunden im Bankbereich von Cerved gewinnen konnte. Cerved reagiert auf den Preisdruck mit leichten Preisnachlässen auf das eigene, bessere Produkt, behauptet jedoch weiterhin im Vergleich zu CRIF ein signifikantes

Premium. Bei 40% Marktanteil erzielt Cerved ca. 50% EBITDA-Marge vs. CRIF ca. 30% EBITDA-Marge (siehe nachfolgende Abbildung von PWC Italy).

Executive summary – Competitive landscape

Competitive landscape

- The Credit Information Industry, for both Corporate and Financial Institutions, is characterised by the presence of **2 dominant Players**, Cerved and Crif together covering ~70% of the market, presenting a wide/complete offer portfolio:
 - **Cerved** (RMS 1,6x and ~50% EBITDA) is the **Market Leader** in Italy
 - **Crif** (RMS 0,6 and ~30% EBITA) has successfully implemented a **internationalisation strategy** with over 30% of Sales generated outside of Italy
- The Credit Information Corporate Industry is a "**volume based business**" presenting high *capital intensity* (Capex/Sales) and high *operating leverage* (Fixed Costs/Opex), and requires relevant IT investments and **technical integration** with clients.
- **Profitability** in Credit Information appears mainly driven by **experience/scale economies**, presenting a "thin and steep" Normative Band
- Cerved and Crif present similar "**apparent strategies**" influencing the entire industry:
 - Further **industry consolidation** through an aggressive M&A/growth-through-acquisition strategy, and
 - Continuous **product innovation** (e.g. service features, bundle/package, client fruition/experience) aiming to off-set product commoditisation, increase clients' switching costs and balance price pressure (mainly in the banking segment)



Very **concentrated supply structure** with Cerved and Crif as dominant Players ...



... given high **entry barriers** represented by fixed costs/capex (and sales force in Corporate Segment) and intense M&A



Profitability potentially effected by some **price pressure** and **product commoditisation**, ... but overall balanced by **offer innovation** (e.g. VA services)

Quelle: PWC Italy

Langfristig sollten beide Unternehmen den Preiskampf m. E. eher entschärfen als intensivieren.

InfoCamere wäre ein natürlicher Kandidat für den Aufbau eines Konkurrenzprodukts, befindet sich jedoch in öffentlicher Hand und eine Ausweitung der Geschäftstätigkeit samt Aufbau eines Sales-Teams ist unwahrscheinlich. Da Cerved nur bedingt proprietäre Daten in die Datenbank einfließen lässt, stupe ich den **Wettbewerbsvorteil im Kerngeschäft als eher schwach ein**. Die Unternehmensqualität liegt unterhalb der von solchen Informationsdienstleistern mit mehr proprietären Daten und einer signifikant stärkeren Einflechtung eigener Softwarelösungen in missionskritische Abläufe der Kunden.

SEGMENTDETAILS

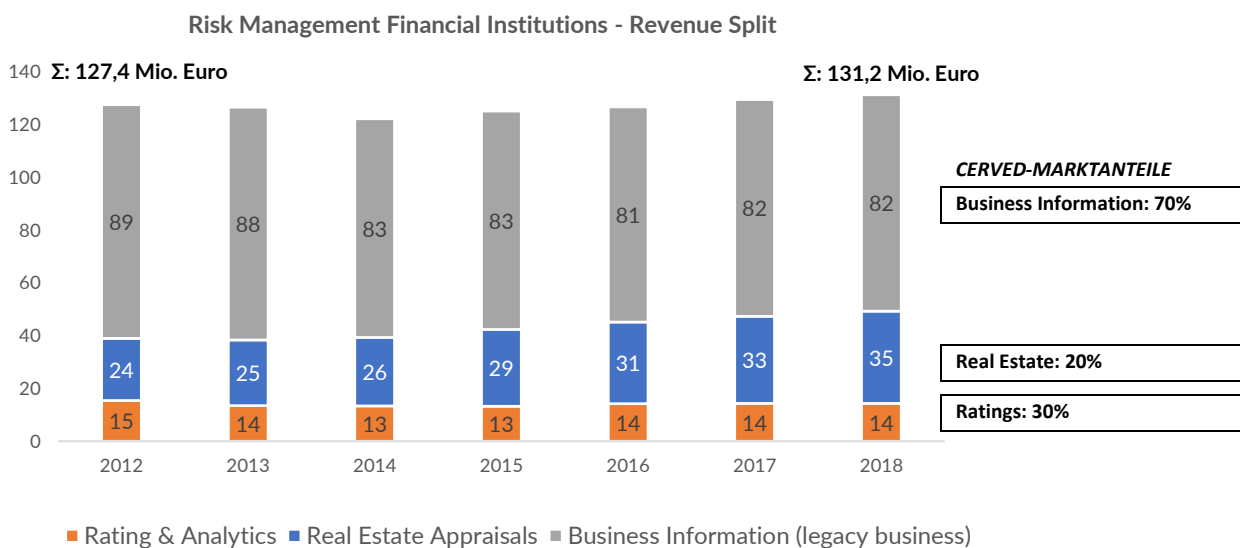
Risk Management (56% vom Umsatz, 69% vom EBITDA)

Im Kerngeschäft Risk Management unterscheidet Cerved generell zwischen Kunden aus der Bankenbranche (Financial Institutions) und Nicht-Banken (Corporates).

Von den insgesamt 274 Mio. Euro Umsatz im Segment Risk Management entfallen:

- 131 Mio. Euro auf Financial Institutions (48%)
- 142 Mio. Euro auf Corporates (52%)

Die Umsätze mit Financial Institutions gliedern sich historisch in folgende Unterbereiche.



Business Information: Insgesamt 62% vom Umsatz im Segment Risk Management Financial Institutions entfallen auf *Business Information*, das Kernfranchise von Cerved.

Business Information umfasst die Bonitätsinformationen zu sämtlichen in Italien registrierten Unternehmen. Das **Produktangebot reicht hier von einfachen PDF-Reports, in denen Daten der italienischen Ämter und Behörden konsolidiert werden (wie auf S. 5) bis hin zur Integration sämtlicher Cerved-Datenquellen in bestehende Banken-IT-Lösungen** zur Kreditvergabe oder für das Monitoring.

Die Bonitätsinformationen werden neben Kunden aus dem Bankenbereich ebenfalls an Nicht-Banken (Corporates) verkauft. Corporates nutzen die Bonitätsinformationen bei der Entscheidungsfindung, ob und wie viel Kredit Handelspartnern eingeräumt werden soll. Schnittstellenlösungen wie für Großbanken gibt es ebenfalls für Industrieunternehmen. Mittels anspruchsvollerer IT-Lösungen kann beim Kunden ein unmittelbarer Alert im Kreditmonitoring ausgelöst werden, sobald ein neuer Datenpunkt ins System eingeliefert wird, nach dem sich die Bonität eines Schuldners verschlechtert.

Real Estate: Im Bereich Real Estate kauft Cerved **offizielle Daten zu Grundstücksbesitzverhältnissen und Immobilientransaktionen ein**, systematisiert diese und verkauft sie an Banken weiter. Banken überprüfen auf Basis dieser Informationen, ob eine

Immobilie als Sicherheit für einen Kredit wirklich der Gegenpartei gehört. Die Bank benötigt die Daten außerdem für eine eventuelle Pfändung der Sicherheit oder Liquidierung in Form einer Auktion. Ferner bietet Cerved Banken im Bereich Real Estate die Ermittlung von Marktwertschätzungen für Immobilien an, die von externen Gutachtern erstellt werden. Letzteres ist in 2020 durch den harten Lockdown samt Ausgangssperren eingebrochen, zeigt jedoch eine geringere Fixkostenstruktur als Business Information.

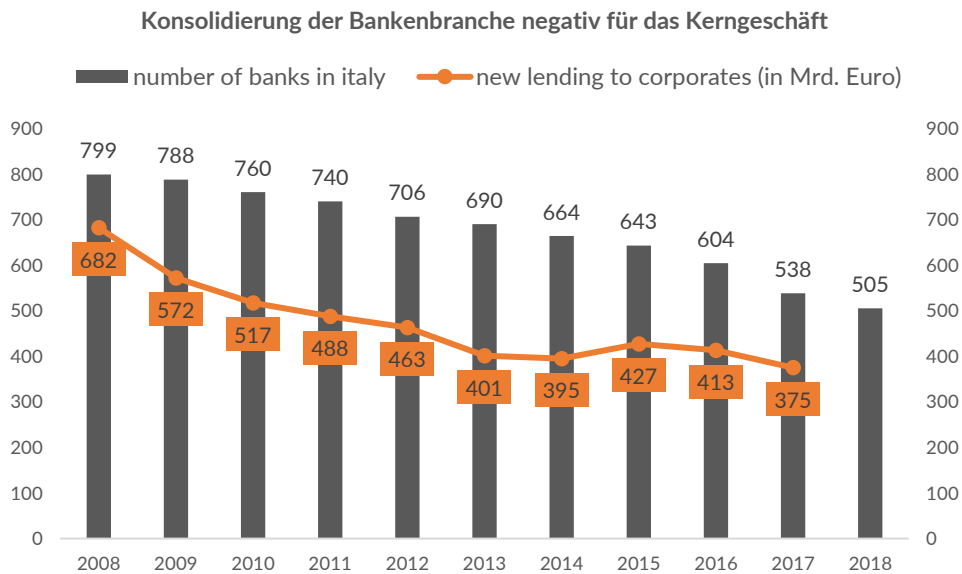
Ratings & Analytics: Die verbleibenden 10% vom Umsatz im Segment Risk Management Financial Institutions entfallen auf *Ratings & Analytics*. Die Cerved Rating Agency S.p.A. **erstellt Credit-Ratings für Banken und Industrieunternehmen unterhalb des Größensegments, das Moody's und S&P Global adressieren.** Cerved selbst als mittelgroßer börsennotierter Konzern wird erwartungsgemäß von einer großen CRA (Moody's) gerated. Nach Unternehmensangaben hat das Moody's-Rating Cerved rd. 250 Tsd. Euro gekostet. Cerved selbst bewertet dagegen im CRA-Geschäft kleinere Mittelstandsanleihen oder erstellt Emittentenratings für einen Preis von 10-20 Tsd. Euro. Die mittelständischen Unternehmen nutzen ihr Emittentenrating im Anschluss für Kreditverhandlungen mit ihren kreditgebenden Banken zu Erzielung besserer Konditionen. Insgesamt arbeiten 130 Mitarbeiter für Cerveds Ratingagentur und 75% der niedrigvolumigen Anleihen in Italien werden von Cerved gerated. Durch die Fokussierung auf sehr kleine Emissionen erreicht Cerved in Italien einen *umsatzbezogenen* Rating-Marktanteil von rd. 30%.

Im Traditionsgeschäft Business Information für Bankkunden ist Cerved klarer Marktführer mit 70% Marktanteil, ein Großteil der realisierten Umsätze konzentriert sich jedoch nur auf eine Handvoll italienischer Banken (es besteht folglich ein Klumpenrisiko).

Die Umsätze mit diesen Kunden standen in der vergangenen Dekade unter Druck, aus zweierlei Gründen:

- i. in den vergangenen Jahren kam es unter den italienischen Banken zu Insolvenzen und Zusammenschlüssen, in letzteren Fällen häufig mit Nachverhandlungen bestehender Verträge und negativen Ergebniseffekten für Cerved
- ii. ferner versuchte CRIF – mit 15% Marktanteil die #2 im Markt für Business Information Financial Institutions vor Tinexta mit etwa 10% – über den Weg aggressiver Preisnachlässe Cerved Bestandskunden abzuwerben

Der geschrumpfte Kundenkreis durch die Bankenkonsolidierung wird im folgenden Diagramm ersichtlich.

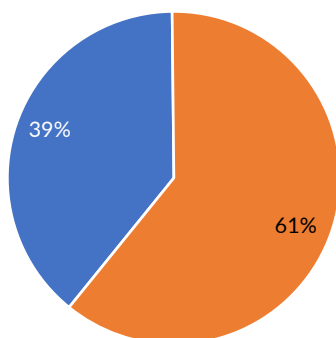


Den größten Rückgang in der absoluten Anzahl italienischer Banken gab es im Jahr 2017 (Δ : -66). Seitdem hat sich das Konsolidierungstempo abgeschwächt. Die **Neukreditvergabe an italienische Unternehmen hat sich zudem auf einem Niveau von rd. 400 Mrd. Euro p. a. eingependelt.**

Cerved bietet Banken im Kerngeschäft (Business Information) je nach Größe **zwei unterschiedliche Vertragstypen an: flat fee vs. consumption based** (siehe folgende Abbildung).

Business Information Financial Institutions
- Vertragstypen

■ Consumption based ■ Flat fee



flat fee Kunden: alle der größten Banken Italiens
 verbleibende \emptyset Laufzeit der Verträge: ca. 3 Jahre
 kommende wichtige Neuverhandlungen: ein großer flat fee-Vertrag Mitte 2021

Cerved hat in der jüngeren Vergangenheit seine Großkontrakte mit Banken nur unter der Gewährung von Preisnachlässen erneuern können. Diese Discounts waren regelmäßig der Hauptgrund für das schlechte Abschneiden des Subsegments Risk Management Financial Institutions, wie zum Beispiel im Q1/19 (siehe entsprechendes Zitat dazu aus dem Conference Call Q1/19).

*„The real issue relates to the top line and leads to the decline in EBITDA. **Banks revenues had its worst quarter since 2014 declining by minus 1.7%.** And the reason is mostly due to renegotiation of a very large contract, which we anticipated in our full year call, coupled with lower growth in real estate segments, which we did not anticipate. The contract was a large one. So we are happy that we did a renegotiation with this very large client for a significant amount.“*

Insgesamt war Cerved in der Vergangenheit aber erfolgreich, wenn es darum ging, die großen Business Information-flat fee-Verträge gegen CRIF zu verteidigen. **Dafür musste Cerved zwar den eigenen Kunden einen Discount auf die jährliche flat fee zwischen 0% und 15% gewähren,** kompensierte den negativen Effekt in den Folgejahren aber durch einen Zuwachs an Umsätzen mit Immobilieninformationen (bis zum Auftreten von COVID-19). Zudem schließt Cerved die flat fee-Verträge als Gegenleistung für den Discount nicht wie früher für drei, sondern für fünf Jahre ab (siehe nachfolgendes Zitat des ehemaligen CEOs).

*„When I said we are comfortable about the profile i.e. the future trajectory of the renegotiating financial institutions contracts and revenue profile for the Business Information in general, it's mainly because we went through these large renegotiations, of course, **doing some sacrifice on pricing, which actually ranges from 0 to double-digit discounts depending on the situation.** But we have always been able to compensate for the discount through up-selling i.e. more sophisticated products or business information itself. Even more often gaining the share of wallet on the other business, so combining a continuous moderate decline on the Business Information, which is largely...let's say already known at least for the 61% of the sales that are coming from the long-term contracts. So adding this moderate decline, very moderate decline on the Business Information with all the growth that we are...that we are experiencing on the other businesses make us comfortable in containing the low single-digit trajectory for Risk Management Financial Institutions.“*

Im Wettbewerb gegen CRIF hat Cerved seit 2013 keine nennenswerten Marktanteile im Risk Management verloren (gemessen in Relation zu den branchenweiten B2B-Umsätzen mit Business Information, Ratings, Analytics und Real Estate). Cerveds Marktanteil liegt hier unverändert bei 40%, während CRIF mit ehemals rd. 20% Marktanteil auf Kosten kleinerer Wettbewerber zur klaren #2 mit mittlerweile 30% Marktanteil aufgestiegen ist.

Während das preisaggressive Auftreten von CRIF (allmählich nachlassend) und die Bankenkonsolidierung die Umsatzentwicklung im Subsegment Financial Institutions beeinträchtigt haben, gestalten sich die Rahmenbedingungen bei Corporates etwas freundlicher (siehe nachfolgender Abschnitt).

Subsegment Risk Management – Corporates

Im Gegensatz zu Risk Management Financial Institutions (131 Mio. Euro Umsatz) ist die **Wettbewerbsintensität im Subsegment Risk Management Corporates (142 Mio. Euro Umsatz) geringer.**

Während **geschätzt 20 Großbanken (Debitorenmanagement als Teil des Kerngeschäfts) Jahresverträge mit einem Volumen von 1-3 Mio. Euro mit Cerved abgeschlossen haben,** generieren Großunternehmen aus der Industrie (Debitorenmanagement lediglich als Begleiterscheinung des Kerngeschäfts) maximal einen sechststelligen Jahresumsatz mit Cerved.

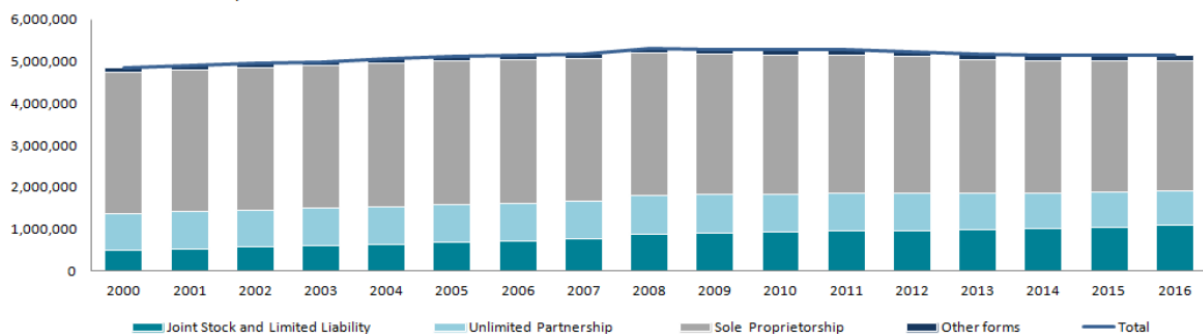
Entsprechend weniger attraktiv ist es für Vertriebsmitarbeiter von CRIF oder Cerved, dem Wettbewerber einen Corporate-Kunden anstatt eines großen Bankkunden abzugewinnen.

Der Verlust/Gewinn eines 1 Mio. Euro-Jahresvertrages mit einem Bankkunden bedeutet im Allgemeinen 1:1 eine Verschlechterung/Verbesserung im EBITDA um 1 Mio. Euro (hoher Operating Leverage durch hohen Fixkostenanteil). Aus diesem Zusammenhang heraus sind Großverträge mit Banken hart umkämpft. Dieser Preisdruck als negativer Einflussfaktor trifft auf Corporates entsprechend weniger zu. Die allermeisten Verträge werden hier nur für einen vierstelligen Jahresbeitrag abgeschlossen (siehe Tabelle).

Cerved - client cluster und Umsatzanteil (Σ Corporates 2017: 151 Mio. Euro)	# of clients	2017 revenues (in Mio. Euro)	15-17 rev CAGR	ARPU in Tsd. Euro	Produktbeispiel/ Integration	Vertrieb
Large (33% rev share)	<1k	51	8%	80,0	Einbindung der Informationen via API in Kundensysteme	28 MA für Key-Account
Medium (62% rev share)	13k	93	4%	7,4	teilweise IT-Integration bei größeren Kunden, ansonsten begrenzt	230 MA im Außendienst, 40 MA Telesale
Small (3% rev share)	4k	5	2%	1,4	PDF-Reports	25 MA Telesale
Micro (1% rev share)	13k	2	<1%	0,2	PDF-Reports	buy on Website

Der theoretisch adressierbare Markt für Risk Management Corporates ergibt sich aus der Gesamtzahl in Italien registrierter Unternehmen (Nicht-Banken) und liegt bei etwa 5,1 Mio. Im Gegensatz zur Bankenlandschaft liegt diese Zahl nur rd. 3% unter dem Allzeithoch aus 2008 von 5,3 Mio. (siehe nachfolgende Abbildung).

Exhibit 11: Italian active companies 2000-2016










Ferner liegt die Penetration – berechnet als Anteil sämtlicher mittelständischer Unternehmen, die überhaupt einen Vertrag mit einem Bonitätsinformationsdienstleister abgeschlossen haben – in Italien mit 40% auf einem eher niedrigen Niveau gegenüber zum Beispiel UK mit 80%.

Insgesamt fallen die Rahmenbedingungen für die künftigen Umsatzchancen im Subsegment Risk Management Corporates etwas freundlicher aus als im Subsegment Risk Management Financial Institutions. Da ein großer Teil der Umsätze mit Corporates allerdings *nutzungsgebunden* abgerechnet wird anstatt wie bei Banken *nutzungsunabhängig* über flat fee-Verträge, war die Umsatzentwicklung mit dieser Kundenklientel (Corporates: -9,9%) im durch COVID-19 geprägten Geschäftsjahr 2020 schwächer als mit Banken (+4,0%).

Die wesentlichen Wettbewerber im Subsegment Risk Management Corporates sind dieselben wie im Subsegment Risk Management Financial Institutions (siehe nachfolgende Tabelle).

Cerveds Marktposition je nach Geschäftsbereich

Segment	Größe	#1	#2	#3
Business Info Financial Inst.	120 Mio. Euro	 Cerved	 <i>Together to the next level</i>	 TINEXTA
<i>market share</i>		70%	15%	10%
Business Info Corporates	300 Mio. Euro	 Cerved	 <i>Together to the next level</i>	 TINEXTA
<i>market share</i>		50%	20%	10%
NPL- Management	220 Mrd. Euro Gross BV	doValue	 Cerved	intrum
<i>market share</i>		38%	18%	17%

Growth Services (12% vom Umsatz, 8% vom EBITDA)

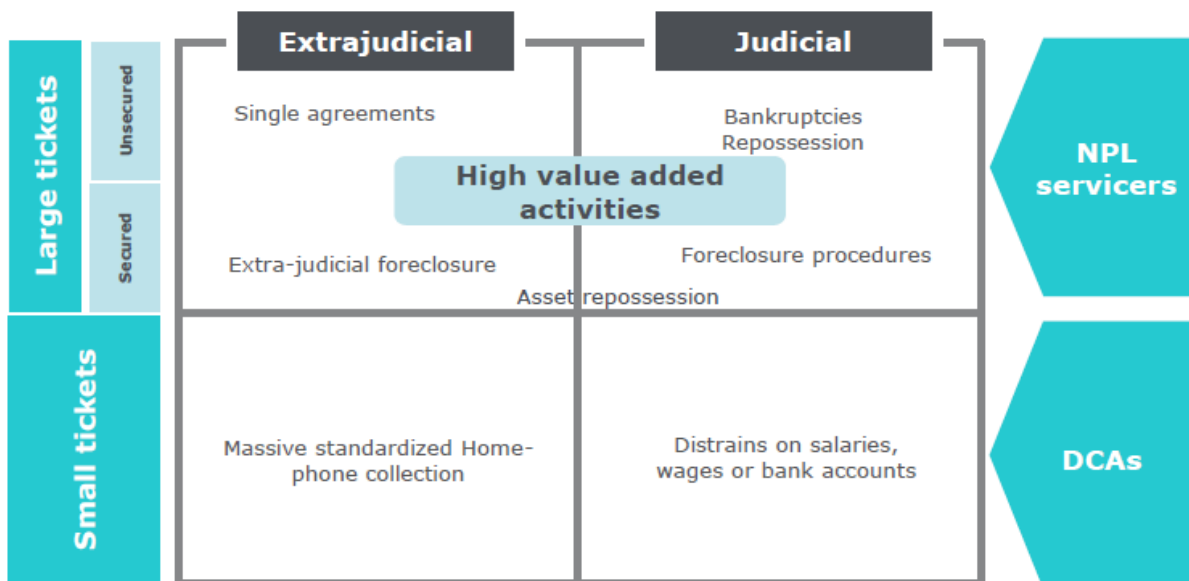
keine klare Strategie erkennbar, Marktanteil nicht signifikant, wird nicht weiter beleuchtet

Credit Management (31% vom Umsatz, 23% vom EBITDA)

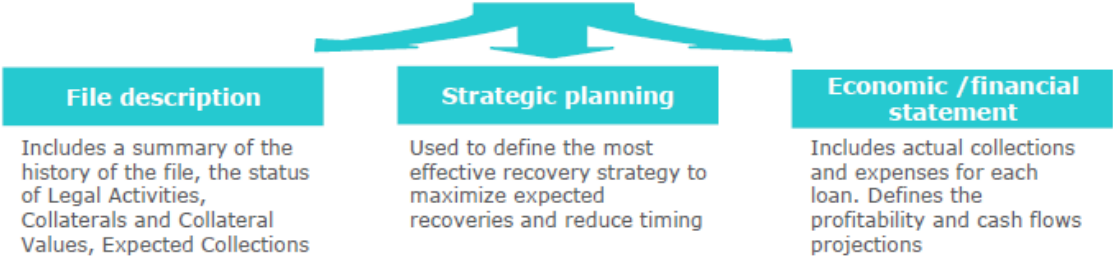
Cerved hat sich neben dem historischen Kernfranchise Risk Management in den vergangenen Jahren mit Credit Management organisch sowie anorganisch ein zweites operatives Standbein aufgebaut (23% vom Konzerngewinn). Cerved operiert als **Outsourcing-Servicepartner für das Einholen notleidender Unternehmenskredite, die ursprünglich von Banken begeben und in den vergangenen fünf Jahren zur Verbesserung der Bilanzqualität vielfach an Investoren verkauft wurden.**

NPL-Servicer verfügen über Call Center-Aktivitäten wie man sie von klassischen Debt Collection Agency's (DCA) kennt, sie fokussieren sich jedoch primär auf margenstärkere Tätigkeiten im NPL-Abarbeitungsprozess. Zu diesen margenstärkeren Tätigkeiten gehören insbesondere:

- das Einleiten von Gerichtsverfahren (externe und interne Rechtsanwälte befinden sich auf der payroll der NPL-Servicer)
- die Terminierung und Durchführung von außergerichtlichen Verhandlungen mit Schuldern aus dem Unternehmensbereich
- das Einleiten von Immobilienauktionsverfahren oder sonstigen Alternativen zur Verwertung von Kreditsicherheiten
- die Strukturierung von NPL-Verbriefungstransaktionen sowie Beratungstätigkeit für Investoren, bevor diese NPL-Portfolios von Banken erwerben (enthält die Due Diligence samt Samplererstellung, Überprüfung des Portfolios sowie Preisindikation)



Business Plan has a key role for strategy definition



The entire work-flow activity is done with the support of the management platform

<p>Engagement letter</p>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Sent to the debtor to announce the engagement of doBank and provide contact details of the asset manager and of the external consultant
<p>Loan analysis</p>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Preliminary analysis based on information and documents collected also through ancillary businesses
<p>Debtor search</p>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Using public databases, internal database and other instruments (e.g. doData services) ▪ If necessary, external consultants could visit the debtor domicile
<p>Negotiation</p>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Tentative of definition according to: (i) guarantee, (ii) repayment capacity and (iii) client policies ▪ Negotiation is done through both in person and telephone contacts

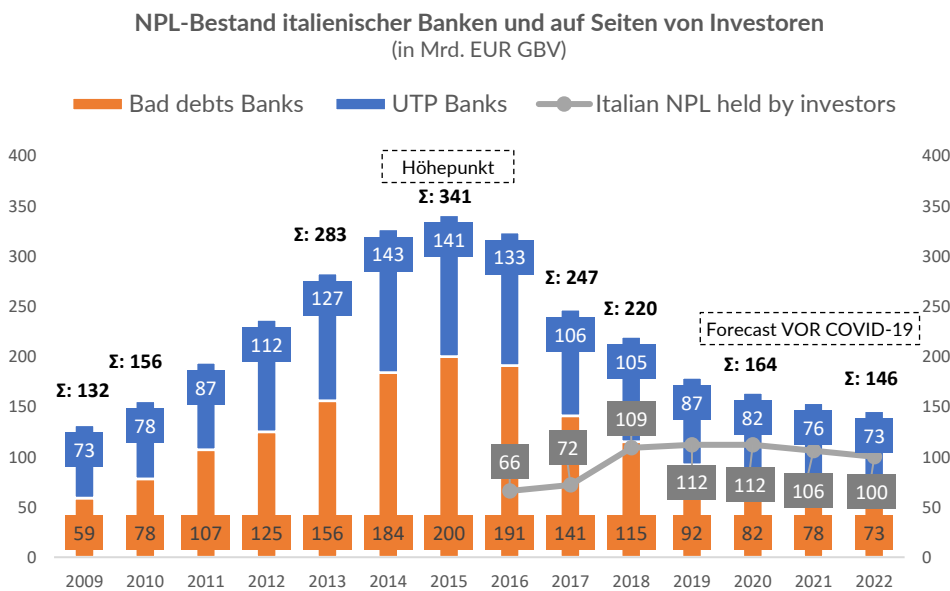
Quelle: doValue

Italiens Banken müssen ihre notleidenden Kredite (NPL) in drei Kategorien einordnen:

1. **Bad debts** (sofferenze, etwa 50% aller Banken-NPL): Kredite an Unternehmen, die sich in der Insolvenz oder einer vergleichbaren Situation befinden
2. **Unlikely to pay** (inadempienze probabili, ebenfalls etwa 50% aller Banken-NPL): sämtliche Kredite, für die die Bank die Prognose getroffen hat, dass Zinszahlungen und Tilgung in Zukunft nicht in voller Höhe zu erwarten sind und es deshalb voraussichtlich zu einer Verwertung der Sicherheiten kommen muss. UTP müssen für eine Klassifizierung als solche *nicht* bereits leistungsgestört sein. Die Bank könnte trotz bislang planmäßigen Erhalts von Zins- und Tilgungsleistungen davon ausgehen, dass die nächste Rate nicht voll geleistet werden kann und den Kredit deshalb als UTP einstufen
3. **Past due loans** (esposizioni scadute e/o sconfinanti deteriorate, niedriger einstelliger Prozentsatz aller Banken-NPL): Kredite, bei denen eine Zahlung seit 90 Tagen überfällig ist. Past due loans machen nur einen sehr kleinen Teil der NPL-Bestände aus, da sie entweder rasch heruntergestuft werden (bad debts) oder in das performing loan-Segment zurückkehren

Ein anhaltend schwaches wirtschaftliches Umfeld in **Italien seit der Finanzkrise** hat das Land **zum größten NPL-Markt Europas** werden lassen, bei dem der **Bruttowert in 2015 mit >340 Mrd. Euro Gross Book Value (GBV)** seinen **Höhepunkt erreichte** (siehe Diagramm).

Seit 2015 sind Italiens Banken regulatorisch dazu angewiesen, ihren NPL-Bestand durch Verkäufe an Investoren abzubauen. Dies hat in den vergangenen fünf Jahren zu einer spürbaren Verringerung der NPL in den Bankbilanzen geführt. Viele NPL wurden an institutionelle Investoren verkauft, die mit 109 Mrd. Euro GBV per Ende 2018 etwa die Hälfte des Banken-NPL-Exposures von 220 Mrd. Euro GBV trugen. Verschiedene NPL-Servicer gingen noch bis vor Kurzem davon aus, dass die italienischen Banken per Ende 2020 noch 164 Mrd. Euro GBV in ihren Bilanzen stehen haben würden. Per H1/2020 befanden sich allerdings nur noch etwa 130 Mrd. Euro GBV in den Bankbilanzen (Quelle: PWC Italy), sodass die Erwartungen an die Portfolioverkäufe übererfüllt wurden.



*Σ: NPL in italienischen Bankenbilanzen EXKLUSIVE der NPL, die von Investoren gehalten werden

Mit 130 Mrd. Euro NPL in den Bilanzen der Banken stehen dort also 210 Mrd. Euro weniger als noch zum Höhepunkt aus dem Jahr 2015. Investoren haben auf der anderen Seite >100 Mrd. Euro NPL auf ihre eigenen Bilanzen genommen. Die Kaufpreise betragen dabei stets nur einen Bruchteil des Bruttobuchwerts, sodass die IRR für NPL-Investoren historisch bei 10%-15% lag (also eine Verdoppelung des Investments nach 5-7 Jahren).

Pauschalisiert kann man sagen, dass die Banken die Bad debts (sofferenze) mit ca. 40% vom GBV in ihren Bilanzen angesetzt haben (UTP mit 70%). NPL-Portfolioverkäufe finden häufig zu ca. 20% vom GBV statt. Servicer erhalten **eine base fee von 5bps p. a. auf den GBV** und eine **incentive fee von 8% auf das eingetriebene Cash-Volumen**. Der höhere Nettobuchwertansatz der Banken bedeutet nicht notwendigerweise, dass Investoren den Liquidationswert halb so hoch einschätzen wie die Banken.

Vielmehr erklärt sich der Preisunterschied aus dem geforderten Gewinnabschlag zzgl. dem **Zeitwertabschlag für das überstrapazierte italienische Justizsystem**. Eine Insolvenz dauert in Italien im Durchschnitt 7,5 Jahre, nur ein Viertel aller Insolvenzfälle ist in weniger als 2 Jahren

abgeschlossen, viele Verfahren laufen über 10 Jahre. Die Anzahl schwebender Verfahren pro 100 Einwohner liegt in Italien bei 4 (DE: <1), die Dauer von Beginn eines Verfahrens bis zur erstinstanzlichen Entscheidung liegt in Italien bei ca. 2 Jahren (DE: 3-6 Monate), auf jeden Richter kommen in Italien 35 Anwälte (DE: 7 Anwälte). Ergo fällt nahezu jede EffizienzKennzahl für Justizsysteme in Italien ca. 5x so schlecht aus wie in Deutschland, Österreich oder den Niederlanden.

Der ursprüngliche NPL-Boom war also im Wesentlichen das Resultat einer anhaltend schwachen Konjunktur in Verbindung mit einem überlasteten Rechtssystem. Der NPL-Servicing Markt hat sich daraufhin im nächsten Schritt hauptsächlich aus zweierlei Gründen rasant entwickelt:

- 1.) Während sich der NPL-Bestand zwischen 2008 und 2015 vervierfacht hat, haben die chronisch unprofitablen italienischen Banken kaum neues Personal eingestellt, um diesen Anstieg selbst abzarbeiten
- 2.) Institutionelle Investoren als NPL-Käufer verfügen über keine eigene Kreditmonitoring- oder Einholungsabteilung und **müssen deshalb für 100% ihrer erworbenen NPL einen externen Servicer mandatieren**

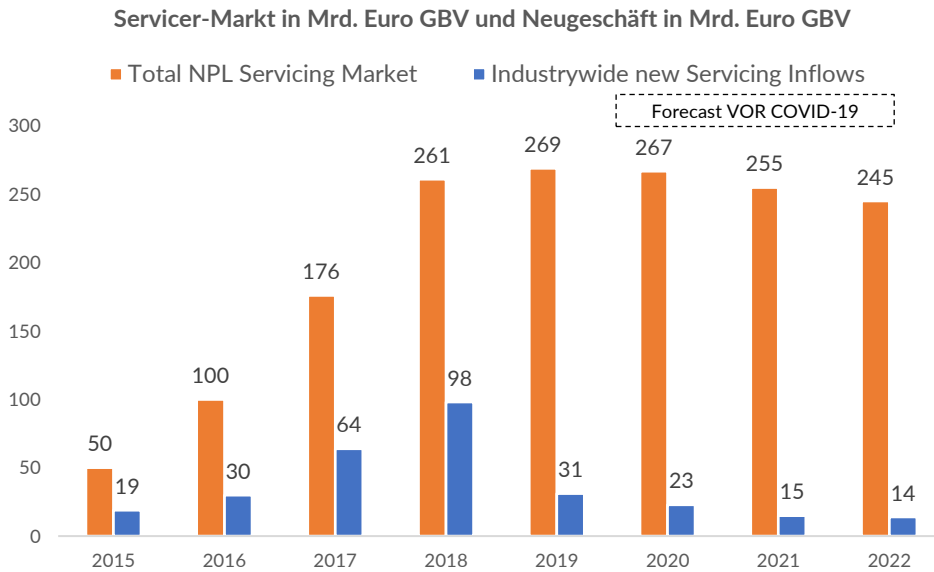
Banken könnten heute theoretisch für ihre verbleibenden NPL wieder anfangen, zusätzliche Mitarbeiter einzustellen. Externe Dienstleister wie Cerved oder doValue sind mittlerweile jedoch häufig effizienter und schneller in der Abwicklung der NPL geworden, weshalb neben 100% der von externen Investoren gehaltenen NPL mittlerweile auch **die Mehrheit der verbliebenen Banken-NPL von den führenden Credit Servicern gemanaged wird.**

Ein Vorteil für die Banken ist bei diesem Modell, dass die Credit Servicer größtenteils nur im Erfolgsfall (als Prozentsatz der eingetriebenen Summe, historisch 8% der Collection neben einer base fee von 5bps p. a. auf das GBV) vergütet werden, was einfacher planbar ist, als eine Vielzahl neuer Mitarbeiter für das Credit Management einzustellen. Zudem sind die IT-Systeme der Cerved- oder doValue-Mitarbeiter so ausgestaltet, dass sie tagesaktuell sehen, wieviel Geld unter ihrer Portfoliozuständigkeit bereits eingetrieben wurde. Der unterjährige Bonus bemisst sich nach dieser Summe sowie am Verhältnis von Collection zu GBV, sodass die Interessen von Cerved und den Banken gleichgerichtet sind.

In den vergangenen Jahren waren der Haupttreiber für steigende Umsätze in der Credit Servicing-Industrie die Verkäufe von NPL-Portfolios von Banken an Investoren. Anschließend kam es zwangsläufig zur *erstmaligen* Beauftragung eines Credit Servicers. Da mittlerweile jedoch auch auf Bankenseite die Mehrheit der NPL von externen Credit Servicern gemanaged wird, haben künftige Portfolioverkäufe meist nur noch Auswirkungen darauf, wer die Rechnungen für das Bestandsgeschäft der Credit Servicer bezahlt (die Bank oder ein Investor), anstatt dass es noch zu echtem Neugeschäft käme.

Aus diesem Grund war es vor COVID-19 in der Industrie lange Zeit Konsens, dass das **Servicer-Volumen in Italien ab 2020/21 nicht weiter steigen könnte und mit etwas Zeitverzögerung auch die Branchenumsätze fallen müssten.** Die Assets under Management der Servicer gehen im Zeitverlauf auch natürlicherweise durch die Einholung offener Forderungen und die anschließenden Abschreibungen des Differenzbetrags zum Bruttobuchwert zurück.

Vor COVID-19 schätzte PWC Italy aus dieser Gemengelage heraus, dass sich der gesamte Servicing-Bestand in Italien nach den massiven Inflows aus 2018 und 2019 um einen Wert von 250 Mrd. Euro GBV herum einpendeln würde (siehe Diagramm).



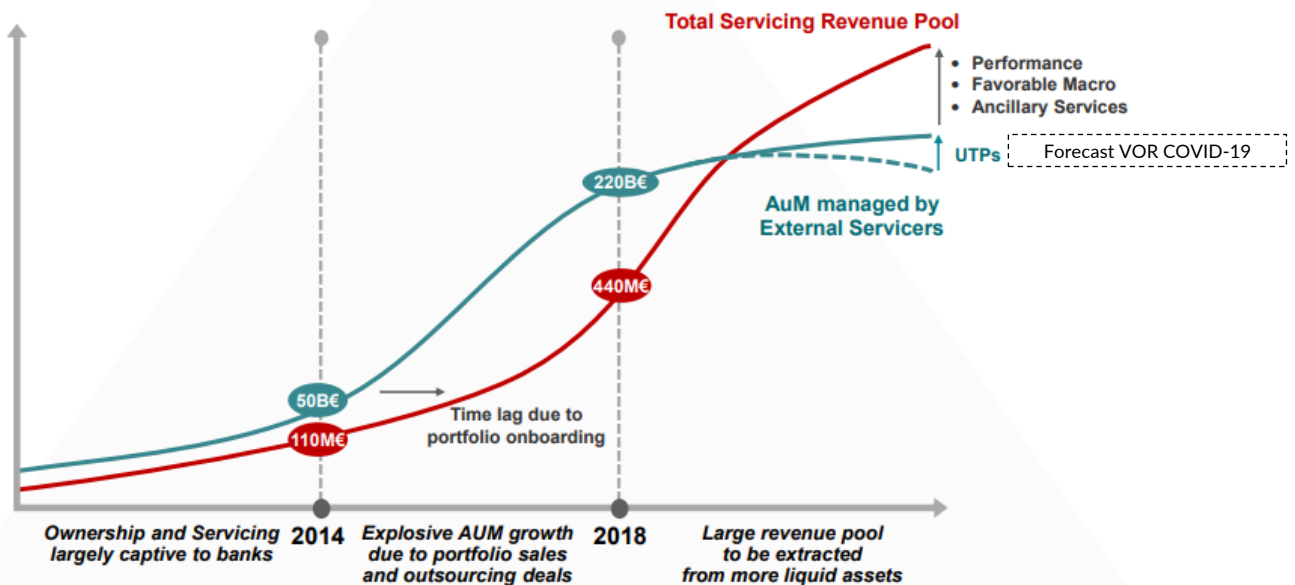
Quelle: PWC Italy

Cerved ging vor COVID-19 sogar von einer Stagnation auf einem niedrigeren Niveau von industrieweit etwa 230 Mrd. Euro GBV Assets under Management aus (siehe Abbildung unten).

A NPL Servicing Market Long Term Growth

Revenues of the NPL Servicing Market are expected to expand significantly in the long term driven by numerous factors only partially captured by the underlying volume of NPLs

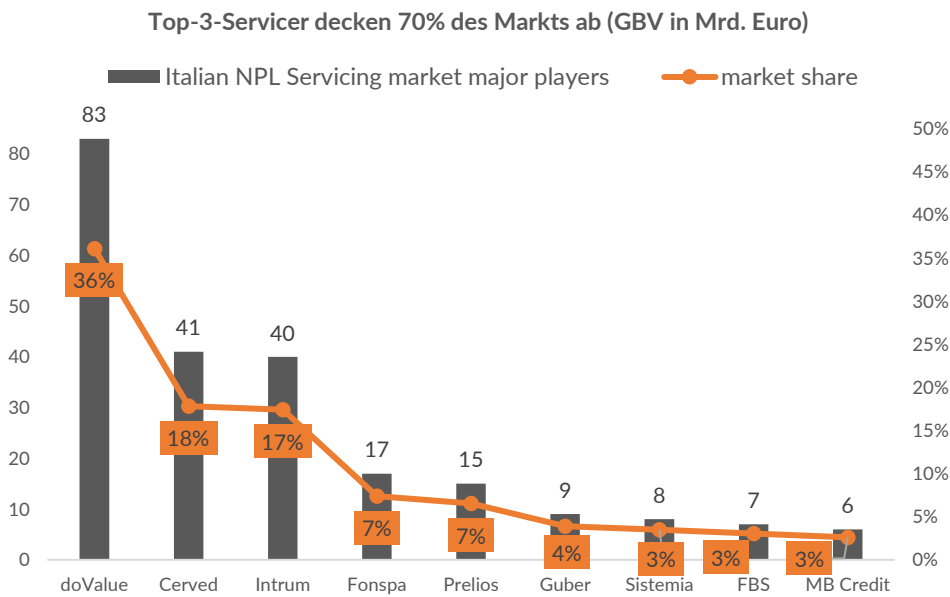
NPL Servicing Market Outlook



Durch COVID-19 haben die relevanten NPL-Servicer mittlerweile aber ihre Einschätzung geändert. Statt einem Inflow von 15 Mrd. Euro GBV pro Jahr (entspricht 3-4% der jährlichen

Kreditvergabe an Unternehmen in Italien) erwarten sie eher doppelt so hohe Inflows von >30 Mrd. Euro pro Jahr, sodass eine Stagnation der Industrie vorerst doch noch abgewendet werden können dürfte. [PWC betitelte diese Situation jüngst sogar als sprichwörtliche „Ruhe vor dem Sturm“.](#)

Aus diesem Zusammenhang heraus dürfte das Interesse an einer Übernahme der Credit Management-Division von Cerved jüngst wieder gestiegen sein. Cerved liegt mit 18% Marktanteil als #2 hinter dem Marktführer doValue mit 36% Marktanteil. Die Top-3-Servicer decken insgesamt etwa 70% des Marktes ab und sollten von den wieder anziehenden Inflows in den kommenden Jahren profitieren.



HISTORISCHE FINANCIALS

Cerved - KPIs 2014 2015 2016 2017 2018 2019 2020 CAGR14-20

REVENUES	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	CAGR14-20
net revenues total								
Risk Management Total								
davon: Financial Institutions								
davon: Corporates								
Growth Services								
Credit Management								

WICHTIGER HINWEIS

Die nachfolgenden Abschnitte zur Einschätzung der Finanzkennzahlen, Aktien-Attraktivität und Bewertung sind bewusst für „Aktien-Wissen“ unkenntlich gemacht oder entfernt worden

„Aktien-Wissen“ dient der Darstellung von Meinungen und Hypothesen zu börsennotierten Unternehmen. **Besprochen werden – gemessen am Marktkonsens – sowohl unterbewertete als auch überbewertete börsennotierte Unternehmen, solange sie in einer interessanten Industrie agieren**

Sämtliche hier dargestellten Dokumente stellen weder ein Angebot noch eine Aufforderung zu einem Kauf oder einem Verkauf irgendwelcher Wertpapiere dar. Sie dienen ausschließlich zu Informationszwecken und stellen als Werbemitteilungen ausdrücklich keine Finanzanalysen dar

Die Meinungen sind die des Fondsberaters zum Zeitpunkt der Veröffentlichung und stimmen möglicherweise nicht mit der Meinung zu einem späteren Zeitpunkt überein. Tatsächliche Entwicklungen und Ergebnisse können erheblich von den Erwartungen abweichen. Die Meinungen dienen dem Verständnis der Investmentphilosophie und es besteht keinerlei Verpflichtung zu einer Aktualisierung der Dokumente

[Abschnitte entfernt]

Professionelle Kunden können weiterführende Informationen lediglich auf Anfrage erhalten

BEWERTUNG

Bitte wenden Sie sich als Privatanleger bei sämtlichen Fragen rund um das Thema Investieren direkt an Ihren Vermögens- oder Bankberater

[Abschnitte entfernt]